



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

Luglio 2023

3 | 2023



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 3 / 2023**  
**Luglio**

---

*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](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni)  
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: [richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it](mailto:richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it)

---

© Banca d'Italia, 2023

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

**Direttore responsabile**

Sergio Nicoletti Altimari

**Comitato di redazione**

Guido Bulligan e Filippo Vergara Caffarelli (coordinamento), Lorenzo Braccini, Pietro Cova, Emanuele Dicarlo, Simona Giglioli, Elisa Guglielminetti, Alessandro Modica, Alessandro Moro, Raffaella Nizzi

Fabrizio Martello, Silvia Mussolin e Marco Paciucci (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Elisa Guglielminetti, Kevin Pallara, Giacomo Romanini, Massimiliano Sfregola, Patrick Zoi

**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 7 luglio 2023, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	13
1.3 I mercati finanziari internazionali	18
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	21
2.2 Le imprese	22
2.3 Le famiglie	24
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	27
2.5 Il mercato del lavoro	32
2.6 La dinamica dei prezzi	34
2.7 Le banche	37
2.8 Il mercato finanziario	41
2.9 La finanza pubblica	42
2.10 Le prospettive	44

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'incidenza degli shock energetici sull'inflazione di fondo negli Stati Uniti e un confronto con l'area dell'euro	10
Il risparmio delle famiglie italiane dopo la pandemia di Covid-19	25
La bilancia energetica: recenti dinamiche e prospettive per il 2023	29
La redditività operativa del comparto manifatturiero	35

---

---

## AVVERTENZE

---

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

Segni convenzionali:

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

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

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

---

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

---

## SINTESI

### **La ripresa dell'economia globale si attenua**

*L'attività economica mondiale è frenata dall'alta inflazione e da condizioni di finanziamento restrittive. Negli Stati Uniti il prodotto decelera e in Cina il recupero dell'attività sta perdendo nuovamente slancio, dopo avere beneficiato della rimozione delle politiche di contenimento della pandemia. Nonostante la vivace dinamica dei servizi nelle principali economie, l'attività risente dell'indebolimento del ciclo manifatturiero, che contribuisce a ridurre le prospettive di crescita del commercio internazionale e le quotazioni delle materie prime e dei prodotti energetici. Al minore contributo della componente energetica corrisponde il calo dell'inflazione al consumo nei maggiori paesi industriali, ad eccezione del Giappone. L'inflazione di fondo stenta però ancora a scendere.*

### **Continua la restrizione monetaria nelle principali economie avanzate**

*Dopo un rialzo in maggio, la Federal Reserve ha mantenuto fermi i tassi di interesse di riferimento in giugno, pur segnalando la possibilità di aumentarli nei prossimi mesi. La Bank of England ha accentuato l'azione restrittiva, con un incremento dei tassi di 50 punti base in giugno. Dopo le turbolenze connesse con gli episodi di crisi bancaria negli Stati Uniti e in Svizzera, le condizioni nei mercati finanziari internazionali si sono normalizzate.*

### **Nell'area dell'euro continua la fase di debolezza ciclica e l'inflazione scende**

*Dopo un rialzo in maggio, la Federal Reserve ha mantenuto fermi i tassi di interesse di riferimento in giugno, pur segnalando la possibilità di aumentarli nei prossimi mesi. La Bank of England ha accentuato l'azione restrittiva, con un incremento dei tassi di 50 punti base in giugno. Dopo le turbolenze connesse con gli episodi di crisi bancaria negli Stati Uniti e in Svizzera, le condizioni nei mercati finanziari internazionali si sono normalizzate.*

*Nel primo trimestre di quest'anno nell'area dell'euro il prodotto è lievemente diminuito per il secondo trimestre consecutivo e, secondo nostre stime, ha ristagnato in primavera. All'ulteriore flessione dell'attività manifatturiera si è contrapposta l'espansione nei servizi. È proseguita la crescita dell'occupazione e si è intensificata la dinamica salariale. L'inflazione al consumo è ancora scesa, ma quella di fondo resta elevata. Nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema l'inflazione al consumo si collocherebbe al 5,4 per cento nel 2023,*

*per poi scendere progressivamente fino al 2,2 nel 2025.*

### **La BCE ha nuovamente alzato i tassi ufficiali**

*Tra maggio e giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha complessivamente aumentato di 50 punti base i tassi di interesse di riferimento. Le decisioni sui tassi seguiranno a essere prese, volta per volta, tenendo conto dei dati che si renderanno via via disponibili, in modo da conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo di medio termine del 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre confermato la fine, a partire dal mese di luglio, dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie, nonché il pieno reinvestimento, con flessibilità, del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica, almeno sino alla fine del 2024. Nell'area dell'euro i rendimenti sui titoli pubblici decennali sono lievemente saliti, mentre l'andamento dei differenziali con il corrispondente titolo tedesco è stato eterogeneo tra paesi: per l'Italia è diminuito.*

### **In Italia la crescita del PIL si sarebbe interrotta in primavera**

*Dopo il rimbalzo del primo trimestre, secondo nostre stime il prodotto è rimasto pressoché invariato in primavera, soprattutto a causa della contrazione dell'attività manifatturiera, su cui grava l'indebolimento del ciclo industriale a livello globale. L'espansione dei consumi delle famiglie è proseguita a ritmi più contenuti. Gli investimenti sono frenati dall'irrigidimento delle condizioni di finanziamento e da prospettive di domanda meno favorevoli.*

### **Migliora il saldo di conto corrente, che beneficia dell'andamento del costo dei beni energetici**

*Dall'inizio dell'anno le esportazioni in volume sono diminuite, riflettendo la debolezza del commercio mondiale. Il saldo di conto corrente è tuttavia migliorato, anche grazie all'andamento delle importazioni energetiche, che beneficiano della riduzione delle quotazioni internazionali; il deficit energetico si ri-*

durrebbe nel complesso del 2023. Gli investitori esteri hanno manifestato forte interesse per i titoli di portafoglio italiani. Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è ridotto. La posizione netta sull'estero si mantiene creditoria.

**L'occupazione continua a crescere, la dinamica salariale si rafforza e aumentano lievemente i margini di profitto**

È proseguita l'espansione del numero di occupati, che ha superato i valori pre-pandemici. Il tasso di partecipazione continua a salire; quello di disoccupazione è diminuito, collocandosi sotto l'8 per cento. La crescita delle retri-

buzioni, intensificatasi per effetto del pagamento di consistenti arretrati dovuti ai ritardi nei rinnovi nel comparto pubblico, si rafforzerebbe nella restante parte dell'anno, pur rimanendo inferiore al rialzo dei prezzi. In alcuni comparti dell'industria la dinamica salariale sarà sostenuta anche dall'adeguamento all'inflazione previsto dalle clausole di indicizzazione. I margini di profitto sono in leggero aumento, seppure con marcate differenze tra settori: nella manifattura si sono riportati sui valori precedenti la crisi sanitaria, mentre nelle costruzioni e nei servizi risultano ancora inferiori.

**Prosegue il calo dell'inflazione al consumo**

In primavera l'inflazione al consumo è ulteriormente scesa, grazie alla decisa diminuzione della componente

energetica, pur mantenendosi su livelli elevati. Si sono registrati i primi cali dell'inflazione relativa ai beni alimentari e a quelli industriali non energetici, che iniziano a incorporare la forte riduzione dei prezzi degli input energetici. A giugno anche i prezzi dei servizi hanno mostrato alcuni segnali di frenata. Famiglie e imprese si attendono un ulteriore allentamento delle pressioni inflazionistiche.

**I prestiti bancari si riducono e aumenta il costo del credito**

Tra febbraio e maggio sono ancora diminuiti i prestiti al settore privato non finanziario; vi hanno contribuito il rialzo del costo del credito, le minori ne-

cessità di finanziamento per investimenti e il progressivo inasprirsi delle condizioni di offerta. Queste ultime risentono della più elevata percezione del rischio e della minore tolleranza verso lo stesso da parte degli intermediari. Il tasso di deterioramento del credito è rimasto contenuto, mentre è aumentata l'incidenza del flusso di prestiti che presentano ritardi nei pagamenti.

**Il PIL rallenterebbe nel triennio 2023-25; l'inflazione, ancora elevata quest'anno, scenderebbe marcatamente nel biennio successivo**

Nell'aggiornamento dello scenario di base per il triennio, la crescita del prodotto si colloca all'1,3 per cento quest'anno, allo 0,9 nel 2024 e all'1,0 nel 2025. Nei prossimi trimestri la ripresa risentirebbe dell'irrigidimento delle condizioni di finanziamento e della

debolezza del commercio internazionale. Gli investimenti rallenterebbero, solo in parte sostenuti dall'attuazione dei progetti previsti dal Piano nazionale di ripresa e resilienza. L'inflazione si porterebbe al 6,0 per cento nella media di quest'anno e scenderebbe al 2,3 nel 2024 e al 2,0 nel 2025, riflettendo gli effetti diretti e indiretti del calo dei prezzi delle materie prime energetiche. L'inflazione di fondo, attesa al 4,5 per cento nella media dell'anno in corso, raggiungerebbe il 2,0 per cento alla fine del triennio di previsione.

**Le proiezioni sono circondate da un'incertezza elevata, con rischi al ribasso per la crescita**

Il quadro macroeconomico continua a essere caratterizzato da forte incertezza. I rischi per la crescita sono orientati al ribasso e legati in particolare all'evoluzione del conflitto in Ucraina

e alla possibilità di un irrigidimento delle condizioni di finanziamento maggiore di quanto atteso. I rischi per l'inflazione sono invece bilanciati e includono, al rialzo, una trasmissione incompleta della recente discesa dei prezzi dei beni energetici e, al ribasso, un deterioramento più marcato e duraturo della domanda aggregata; rimangono contenuti i rischi di una spirale salari-prezzi.

# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La crescita mondiale continua a perdere vigore. L'attività economica frena negli Stati Uniti e la ripresa in Cina, dopo avere beneficiato della rimozione delle politiche di contenimento della pandemia, si sta attenuando. A livello globale, alla prosecuzione dell'espansione nel settore dei servizi si contrappone l'indebolimento del ciclo manifatturiero, che pesa sulle prospettive del commercio internazionale e contribuisce a ridurre le quotazioni delle materie prime e dei prodotti energetici. Prosegue il calo dell'inflazione al consumo, ma resta elevata quella di fondo. L'orientamento delle politiche monetarie nelle principali economie avanzate rimane restrittivo.

**All'inizio del 2023 la crescita del PIL mondiale è risultata debole**

L'attività economica globale è stata debole nel primo trimestre, risentendo ancora della persistenza dell'inflazione e di condizioni monetarie e finanziarie più restrittive. Il prodotto ha decelerato negli Stati Uniti e ha continuato a salire in misura modesta nel Regno Unito, mentre è tornato a espandersi in Giappone (tav. 1). In Cina il PIL ha segnato una temporanea forte ripresa nei primi tre mesi dell'anno, anche per effetto della rimozione delle politiche di contenimento della pandemia.

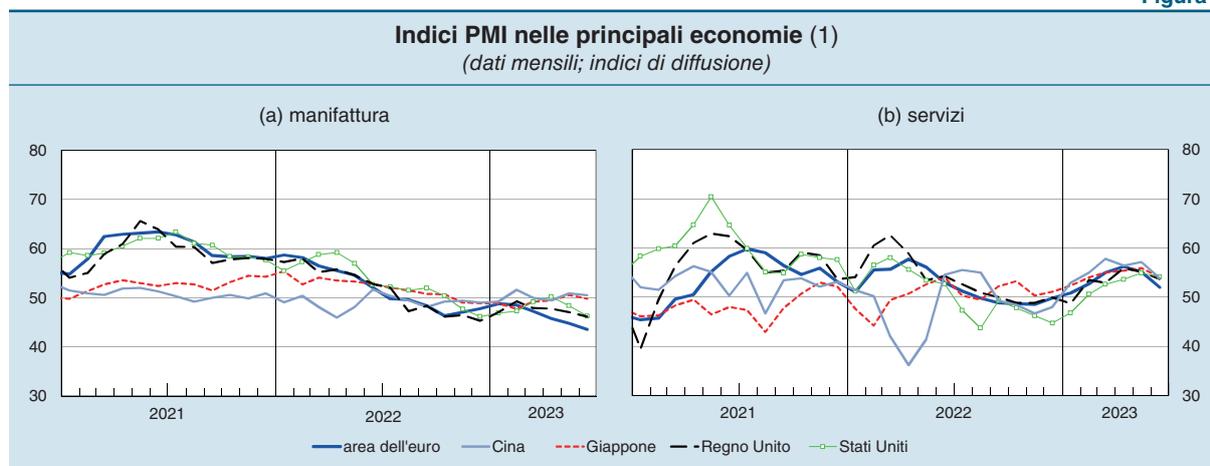
**L'attività manifatturiera avrebbe rallentato in primavera**

Nel secondo trimestre gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) delle imprese manifatturiere, che erano scesi al di sotto della soglia di espansione nella seconda metà del 2022, sono diminuiti ancora nelle principali economie avanzate (fig. 1.a). In Cina, dopo il miglioramento legato alla riapertura delle attività produttive all'inizio dell'anno, l'indice è tornato su livelli compatibili con una crescita moderata, risentendo delle difficoltà del mercato immobiliare e della debolezza della domanda. Per contro, in tutti i maggiori paesi gli indici PMI segnalano la prosecuzione della fase di espansione nel settore dei servizi (fig. 1.b).

Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita dei singoli paesi, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e per tutte le previsioni, OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, giugno 2023. (1) Punti percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook*, marzo 2023. – (2) Dati trimestrali; per Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.



Fonte: Markit e Standard & Poor's.

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

### Nel 2023 il commercio mondiale si indebolirebbe...

Nel primo trimestre i flussi commerciali sono aumentati, seppure a ritmi contenuti, dopo il forte calo registrato negli ultimi mesi del 2022, beneficiando della ripresa del commercio in servizi, in particolare del turismo; gli scambi di beni hanno continuato invece a contrarsi. Per l'anno in corso nostre stime prefigurano un rallentamento del commercio internazionale con una crescita dell'1,4 per cento (da 5,2 nel 2022), valore molto inferiore alla media osservata nel decennio pre-pandemico.

### ... così come l'attività economica globale

Secondo le previsioni pubblicate a giugno dall'OCSE, l'espansione del PIL globale si attenuerebbe, collocandosi nella media del biennio 2023-24 poco al di sotto del 3 per cento. Sulle prospettive continua a incidere negativamente la persistenza dell'inflazione e il conseguente orientamento restrittivo delle politiche monetarie nelle maggiori economie avanzate, insieme all'incertezza connessa con il protrarsi della guerra in Ucraina e di altre tensioni internazionali.

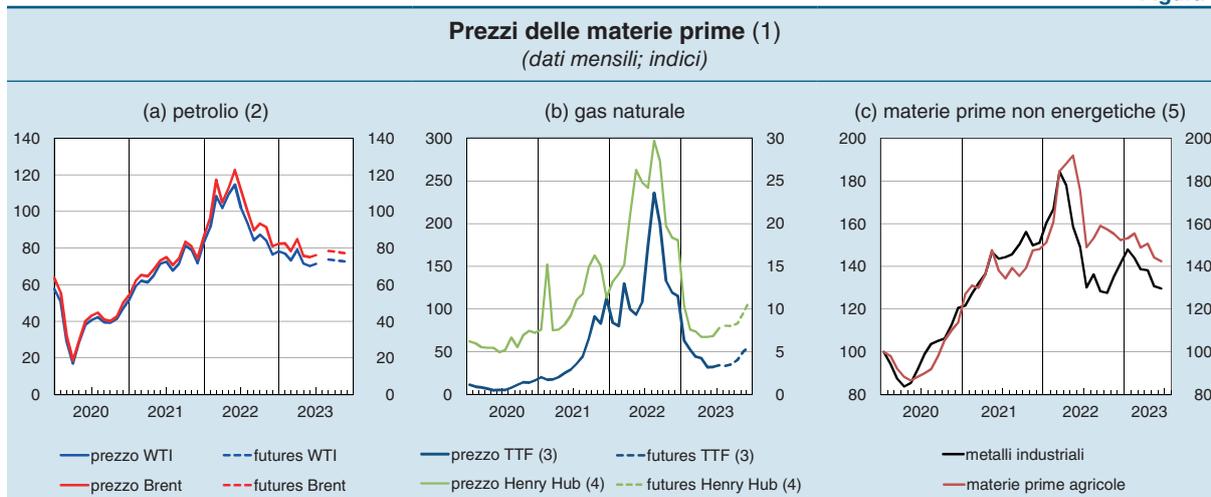
### Scendono lievemente le quotazioni del petrolio

I corsi del petrolio (qualità Brent), saliti temporaneamente oltre 85 dollari al barile dopo l'annuncio all'inizio di aprile da parte dei paesi OPEC di un taglio della produzione superiore a un milione di barili al giorno, sono scesi alla fine della prima settimana di luglio poco sopra 75 dollari, riflettendo la debolezza del ciclo globale (fig. 2.a). Il 4 giugno l'Arabia Saudita ha comunicato che avvierà a partire da luglio e fino ad agosto una riduzione volontaria dell'offerta pari a un milione di barili al giorno, provvedimento che si aggiunge ai tagli alla produzione decisi dall'OPEC in aprile e successivamente estesi sino alla fine del 2024. Il 3 luglio anche la Russia ha annunciato per agosto un taglio alle esportazioni di petrolio di mezzo milione di barili al giorno, al fine di sostenerne le quotazioni. Questi annunci hanno avuto un impatto limitato sui prezzi.

### Il prezzo del gas naturale in Europa ha continuato a flettere

Il prezzo del gas naturale di riferimento per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) ha continuato a scendere, portandosi poco sotto 35 euro per megawattora nella prima settimana di luglio, dai quasi 50 euro per megawattora alla fine di marzo (fig. 2.b). Vi hanno inciso l'ampio livello degli stoccaggi, l'andamento ancora moderato dei consumi industriali e l'abbondante offerta di gas naturale liquefatto a livello globale. I rischi che gravano sul prezzo del gas per la prossima stagione invernale rimangono non trascurabili a causa dell'incertezza connessa con la ripresa della domanda europea e asiatica (in particolare a uso industriale) e con la disponibilità di gas naturale liquefatto. Condizioni climatiche meno favorevoli di quelle registrate lo scorso inverno potrebbero inoltre aumentare significativamente la domanda per

Figura 2



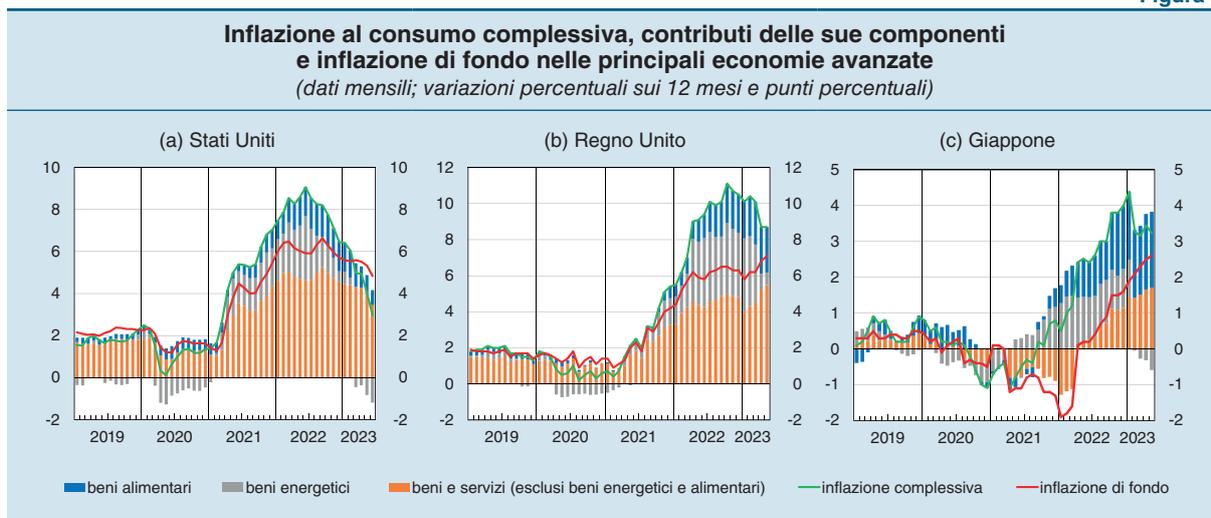
Fonte: per i prezzi di petrolio e gas naturale, Refinitiv; per le materie prime non energetiche, Standard & Poor's.  
(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a giugno 2023. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 7 luglio 2023. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF, nei Paesi Bassi. – (4) Euro per megawattora. Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra. – (5) Indici: gennaio 2020=100.

riscaldamento. La debolezza ciclica globale ha contribuito a un calo significativo anche delle quotazioni dei metalli industriali e delle materie prime agricole (tornate sui valori precedenti lo scoppio del conflitto in Ucraina; fig. 2.c). Alla riduzione dei prezzi di queste ultime ha contribuito in maggior misura la proroga di due mesi dell'accordo tra Russia e Ucraina per consentire l'esportazione del grano dai porti ucraini; rischi di rialzo delle quotazioni potrebbero manifestarsi in caso di mancato rinnovo dell'accordo che scadrà alla metà di luglio.

**Negli Stati Uniti e nel Regno Unito si riduce l'inflazione, ma quella di fondo rimane elevata...**

Nel secondo trimestre l'inflazione al consumo è diminuita ancora negli Stati Uniti, collocandosi al 3 per cento, principalmente per effetto del calo dei prezzi dei prodotti energetici (fig. 3.a); la flessione della componente di fondo è stata più contenuta (cfr. il riquadro: *L'incidenza degli shock energetici sull'inflazione di fondo negli Stati Uniti e un confronto con l'area dell'euro*). In aprile l'inflazione al consumo

Figura 3



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

è scesa anche nel Regno Unito, all'8,7 per cento, stabilizzandosi sullo stesso livello anche in maggio, nonostante quella di fondo abbia segnato un significativo incremento (fig. 3.b). In Giappone si è arrestata la flessione dell'inflazione al consumo (al 3,2 per cento in maggio), principalmente per effetto del rincaro dei beni alimentari (fig. 3.c).

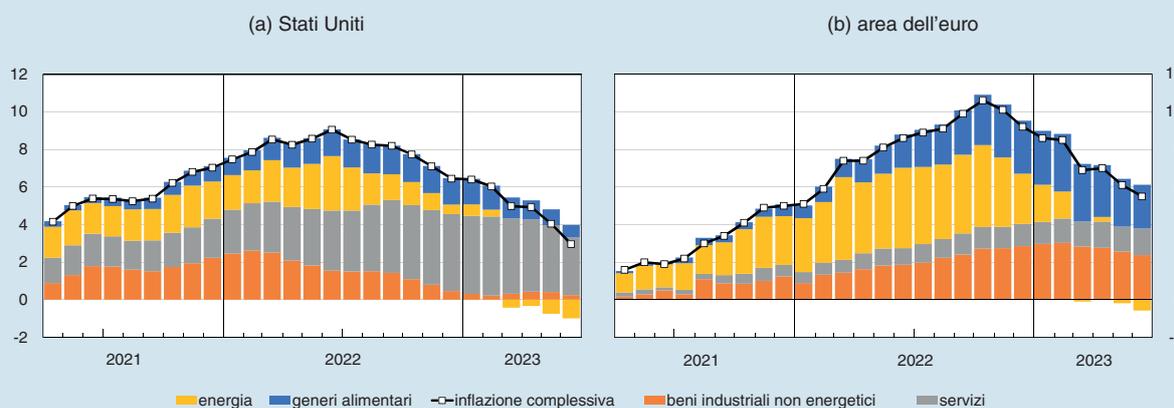
## L'INCIDENZA DEGLI SHOCK ENERGETICI SULL'INFLAZIONE DI FONDO NEGLI STATI UNITI E UN CONFRONTO CON L'AREA DELL'EURO

Dalla seconda metà del 2022 l'inflazione negli Stati Uniti, misurata sulla base dell'indice dei prezzi al consumo, è scesa di circa 6 punti percentuali (dal 9,1 per cento di giugno 2022 al 3 in giugno 2023); l'andamento è stato simile nell'area dell'euro (dal 10,6 per cento di ottobre 2022 al 5,5 in giugno 2023), dove la dinamica dei prezzi ha seguito quella degli Stati Uniti con alcuni mesi di ritardo. In entrambe le economie la riduzione dell'inflazione è stata trainata dalla forte decelerazione su base tendenziale dei prezzi dei prodotti energetici (figura A, barre gialle). L'area dell'euro ne sta beneficiando in particolar modo, avendo risentito dei precedenti rincari in misura maggiore rispetto agli Stati Uniti, soprattutto per quanto riguarda il gas<sup>1</sup>. Inoltre negli Stati Uniti il calo dell'inflazione complessiva ha fortemente beneficiato del rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici a seguito dell'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, che avevano sospinto in modo marcato l'inflazione per effetto dei contemporanei stimoli fiscali (figura A, barre arancioni).

Nonostante l'inflazione sia scesa sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, la dinamica delle componenti di fondo si sta rivelando particolarmente persistente<sup>2</sup>. Questo fenomeno riflette anche il ruolo dei ritardi nella propagazione dell'andamento nei prezzi dei prodotti energetici.

Figura A

### Inflazione complessiva e contributi delle sue maggiori componenti (variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Refinitiv e US Bureau of Labor Statistics.

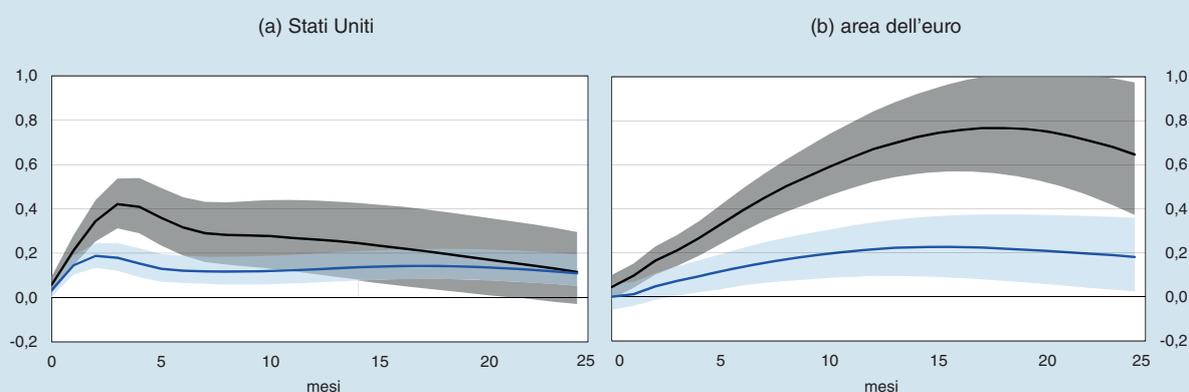
<sup>1</sup> Tra l'inizio del 2021 e l'estate del 2022 i prezzi del gas sono infatti cresciuti di circa 17 volte in Europa, di quasi 4 negli Stati Uniti.

<sup>2</sup> L'inflazione di fondo è stata sostenuta dall'accelerazione dei prezzi dei servizi, alla quale nell'area dell'euro si è aggiunta quella dei prezzi dei beni industriali non energetici (che si è arrestata solo a partire da marzo).

Un'analisi econometrica sulla trasmissione all'inflazione di fondo di uno shock ai prezzi dell'energia consente di valutare il meccanismo di propagazione nelle due aree prima e dopo la recente crisi energetica<sup>3</sup>. I risultati mostrano che nel periodo 2002-2020 uno shock una tantum del 10 per cento ai prezzi dell'energia ha un impatto di lieve entità sulla componente di fondo dell'inflazione sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (circa 0,15 punti percentuali; figura B, aree azzurre)<sup>4</sup>. Estendendo il periodo di stima fino a maggio del 2023, la reazione della componente di fondo allo stesso shock è nettamente più marcata, in particolare nell'area dell'euro, dove la risposta risulta più elevata fino a circa 4 volte, a quasi 0,8 punti percentuali (rispetto a 0,4 negli Stati Uniti; figura B, aree grigie)<sup>5</sup>. Ciò suggerisce che l'eccezionale ampiezza dei rincari energetici avrebbe indotto revisioni anche dei prezzi dei beni e dei servizi che rientrano nella componente di fondo più frequenti nell'area dell'euro<sup>6</sup>.

**Figura B**

**Funzioni di risposta all'impulso dell'inflazione di fondo a seguito di uno shock ai prezzi dell'energia (1)**  
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Refinitiv e US Bureau of Labor Statistics.

(1) Risposta mese per mese dell'inflazione di fondo a uno shock standardizzato in modo tale che la risposta all'impatto della componente energia dell'inflazione al consumo sia pari a 10 punti percentuali. Le linee nere rappresentano le funzioni di risposta all'impulso mediane utilizzando l'intero campione (fino a maggio 2023), mentre quelle blu rappresentano le risposte ottenute stimando il modello econometrico (modello vettoriale autoregressivo) su dati fino a dicembre 2020. Le aree ombreggiate rappresentano l'intervallo di credibilità al 68 per cento delle stime.

<sup>3</sup> Le stime si basano su un modello econometrico elaborato per l'area dell'euro e opportunamente adattato per gli Stati Uniti (cfr. F. Corsello e A. Tagliabracci, *Assessing the pass-through of energy prices to inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 745, 2023).

<sup>4</sup> Per evitare distorsioni nel confronto, per gli Stati Uniti si considera l'inflazione di fondo al netto dei servizi abitativi, che hanno un peso molto elevato solo nell'indice statunitense (circa il 40 per cento, contro l'8 nell'area). Il Presidente della Federal Reserve ha spesso fatto riferimento a questa misura dell'inflazione di fondo per gli Stati Uniti come variabile chiave per anticipare l'evoluzione dell'inflazione complessiva (cfr. J. Powell, *Inflation and the labour market*, Washington D.C., 30 novembre 2022).

<sup>5</sup> Evidenze simili per l'area dell'euro sono presentate in S. Neri, F. Buseti, C. Conflitti, F. Corsello, D. Delle Monache e A. Tagliabracci, *Energy price shocks and inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> Evidenze a supporto di questa ipotesi emergono da un lavoro presentato all'ECB Forum on Central Banking nello scorso mese di giugno (A. Cavallo, F. Lippi e K. Miyahara, *Inflation and misallocation in New Keynesian models*, Sintra, 27 giugno 2023).

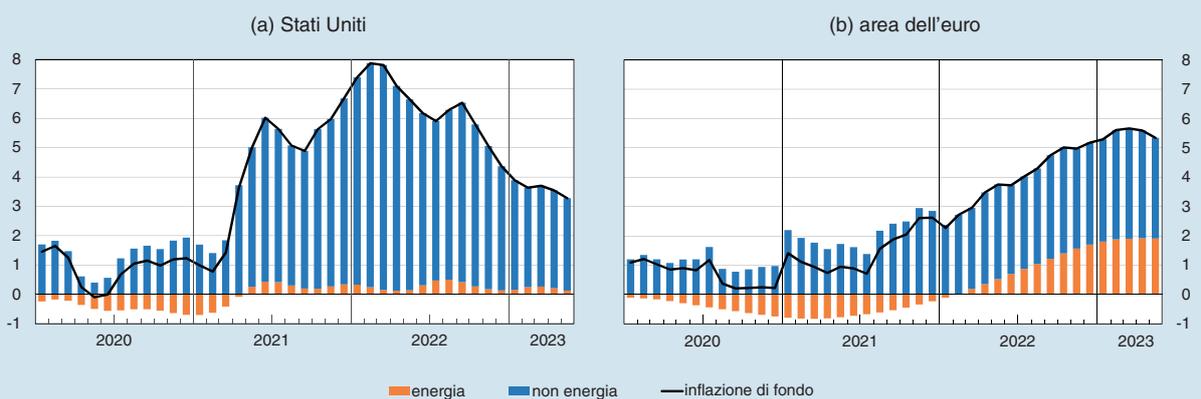
Le stime rivelano inoltre tempi di propagazione dello shock ai prezzi dell'energia sull'inflazione di fondo più lunghi nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti sia prima sia dopo la recente crisi energetica (con un massimo di circa 20 mesi, a fronte di 5; figura B)<sup>7</sup>.

Nell'area dell'euro la maggiore reazione delle componenti di fondo in risposta allo shock energetico, unita ai tempi più ampi di propagazione di quest'ultimo, è pertanto alla base della lenta decelerazione dei prezzi di tali componenti<sup>8</sup>. Per contro, negli Stati Uniti, dove la trasmissione dei rincari energetici all'inflazione di fondo è stata trascurabile, la persistenza sarebbe da ricondursi principalmente alla componente dei servizi.

I risultati dell'analisi mostrano infine che nel primo trimestre del 2023 oltre un terzo dell'inflazione di fondo dell'area dell'euro (quasi 2 punti percentuali) era ascrivibile agli shock energetici, rispetto a una quota marginale negli Stati Uniti (figura C). Sulla base di queste stime, la normalizzazione dei prezzi dell'energia osservata dall'inizio di quest'anno dovrebbe costituire un fattore rilevante per la riduzione dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro, mentre inciderebbe in misura più contenuta su quella negli Stati Uniti.

**Figura C**

**Scomposizione storica dell'inflazione di fondo (1)**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Refinitiv e US Bureau of Labor Statistics.

(1) Le barre arancioni mostrano il contributo degli shock ai prezzi dell'energia, quelle blu rappresentano il contributo delle altre variabili incluse nel modello econometrico.

<sup>7</sup> Un recente lavoro di ricerca segnala tempi di trasmissione più lunghi in presenza di uno shock al prezzo del gas rispetto a quello del petrolio (cfr. P. Alessandri e A. Gazzani, *Natural gas and the macroeconomy: not all energy shocks are alike*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione). Tali evidenze empiriche sono coerenti con quanto osservato nell'area dell'euro in considerazione dell'eccezionale aumento del prezzo del gas in Europa.

<sup>8</sup> L'evidenza empirica è coerente con la maggiore persistenza dell'inflazione osservata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti (cfr. E. Gautier et al., *New facts on consumer price rigidity in the euro area*, European Central Bank Working Paper Series, 2669, 2022, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 1375, 2022).

**... e prosegue  
la restrizione  
monetaria**

In maggio la Federal Reserve ha aumentato di 25 punti base il tasso di riferimento, portando l'intervallo obiettivo sui federal funds tra il 5 e il 5,25 per cento, mentre nella riunione di giugno ha deciso di lasciare i tassi invariati, pur segnalando la possibilità di decidere ulteriori incrementi nei prossimi mesi. Nelle riunioni di maggio e di giugno, in risposta alla maggiore persistenza dell'inflazione, la Bank of England ha innalzato rispettivamente di 25 e di 50 punti base il tasso di riferimento, portandolo al 5 per cento. Nello stesso

periodo la Banca del Giappone ha invece mantenuto invariati sia il tasso ufficiale sia la strategia di controllo della curva dei rendimenti, che limita l'intervallo di variazione dei tassi sui titoli decennali fra -0,5 e 0,5 per cento. La Banca centrale cinese ha abbassato il tasso di riferimento sui prestiti a medio termine alle istituzioni finanziarie con l'obiettivo di sostenere la crescita economica.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

*L'area dell'euro attraversa una fase di debolezza ciclica che riflette l'impatto dell'alta inflazione e condizioni di finanziamento più restrittive. Nel primo trimestre dell'anno in corso l'area ha registrato una lieve contrazione del prodotto, come alla fine del 2022; secondo nostre valutazioni, il PIL è rimasto pressoché invariato in primavera, quando la flessione dell'attività manifatturiera ha bilanciato la ripresa nei servizi. L'inflazione al consumo ha continuato a scendere, risentendo del calo della componente energetica; quella di fondo resta su valori elevati. Tra maggio e giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha complessivamente aumentato di 50 punti base i tassi di riferimento e ha stabilito di porre fine ai reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie a partire dal mese di luglio; quelli del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica proseguiranno invece con flessibilità almeno sino alla fine del 2024.*

**Il PIL dell'area è diminuito di poco nel primo trimestre...**

Nei primi tre mesi dell'anno la crescita del prodotto nell'area dell'euro è stata lievemente negativa

per il secondo trimestre consecutivo (-0,1 per cento; tav. 2), riflettendo la debolezza della domanda interna. La spesa delle famiglie è scesa, mentre gli investimenti sono tornati a salire, sospinti da quelli in costruzioni. Gli occupati hanno continuato ad aumentare, soprattutto nelle costruzioni e nei servizi; il numero medio di ore per lavoratore è rimasto tuttavia inferiore a quello del 2019. La domanda estera netta ha contribuito positivamente alla dinamica del prodotto per 0,7 punti percentuali, a causa del calo delle importazioni e della sostanziale stabilità delle esportazioni. Dal lato dell'offerta, la flessione dell'attività economica si è concentrata nella manifattura, che continua a risentire della debolezza del ciclo industriale globale; il valore aggiunto è invece tornato a espandersi nei servizi e molto più marcatamente nelle costruzioni. Nel primo trimestre il PIL è cresciuto in Francia e, in misura più forte, in Italia e in Spagna, mentre è diminuito, per il secondo trimestre consecutivo, in Germania (-0,3 per cento, da -0,5 nel precedente).

**... e avrebbe ristagnato in primavera**

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che la crescita sia stata pressoché nulla nel secondo trimestre: la debolezza dell'attività manifatturiera si è accentuata, mentre è proseguito l'impulso positivo dei servizi – soprattutto di quelli turistici – nei quali tuttavia stanno aumentando le difficoltà a reperire forza lavoro. Nel bimestre aprile-maggio la produzione industriale è diminuita (dell'1,4 per cento) rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno. Nel trimestre primaverile l'indice PMI manifatturiero si è collocato al di sotto della soglia compatibile con un'espansione; quello relativo ai servizi ha invece continuato a salire, segnalando un ulteriore recupero del comparto, che tuttavia ha perso slancio in giugno. Nello stesso mese l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto al netto delle componenti

**Tavola 2**

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

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

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

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

più erratiche, è ulteriormente sceso (fig. 4). Segnali più positivi provengono invece dal lato dei consumatori: la fiducia rilevata dalle indagini della Commissione europea è migliorata, sospinta principalmente da valutazioni più favorevoli sulla situazione economica generale e da migliori attese su quella personale.

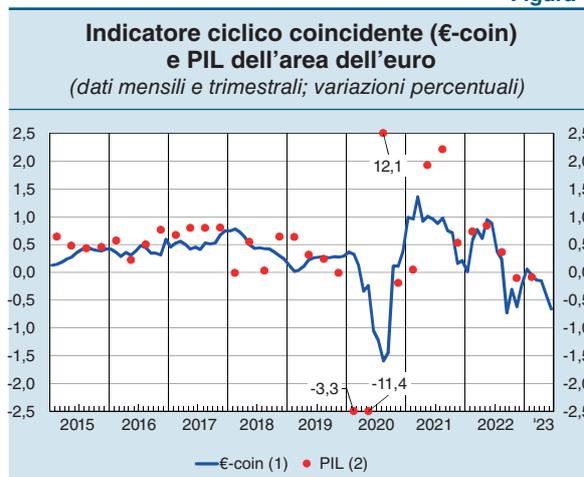
### Le stime di crescita del PIL sono state riviste al ribasso

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in giugno<sup>1</sup>, il prodotto rallenterà allo 0,9 per cento nel 2023 (dal 3,5 dello scorso anno), per accelerare all'1,5 per cento nel 2024 e all'1,6 nel 2025. Rispetto allo scenario dello scorso marzo le stime sono state riviste al ribasso di un decimo di punto per il 2023 e il 2024, principalmente per effetto del marcato irrigidimento delle condizioni di finanziamento per famiglie e imprese.

### L'inflazione è scesa, ma quella di fondo resta elevata

In giugno l'inflazione al consumo si è portata al 5,5 per cento su base annua (fig. 5). I prezzi dei beni energetici si sono ridotti nel confronto con l'anno precedente, riflettendo la normalizzazione delle quotazioni all'ingrosso. Permangono tuttavia gli effetti indiretti dei rincari dell'energia degli scorsi mesi sui listini dei servizi e degli altri beni, in particolare dei prodotti alimentari (cresciuti dell'11,7 per cento)<sup>2</sup>. La dinamica dei prezzi delle componenti volatili resta molto eterogenea fra i paesi, più elevata in Italia e in Germania rispetto alla media dell'area, riflettendo le diverse strutture di mercato e i differenti meccanismi di fissazione dei prezzi. La componente di fondo persiste su livelli alti (al 5,4 per cento in giugno), anche a causa di effetti temporanei sulla componente dei servizi<sup>3</sup>; l'inflazione dei beni non alimentari e non energetici ha invece continuato a diminuire dal picco raggiunto in febbraio.

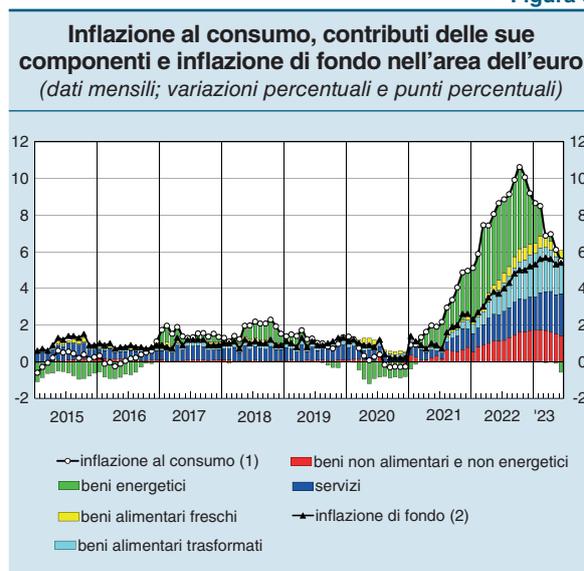
Figura 4



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

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

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, giugno 2023.

<sup>2</sup> Per approfondimenti sulla reattività dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi alla dinamica di quelli energetici, cfr. il riquadro: *La trasmissione dei rincari energetici all'inflazione al consumo in Italia e nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 1, 2023.

<sup>3</sup> In giugno l'inflazione dei servizi nell'area è stata sospinta da quella in Germania (salita dal 4,4 al 6,1 per cento), che fino ad agosto del 2023 rifletterà un effetto base al rialzo connesso con l'iniziativa governativa adottata per calmierare i prezzi dei servizi di trasporto pubblico, il cosiddetto *9-Euro-Ticket*, in vigore tra giugno e agosto dello scorso anno. In assenza di questo effetto l'inflazione di fondo dell'area avrebbe continuato a scendere in giugno.

**La dinamica dei salari si rafforza, ma rimane più contenuta rispetto a quella dei prezzi**

Nel primo trimestre le retribuzioni orarie di fatto nella media dell'area hanno accelerato (al 5,1 per cento su base annua, dal 4,5 nel periodo precedente); il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato in misura marcata, anche a seguito del calo della produttività oraria. Anche la dinamica delle retribuzioni contrattuali si è intensificata (al 4,3 per cento, dal 3,1)<sup>4</sup>. Nei prossimi mesi pressioni al rialzo potrebbero provenire dai rinnovi contrattuali previsti in alcuni paesi; tuttavia i rischi di una rincorsa tra salari e prezzi rimangono contenuti, anche per la scarsa diffusione di clausole di indicizzazione che, nel complesso dell'area, riguardano meno di un quinto del monte salari (cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2022).

Le pressioni all'origine diverse dal costo del lavoro si sono ulteriormente allentate: in maggio i prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno sono scesi rispetto all'anno precedente, per la prima volta da gennaio 2021 (-1,5 per cento sui dodici mesi).

**Le proiezioni di inflazione sono state riviste marginalmente al rialzo**

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in giugno, la dinamica dei prezzi nell'area si ridurrà al 5,4 per cento nella media dell'anno in corso, al 3,0 nel 2024 e al 2,2 nel 2025. Nel confronto con lo scorso marzo, tali proiezioni risultano di un decimo più alte in tutti e tre gli anni dell'orizzonte previsivo, a causa di una revisione al rialzo della dinamica salariale che si riflette sull'inflazione di fondo. Quest'ultima si collocherebbe al 5,1 per cento nel 2023, per poi scendere al 3,0 nel 2024 e al 2,3 nel 2025.

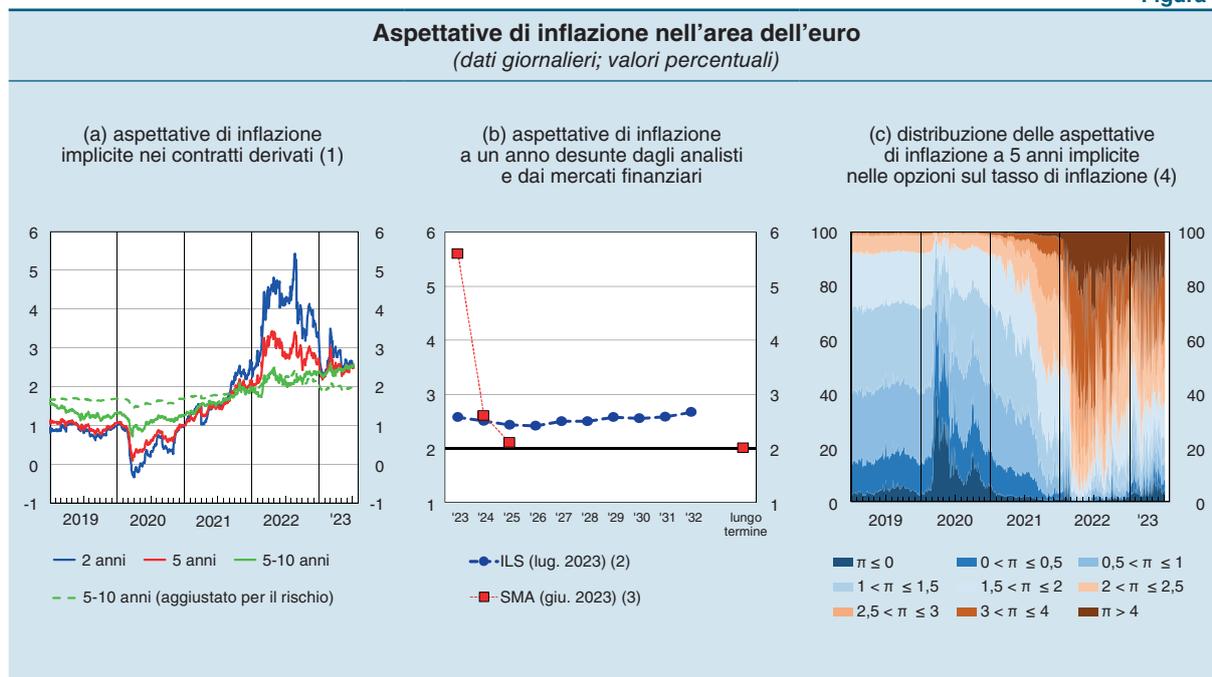
**Le imprese e le famiglie continuano a rivedere al ribasso le attese di inflazione...**

In base alle indagini della Commissione europea, nel secondo trimestre si sono attenuati gli aumenti medi che le imprese prevedono di apportare ai propri listini nei tre mesi seguenti. Nello stesso periodo sono ulteriormente diminuite le attese delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo nei successivi dodici mesi. Segnali analoghi emergono dalla *Consumer Expectations Survey* della BCE condotta in maggio: dall'inizio dell'anno la mediana delle aspettative delle famiglie sull'inflazione a tre anni è scesa al 2,5 per cento, circa mezzo punto percentuale in meno del valore raggiunto nella seconda metà del 2022.

**... e quelle a lungo termine desunte dai mercati finanziari sono ancorate all'obiettivo del 2 per cento**

Tra la fine di marzo e l'inizio di luglio i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS), una misura delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro desunta dai mercati finanziari, sono diminuiti sia sull'orizzonte a due anni, sia su quello a cinque anni (entrambi al 2,5 per cento dal 3,0 e 2,6, rispettivamente; fig. 6.a). Sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti i rendimenti degli ILS sono lievemente aumentati, portandosi al 2,6 per cento; tuttavia, valutati al netto delle stime del premio per il rischio di inflazione, sono rimasti intorno al 2 per cento, in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Gli operatori intervistati nella *Survey of Monetary Analysts* (SMA), condotta dalla BCE tra il 30 maggio e il 1° giugno, si attendono che l'inflazione torni su valori prossimi al 2 per cento a inizio 2025 (fig. 6.b). Nelle loro valutazioni, la probabilità che l'inflazione di lungo periodo risulti maggiore del 2,5 per cento è rimasta stabile al 17 per cento. Considerando infine la distribuzione dei prezzi delle opzioni scambiate sui mercati finanziari, la probabilità che l'inflazione risulti compresa tra l'1,5 e il 2,5 per cento in media nei prossimi cinque anni è lievemente diminuita (al 25 per cento, dal 29), mentre è marginalmente salita quella di una dinamica dei prezzi superiore al 2,5 per cento (al 50 per cento, dal 48; fig. 6.c).

<sup>4</sup> Questo dato include i pagamenti *in kind* che, per la loro natura temporanea, sostengono il reddito dei lavoratori senza incidere direttamente sulle tendenze di medio periodo del costo del lavoro.



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti ILS con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. La serie a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti aggiustata per il rischio di inflazione è stata calcolata utilizzando il modello in S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022. – (2) Tassi di inflazione attesi a un anno impliciti negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati nell'ambito della SMA condotta dalla BCE tra il 30 maggio e il 1° giugno 2023. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa ( $\pi$ ) 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.

### La BCE prosegue nella restrizione delle condizioni monetarie

Il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato di 0,25 punti percentuali i tassi di interesse ufficiali sia nella

riunione di maggio sia in quella di giugno, portando a 4,0 punti l'incremento complessivo da luglio dello scorso anno; il tasso sui depositi delle banche presso l'Eurosistema si colloca pertanto al 3,5 per cento (fig. 7). In giugno il Consiglio ha valutato che gli aumenti dei tassi degli ultimi mesi si stanno trasmettendo con vigore alle condizioni monetarie e di finanziamento, frenando in misura crescente la domanda aggregata. Ha inoltre indicato che le decisioni sui tassi ufficiali continueranno a essere prese, volta per volta, sulla base dei dati economici e finanziari che si renderanno via via disponibili (tenendo conto delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità nella trasmissione della politica monetaria), in modo da conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo di medio termine del 2 per cento.



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 viene riportato il tasso pre-€STR.

Tra marzo e giugno il portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) si è ridotto in media di 15 miliardi di euro al mese, per effetto del reinvestimento parziale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza; nella sua ultima riunione il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine a tali reinvestimenti a partire da luglio del 2023. Il Consiglio ha confermato che il pieno reinvestimento del 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), proseguirà invece almeno sino alla fine del 2024 e continuerà a essere condotto in maniera flessibile.

In giugno è scaduta parte dei finanziamenti erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3); contestualmente le banche hanno effettuato rimborsi volontari. Il totale dei fondi ancora detenuto dal sistema bancario è sceso a 592 miliardi di euro (da 1.098) per l'area e a 172 (da 318) per l'Italia.

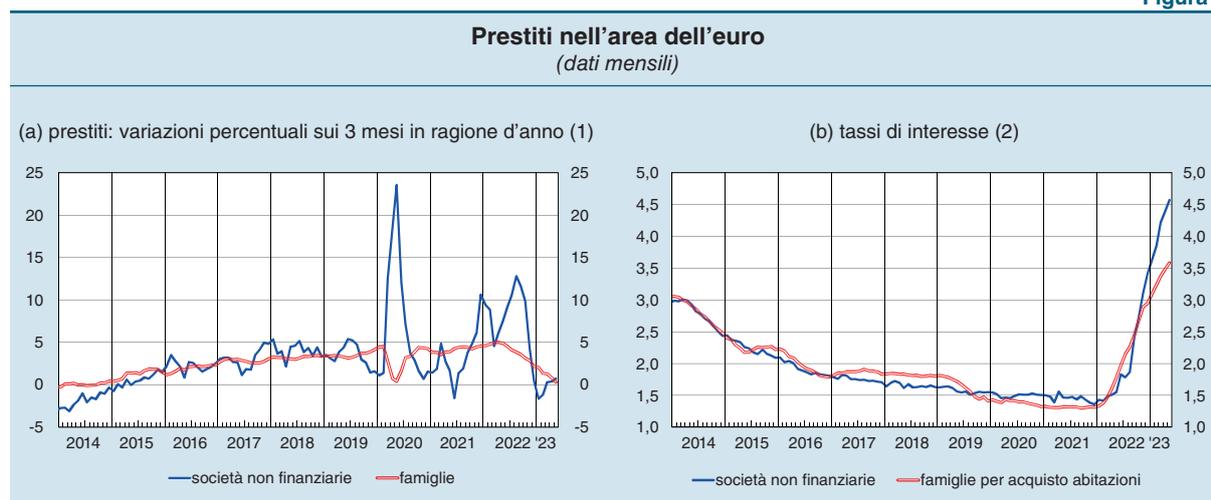
**La dinamica del credito rimane debole e i costi di finanziamento continuano ad aumentare**

In maggio la variazione dei prestiti bancari alle società non finanziarie, valutata sui tre mesi, in ragione d'anno e al netto della stagionalità, è stata pari a 0,7 per cento nel complesso dell'area dell'euro (da -1,2 in febbraio; fig. 8.a). Il netto indebolimento che si protrae dalla fine del 2022 ha continuato a risentire del rialzo dei tassi di interesse, della minore domanda di finanziamenti per finalità di investimento e dell'ulteriore inasprimento delle condizioni di finanziamento.

Il credito è tornato a crescere in Germania, è diminuito in Italia e in Spagna, mentre ha ulteriormente decelerato in Francia. È proseguito il rallentamento dei prestiti alle famiglie nell'area, in atto da oltre un anno; il tasso di crescita sui tre mesi osservato nel maggio di quest'anno si collocava su valori storicamente bassi (0,3 per cento, da 1,3 in febbraio).

Il costo dei finanziamenti alle imprese e alle famiglie è in costante aumento dalla prima metà del 2022, riflettendo l'avvio della normalizzazione della politica monetaria e, da luglio dello scorso anno, anche il rialzo dei tassi ufficiali. Tra febbraio e maggio il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie dell'area è salito di circa 70 punti base, al 4,6 per cento; quello sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni di 30, al 3,6 per cento (fig. 8.b).

**Figura 8**



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, 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.

**Quattordici paesi hanno presentato una richiesta di modifica del proprio piano nazionale di ripresa e resilienza**

Finora quattordici paesi hanno presentato una richiesta di modifica del proprio piano nazionale di ripresa e resilienza, e dieci di essi hanno incluso un nuovo capitolo di misure per accedere ai fondi del programma europeo per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e per accelerare la transizione verde (*REPowerEU*)<sup>5</sup>. Nell'anno in corso la Commissione europea ha erogato circa 15 miliardi di euro (quasi 13 di sovvenzioni e 2 di prestiti)<sup>6</sup> nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (oltre 150 miliardi dall'avvio del programma). Le erogazioni sono effettuate a fronte della valutazione positiva da parte della Commissione sul raggiungimento di traguardi e obiettivi contenuti nei piani nazionali. Per l'Italia è in corso un supplemento di indagine per alcuni progetti relativi alla terza rata (19 miliardi; cfr. il par. 2.9).

Nei primi sei mesi del 2023 la Commissione si è indebitata emettendo titoli per oltre 100 miliardi<sup>7</sup>. Il rendimento medio all'emissione per i titoli con durata fino a sei mesi è aumentato da valori pressoché nulli lo scorso anno a quasi il 2,9 per cento a giugno; quello per i titoli con durata fra tre e trent'anni è pari al 3,2 per cento. Dall'avvio del programma *Next Generation EU* (NGEU) la Commissione si è indebitata complessivamente per quasi 360 miliardi.

**La Commissione raccomanda agli Stati membri una politica di bilancio prudente**

Lo scorso maggio la Commissione europea ha confermato che la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita verrà disattivata alla fine dell'anno in corso<sup>8</sup>. Muovendosi verso il nuovo quadro normativo di regole fiscali proposto il 26 aprile, la Commissione ha formulato raccomandazioni specifiche agli Stati membri anche in termini di contenimento della spesa primaria netta<sup>9</sup>. La Commissione ha invitato i paesi a portare nel medio termine il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL e raccomanda a quelli con alto debito di pianificare una riduzione continua e credibile dello stesso. Ha infine sollecitato tutti gli Stati membri a porre termine alle misure temporanee di contrasto al rincaro dei beni energetici e a utilizzare in maniera efficiente i fondi di NGEU.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

*Nel secondo trimestre le condizioni nei mercati finanziari internazionali si sono normalizzate, con l'esaurirsi delle tensioni indotte dai dissesti di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera. La volatilità dei rendimenti sui titoli di Stato statunitensi si è mantenuta elevata, benché sia di poco scesa dopo il raggiungimento dell'accordo per innalzare il limite al debito federale. Nell'area dell'euro i rendimenti sui titoli pubblici sono lievemente saliti mentre non si sono registrate variazioni significative dei corsi azionari. L'euro è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al dollaro.*

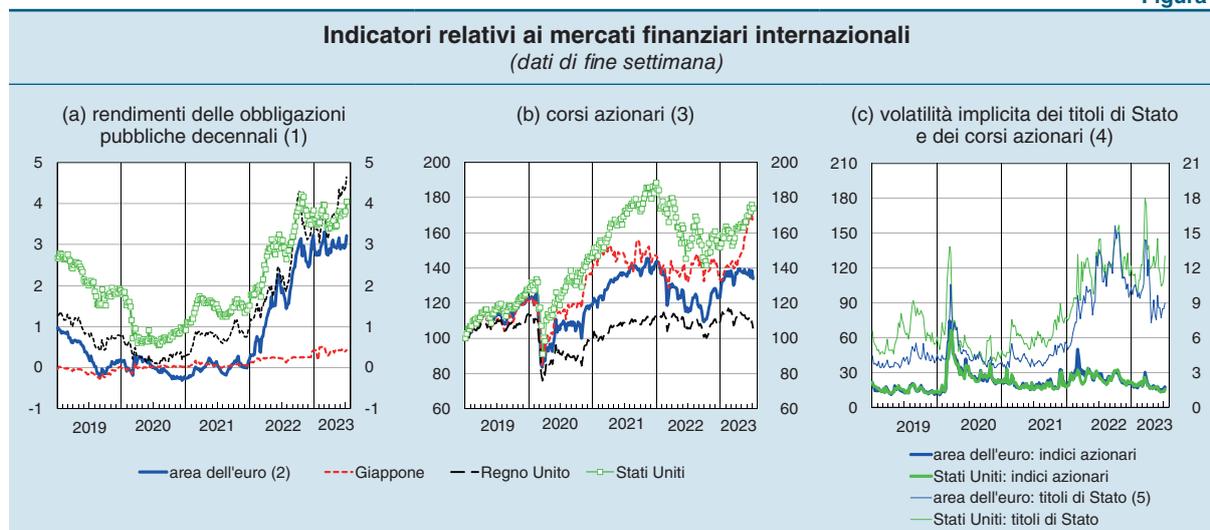
<sup>5</sup> Germania, Finlandia, Irlanda e Lussemburgo hanno richiesto di modificare i loro piani per circostanze oggettive e hanno ottenuto l'approvazione finale del Consiglio della UE. Danimarca, Estonia, Francia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Repubblica Ceca, Slovacchia e Spagna hanno richiesto di accedere a risorse aggiuntive attraverso il programma *REPowerEU* e la proposta di modifica dell'Estonia è stata definitivamente approvata.

<sup>6</sup> Nel secondo trimestre le erogazioni di maggiore importo hanno riguardato l'Austria e la Lituania. La Commissione ha valutato che la Lituania non ha conseguito in maniera adeguata due risultati relativi alla prima richiesta di pagamento, di conseguenza i fondi assegnati sono inferiori a quelli inizialmente richiesti.

<sup>7</sup> Di cui 10 destinati al sostegno all'Ucraina e la restante parte al finanziamento del programma NGEU.

<sup>8</sup> Per approfondimenti, cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* nella *Relazione annuale* sul 2022.

<sup>9</sup> La spesa primaria netta (che nelle raccomandazioni della Commissione è valutata in rapporto al PIL) è definita al netto: (a) degli interessi; (b) della componente ciclica connessa con le spese per la disoccupazione; (c) della spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata da fondi europei; (d) delle misure discrezionali riguardanti le entrate.



Fonte: Refinitiv.

(1) Valori percentuali. – (2) Per i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali: media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2022; il dato esclude Cipro, Croazia, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia. – (3) Indici: 1<sup>a</sup> settimana gen. 2019=100. 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. – (4) Punti percentuali. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti (indicatore MOVE). Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. – (5) Scala di destra.

**Sono rientrate le tensioni nei mercati finanziari internazionali**

Le tensioni sui mercati finanziari generate dal dissesto di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera nello scorso marzo sono state in gran parte riassorbite nel secondo trimestre. I rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine sono saliti lievemente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e più marcatamente nel Regno Unito, riflettendo la persistenza dell'inflazione di fondo e l'ulteriore stretta

monetaria. Si sono mantenuti sostanzialmente stazionari in Giappone (fig. 9.a). Nello stesso periodo i corsi azionari hanno subito un rialzo negli Stati Uniti – grazie a utili societari migliori delle attese, in particolare nel settore tecnologico – e in Giappone, dove sono stati sospinti dalla ripresa dell'attività economica e dai bassi tassi di interesse. I prezzi delle azioni sono invece rimasti stabili nell'area dell'euro e si sono lievemente ridotti nel Regno Unito (fig. 9.b). La volatilità implicita continua a mantenersi contenuta nei mercati azionari ed elevata in quelli dei titoli di Stato, per i quali pesa l'incertezza sull'orientamento futuro delle politiche monetarie (fig. 9.c). Inoltre negli Stati Uniti la volatilità dei titoli pubblici è stata alimentata anche dall'incertezza legata alle negoziazioni sul limite al debito federale; è poi scesa quando il Presidente e il Congresso hanno raggiunto un accordo<sup>10</sup>.

Figura 10



Fonte: BCE e Refinitiv.

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

<sup>10</sup> L'accordo, divenuto legge all'inizio di giugno, prevede una sospensione del limite sul debito federale fino a gennaio del 2025, consentendo al Tesoro statunitense di onorare tutti i propri obblighi. Ha inoltre introdotto vincoli all'incremento della spesa pubblica nel biennio 2024-25.

**Il tasso di cambio  
dell'euro  
rispetto al dollaro  
è rimasto invariato**

Tra marzo e giugno il tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro è rimasto sostanzialmente stabile, con oscillazioni contenute in corrispondenza degli annunci di politica monetaria da parte della Federal Reserve e della BCE. Anche le variazioni del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro contro le valute dei principali 41 partner commerciali dell'area sono rimaste limitate (fig. 10).

Lo yen ha continuato a indebolirsi rispetto all'euro e al dollaro, riflettendo la prosecuzione della politica monetaria accomodante della Banca del Giappone. Anche il renminbi si è deprezzato nei confronti dell'euro e del dollaro, per effetto della riduzione dei flussi di capitale stranieri nel mercato azionario cinese e di deflussi da quello obbligazionario.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

Nel primo trimestre il prodotto è tornato a crescere, sospinto dal recupero della spesa delle famiglie e dall'ulteriore espansione degli investimenti. Tuttavia in primavera il PIL sarebbe rimasto sostanzialmente stabile, risentendo del calo dell'attività manifatturiera e nonostante permanga l'impulso positivo dei servizi.

**L'espansione del prodotto nei primi mesi dell'anno è stata sostenuta dalla domanda interna**

Nei primi tre mesi del 2023 il PIL italiano è tornato a crescere (0,6 per cento rispetto al trimestre precedente; fig. 11 e tav. 3).

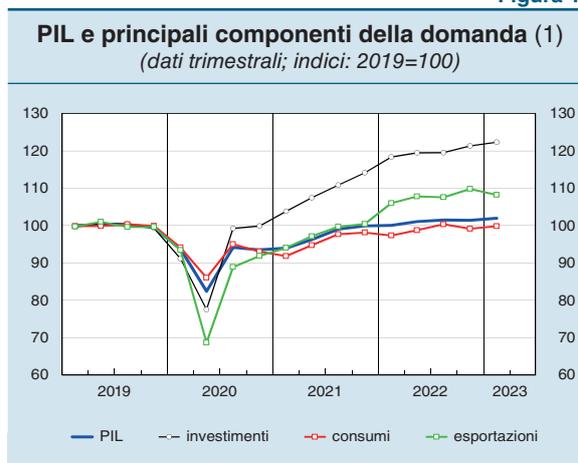
I consumi delle famiglie sono saliti, sospinti dal parziale recupero del reddito disponibile reale e da condizioni più favorevoli del mercato del lavoro. Gli investimenti totali – che hanno raggiunto livelli di oltre il 20 per cento superiori a quelli del 2019 – hanno continuato ad aumentare sia nella componente delle costruzioni sia in quella dei beni strumentali, anche se a un ritmo inferiore rispetto ai tre mesi precedenti. L'interscambio con l'estero ha fornito un contributo appena negativo, a causa di una flessione delle esportazioni più pronunciata di quella delle importazioni (cfr. il par. 2.4). Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è aumentato nei servizi e in misura più marcata nelle costruzioni, mentre nell'industria in senso stretto si è ridotto – seppure lievemente – per il terzo trimestre consecutivo.

**La ripresa si sarebbe pressoché interrotta in primavera, nonostante la spinta dei servizi**

Sulla base di nostre stime, nel secondo trimestre la crescita del prodotto si è sostanzialmente arrestata.

L'attività è stata sostenuta dai servizi (soprattutto quelli turistico-ricreativi); la produzione manifatturiera è invece diminuita, frenata in particolare dall'indebolimento del ciclo industriale globale. In attesa che lo stimolo derivante dal Piano

Figura 11



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 3

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

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

Fonte: Istat.

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

nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) si dispieghi pienamente, l'attività si sarebbe ridotta anche nel settore delle costruzioni, risentendo della graduale attenuazione degli effetti degli incentivi fiscali legati al Superbonus 110 per cento. Dal lato della domanda il PIL sarebbe stato sostenuto ancora dai consumi, soprattutto di servizi. Nella media del periodo l'indicatore Ita-coin si è collocato su valori nulli, confermando la fase di sostanziale stagnazione del prodotto al netto delle componenti più erratiche.

Secondo nostre valutazioni – basate su un insieme ancora limitato di dati – l'alluvione che ha colpito l'Emilia-Romagna in maggio, pur avendo conseguenze rilevanti sull'economia locale, non ha avuto un impatto significativo sulla crescita del prodotto dell'Italia nel complesso del secondo trimestre. La produzione manifatturiera delle zone interessate incide in misura contenuta su quella nazionale e il turismo potrebbe essersi in parte diretto verso altre destinazioni italiane; gli effetti sul settore agricolo potrebbero essere stati tuttavia più pronunciati (cfr. *L'economia dell'Emilia-Romagna. Rapporto annuale*, Banca d'Italia, Economie regionali, 8, 2023).

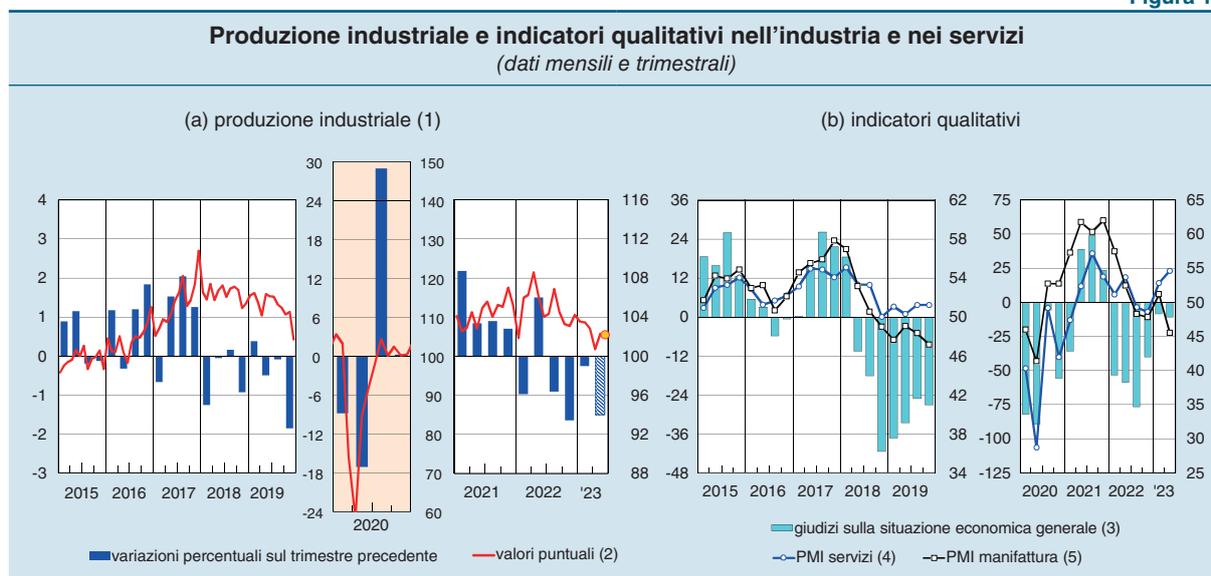
## 2.2 LE IMPRESE

*Il calo della produzione industriale è proseguito nel secondo trimestre. L'attività nel terziario ha continuato a espandersi, con maggiore intensità nel turismo. L'accumulazione di capitale ha perso slancio. Le prospettive del mercato immobiliare rimangono negative.*

**Nel secondo trimestre l'attività industriale sarebbe diminuita...**

La produzione industriale è scesa marcatamente nel bimestre aprile-maggio rispetto ai livelli medi del primo trimestre (fig. 12.a); vi hanno inciso la protratta debolezza del ciclo manifatturiero globale – in particolare tedesco – e, benché con effetti in progressiva attenuazione, i passati rincari energetici e le residue carenze di input intermedi in alcuni comparti come la produzione di macchinari e

Figura 12



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per giugno 2023, l'istogramma a righe quella per il secondo trimestre. Per esigenze grafiche i dati relativi al 2020 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli altri anni. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100; scala di destra. – (3) Dati trimestrali. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 luglio 2023). – (4) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore dei servizi. Scala di destra. – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. Scala di destra.

attrezzature. Nostre analisi – che tengono conto dei dati ad alta frequenza relativi ai consumi elettrici e di gas e al traffico autostradale, nonché degli indicatori qualitativi più recenti – segnalano che nel complesso del secondo trimestre l'attività si sarebbe ridotta di circa 1,5 punti percentuali (da -0,3 nel primo), registrando il quarto calo consecutivo su base trimestrale.

**... come segnalato dagli indicatori qualitativi, che invece evidenziano un miglioramento nei servizi**

Nel secondo trimestre la fiducia delle imprese manifatturiere è peggiorata (fig. 12.b), risentendo, come nel resto dell'area, del progressivo esaurimento degli ordini arretrati e del calo della domanda, soprattutto interna. Nei servizi le imprese indicano invece un rafforzamento, in particolare per le attività connesse con il turismo: la fiducia del comparto è migliorata e il traffico aereo è tornato per la prima volta sui livelli del periodo corrispondente del 2019. Nel settore delle costruzioni emergono segnali sfavorevoli: in aprile l'attività si è ridotta e l'indice PMI si è collocato al di sotto della soglia

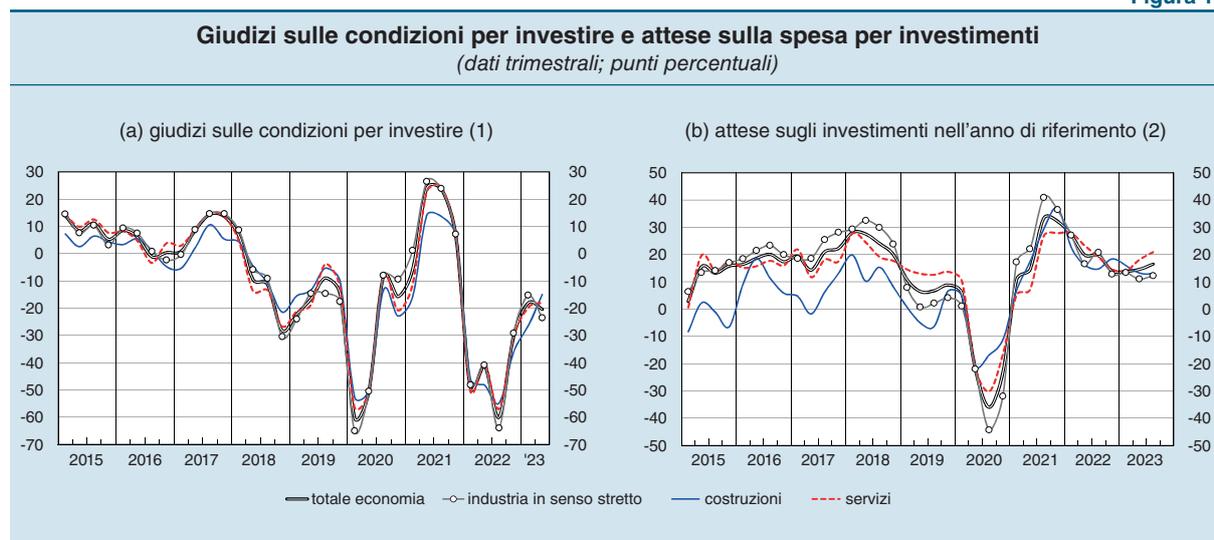
compatibile con un'espansione anche in maggio e giugno. Tuttavia, secondo le imprese di costruzione intervistate nell'ambito delle inchieste dell'Istat, le prospettive del settore si mantengono positive.

**L'accumulazione è frenata dal peggioramento delle attese sulla domanda e da condizioni di finanziamento più stringenti**

Nel primo trimestre gli investimenti fissi lordi hanno continuato a crescere, benché a un tasso più contenuto rispetto al periodo precedente (0,8 per cento, da 1,5). Hanno rallentato sia la spesa in costruzioni sia quella in beni strumentali, nonostante il forte recupero degli acquisti di mezzi di trasporto, che si sono riportati per la prima volta sui livelli precedenti lo scoppio della pandemia. I dati di fonte Associazione italiana leasing (Assilea) sul valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali e dei beni strumentali suggeriscono che l'accumulazione si sia arrestata nel bimestre

aprile-maggio. Le aziende intervistate fra maggio e giugno nelle indagini della Banca d'Italia restano pessimiste sulle condizioni per investire, soprattutto nell'industria, e segnalano un affievolimento dell'impulso proveniente dalla domanda; continuano tuttavia a prefigurare una modesta espansione della spesa nominale per investimenti nell'anno in corso (fig. 13), malgrado le maggiori difficoltà di accesso al credito (cfr. il par. 2.7).

Figura 13



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

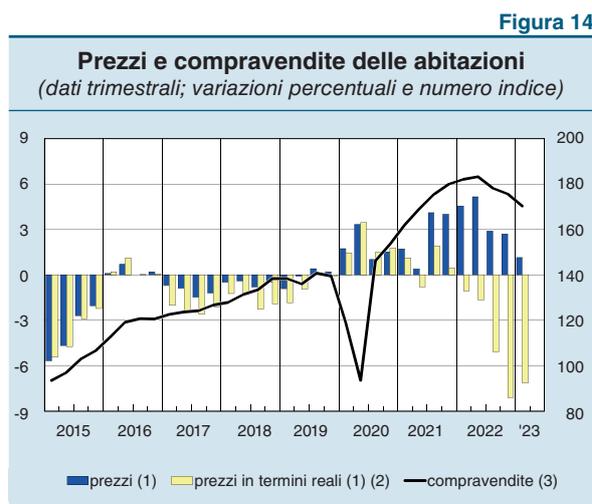
(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente. – (2) Saldi tra attese di aumento e di diminuzione rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

### Prosegue la flessione del debito in rapporto al prodotto

A fronte della crescita degli investimenti fissi lordi, nel primo trimestre di quest'anno sarebbe proseguita la tendenza delle imprese a finanziare l'espansione del capitale produttivo tramite attività liquide: le fonti di finanziamento interne hanno registrato una notevole diminuzione, in particolare nella componente dei depositi a vista, che tuttavia rimangono su livelli storicamente elevati. Nello stesso periodo il ricorso alle fonti di finanziamento esterne, rappresentate dal debito complessivo in termini nominali, è rimasto pressoché costante. Il debito delle imprese in percentuale del PIL è invece sceso di oltre un punto rispetto al trimestre precedente (al 67 per cento), principalmente per effetto dell'espansione del prodotto nominale. Questo rapporto continua a collocarsi molto al di sotto della media dell'area dell'euro (102,3 per cento).

### Il mercato immobiliare sta risentendo della stretta monetaria

Nel primo trimestre le compravendite di abitazioni sono nuovamente diminuite e i loro prezzi hanno ancora rallentato (all'1,1 per cento su base annua); si è tuttavia lievemente attenuata la flessione delle quotazioni in termini reali grazie alla minore inflazione al consumo (fig. 14). Le attese degli agenti immobiliari intervistati tra aprile e maggio nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* rimangono improntate al pessimismo, sebbene in misura di poco inferiore rispetto alla rilevazione precedente. Gli operatori prefigurano una riduzione della domanda di abitazioni, anche in connessione con le crescenti difficoltà nel reperimento dei mutui e con l'aumento dei relativi costi (cfr. il par. 2.7). Oltre il 60 per cento degli agenti continua ad attendersi prezzi di vendita stabili; per contro, i canoni di affitto correnti e attesi sono segnalati in forte rialzo. Le evidenze desunte dagli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it confermano un lieve rallentamento nella domanda di abitazioni nel bimestre aprile-maggio.



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

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

## 2.3 LE FAMIGLIE

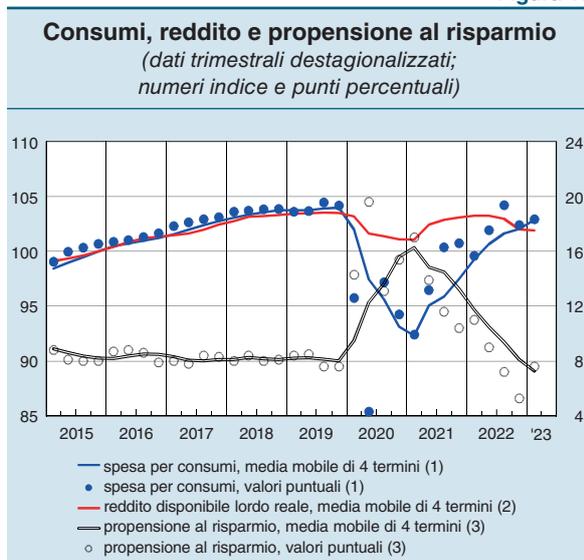
*I consumi sono tornati a crescere nei primi mesi dell'anno in corso, sospinti dall'aumento dell'occupazione. Per il secondo trimestre gli indicatori congiunturali segnalano un'ulteriore espansione della spesa, guidata in particolare dalle voci connesse con il turismo.*

### I consumi delle famiglie hanno ripreso a crescere nel primo trimestre...

Dopo essere scesi nello scorcio del 2022, i consumi delle famiglie sono tornati a espandersi nel primo trimestre di quest'anno (0,5 per cento rispetto al periodo precedente), grazie al miglioramento della fiducia e al buon andamento del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5); quest'ultimo, assieme a interventi espansivi sul sistema di imposte e trasferimenti, ha determinato un aumento del reddito disponibile delle famiglie<sup>1</sup>. Ne è conseguita, anche in seguito alla minore erosione dovuta all'inflazione, una stabilizzazione del potere d'acquisto delle

<sup>1</sup> Per approfondimenti cfr. il riquadro: *Le principali misure per le famiglie introdotte con la legge di bilancio per il 2023: effetti redistributivi e sugli incentivi monetari all'offerta di lavoro* del capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2022.

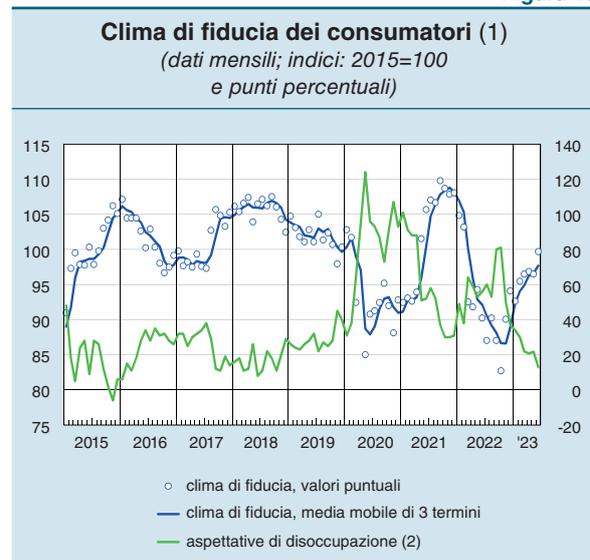
Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

famiglie (misurato dal reddito disponibile reale) dopo i cali registrati nella seconda parte dello scorso anno (fig. 15). La propensione al risparmio, che aveva continuato a scendere dall'inizio del 2021 – quando aveva raggiunto livelli particolarmente elevati – è tornata a salire, collocandosi sui valori della fine del 2019 (7,6 per cento).

**... e avrebbero continuato a espandersi in primavera**

Pur attenuandosi, l'espansione dei consumi delle famiglie sarebbe proseguita nel secondo trimestre. Nel bimestre aprile-maggio l'indicatore dei consumi di Confcommercio è rimasto pressoché stabile, segnalando un rialzo della spesa per servizi a fronte di un calo degli acquisti di beni; fra i primi, la crescita più forte riguarderebbe il comparto turistico, che deve ancora recuperare i livelli precedenti la pandemia.

Nella media del trimestre il clima di fiducia dei consumatori è salito, sospinto soprattutto dal miglioramento dei giudizi sulla situazione economica generale e delle attese sulla disoccupazione (fig. 16).

Nostre analisi suggeriscono che in prospettiva il sostegno ai consumi derivante dall'utilizzo del significativo ammontare di risorse finanziarie accumulate durante la crisi sanitaria sarà limitato (cfr. il riquadro: *Il risparmio delle famiglie italiane dopo la pandemia di Covid-19*).

## IL RISPARMIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE DOPO LA PANDEMIA DI COVID-19

La pandemia ha ridotto in maniera inattesa e drastica la spesa per consumi delle famiglie italiane, contribuendo al repentino rialzo della loro propensione al risparmio, tornata su livelli che non si registravano dalla fine degli anni novanta del Novecento, e al conseguente accumulo, in parte forzato, di ingenti risorse finanziarie. Con gli aumenti dei prezzi dei beni energetici iniziati nella seconda metà del 2021 e inaspriti dall'invasione russa dell'Ucraina, la propensione al risparmio è progressivamente diminuita, scendendo alla fine dello scorso anno al di sotto del livello precedente la pandemia.

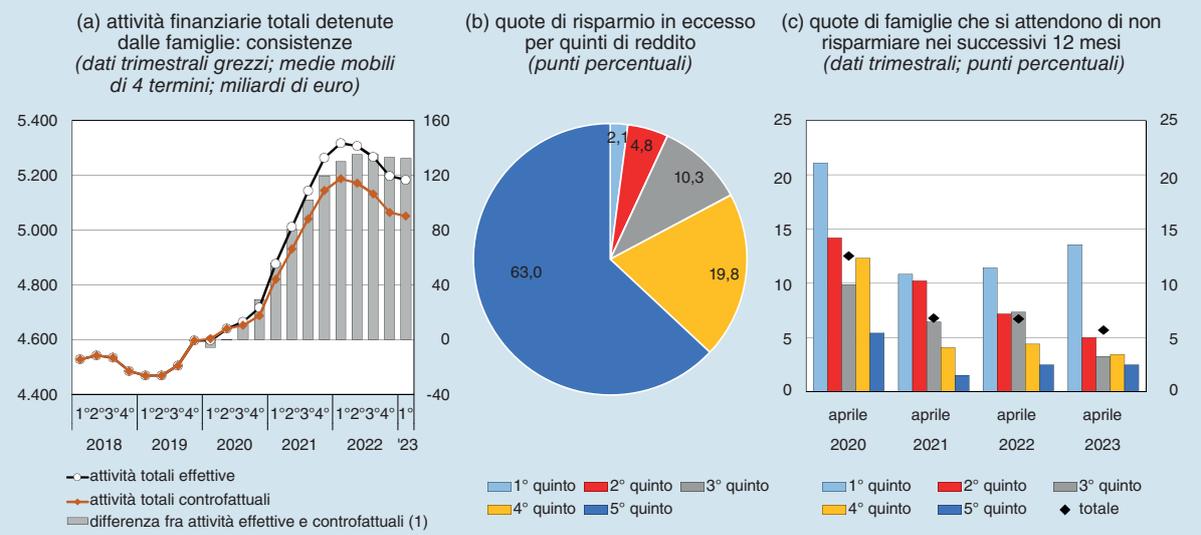
Dal 2020 le famiglie hanno accantonato più risorse di quanto sarebbe avvenuto in assenza dell'emergenza sanitaria. Nostre analisi<sup>1</sup> forniscono una quantificazione dell'entità di questo risparmio in eccesso e del conseguente incremento delle attività finanziarie delle famiglie.

Sulla base dei dati di contabilità nazionale inclusi i conti finanziari, il risparmio effettivo a livello aggregato viene confrontato con quello che si sarebbe realizzato se la propensione al risparmio non fosse aumentata durante la pandemia, rimanendo pari alla media del quinquennio 2015-19 (intorno al 10 per cento). La differenza fra il risparmio simulato in questo scenario e quello effettivo rappresenta una stima del risparmio in eccesso. Quest'ultimo avrebbe raggiunto il massimo nella primavera del 2022 per poi ridursi lievemente; all'inizio di quest'anno sarebbe stato di circa 130 miliardi di euro, oltre il 2 per cento del totale degli attivi finanziari delle famiglie italiane (figura, pannello a)<sup>2</sup>. Utilizzando le informazioni sulla distribuzione del reddito e della ricchezza finanziaria raccolte con l'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* della Banca d'Italia e ipotizzando una propensione al risparmio per ciascun quinto di reddito uguale a quella del 2016 (anno dell'ultima indagine prima dello scoppio della crisi sanitaria), emerge che ai nuclei più abbienti (ultimo quinto) sarebbe riconducibile circa il 60 per cento dell'intero eccesso di risparmio alla fine del 2020 (figura, pannello b). Tuttavia anche le famiglie meno benestanti (primo quinto), che tradizionalmente hanno difficoltà a risparmiare, avrebbero accumulato risparmi superiori al normale<sup>3</sup>.

Il lieve calo dello stock di attività finanziarie in eccesso – in corso dalla metà dello scorso anno – suggerisce che queste risorse stiano contribuendo solo in misura limitata alla ripresa dei consumi.

Figura

### Attività finanziarie e risparmio delle famiglie italiane



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e Istat.  
(1) Scala di destra.

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. A. Colabella, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *Post-pandemic dynamics of Italian households' savings*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> Assumendo invece, coerentemente con l'ipotesi teorica di una maggiore stabilità dei consumi (*consumption smoothing*), una riduzione della spesa delle famiglie inferiore a quella del reddito disponibile – con il conseguente calo della propensione al risparmio di 1,5 punti nel periodo 2020-22 rispetto ai valori medi del quinquennio pre-pandemico – il risparmio in eccesso avrebbe superato 200 miliardi.

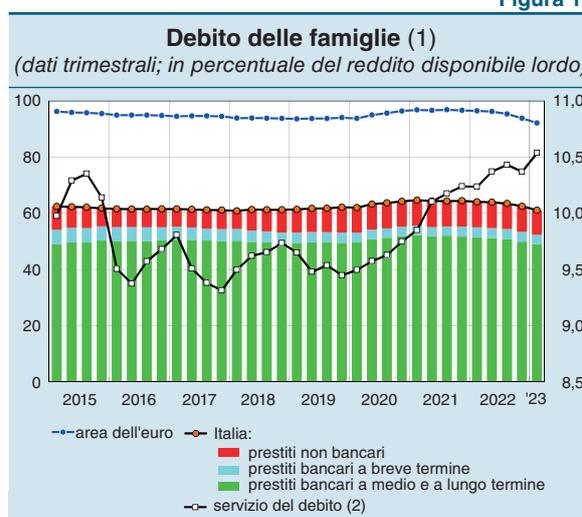
<sup>3</sup> Per approfondimenti, cfr. C. Rondinelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della quarta edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 21 maggio 2021 e C. Rondinelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della quinta edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 7 settembre 2021.

Le valutazioni delle famiglie italiane intervistate nell'ambito della *Consumer Expectations Survey* della BCE confermerebbero queste conclusioni e contribuiscono a formulare qualche considerazione sugli sviluppi futuri: negli ultimi due anni la quota di famiglie che ha dichiarato che non avrebbe effettuato risparmi nei successivi dodici mesi è cresciuta fra i nuclei meno abbienti (primo quinto) e, in misura lieve, fra quelli più benestanti (ultimo quinto; figura, pannello c). Per i primi l'aumento della quota potrebbe suggerire l'intenzione di finanziare parte dei propri acquisti con la ricchezza accumulata nel corso dell'emergenza sanitaria, che è però di modesta entità: per questa ragione il contributo alla spesa aggregata che ne deriverebbe sarebbe poco significativo. Un contributo maggiore ai consumi, soprattutto per servizi turistico-ricreativi, potrebbe provenire dal minor risparmio segnalato dalle famiglie più abbienti.

**Scende il debito delle famiglie, aumenta l'incidenza della spesa per interessi sul reddito disponibile**

Nel primo trimestre dell'anno il debito delle famiglie in rapporto al proprio reddito disponibile lordo è diminuito rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente, al 61,1 per cento in Italia (al 92,1 nell'area dell'euro; fig. 17). La riduzione è stata determinata principalmente dalla crescita del reddito disponibile, a fronte di un lieve calo del debito nominale, in particolare nelle sue componenti dei prestiti bancari a breve termine e dei prestiti non bancari. Anche in rapporto al PIL il debito delle famiglie si è ridotto, al 40,8 per cento (al 56,1 nell'area). L'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è aumentata rispetto al trimestre precedente al 10,5 per cento, a causa del marcato incremento della spesa per interessi.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Banca d'Italia e Istat.  
 (1) Per il debito (comprensivo dei prestiti cartolarizzati), consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. - (2) Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici italiane. Scala di destra.

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

*Nel primo trimestre del 2023 le esportazioni e le importazioni di beni in volume sono scese; il calo delle vendite estere di beni sarebbe proseguito nei mesi primaverili. Nello stesso periodo il saldo di conto corrente è migliorato, anche grazie all'andamento delle importazioni dei beni energetici che beneficiano del calo delle quotazioni internazionali. Nei primi quattro mesi dell'anno gli investitori non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani, sia pubblici sia privati. La posizione sull'estero si mantiene creditoria.*

**Le esportazioni e le importazioni sono diminuite nel primo trimestre**

Nei primi tre mesi del 2023 le esportazioni sono scese dell'1,4 per cento in volume, principalmente a causa della componente dei beni (tav. 4). Dopo la forte crescita dello scorso anno (fig. 18.a), superiore a quella degli altri maggiori paesi dell'area, questa componente ha risentito della flessione del commercio mondiale<sup>2</sup>. Si sono ridotte le vendite di beni sia nei mercati interni all'area dell'euro sia in quelli esterni.

<sup>2</sup> Nello stesso periodo sono diminuite anche le esportazioni di beni di Francia, Germania e Spagna, seppure più lievemente.

Hanno contribuito in modo significativo il calo delle vendite dei mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli e, in misura minore, quello dei prodotti petroliferi raffinati. Le esportazioni di servizi hanno sostanzialmente ristagnato, dopo il forte incremento dello scorso anno, dovuto alla spesa dei viaggiatori stranieri, che ha in larga parte recuperato il livello antecedente la pandemia.

Per il secondo trimestre consecutivo le importazioni si sono ridotte (-1,0 per cento in volume e -5,2 in valore, dato la forte discesa dei prezzi delle materie prime energetiche). Vi hanno inciso esclusivamente i minori acquisti di beni, soprattutto dai mercati esterni all'area dell'euro. La flessione più consistente ha riguardato i settori della chimica e dei prodotti petroliferi raffinati. È invece proseguita la crescita delle importazioni di servizi, in buona parte per la maggiore spesa dei turisti italiani all'estero.

**Nel secondo trimestre sarebbe proseguita la debolezza delle esportazioni**

Secondo nostre valutazioni, basate su dati parziali di commercio estero per aprile e maggio, nel secondo trimestre le esportazioni di beni in volume sarebbero lievemente diminuite, a fronte di un aumento delle importazioni. L'indicatore sugli ordini esteri dell'indagine dell'Istat presso le

imprese manifatturiere e il corrispondente indicatore PMI sono coerenti con un indebolimento della domanda estera (fig. 18.b). La competitività di prezzo all'esportazione è peggiorata nei primi quattro mesi del 2023 rispetto alla media dello scorso anno.

**Tavola 4**

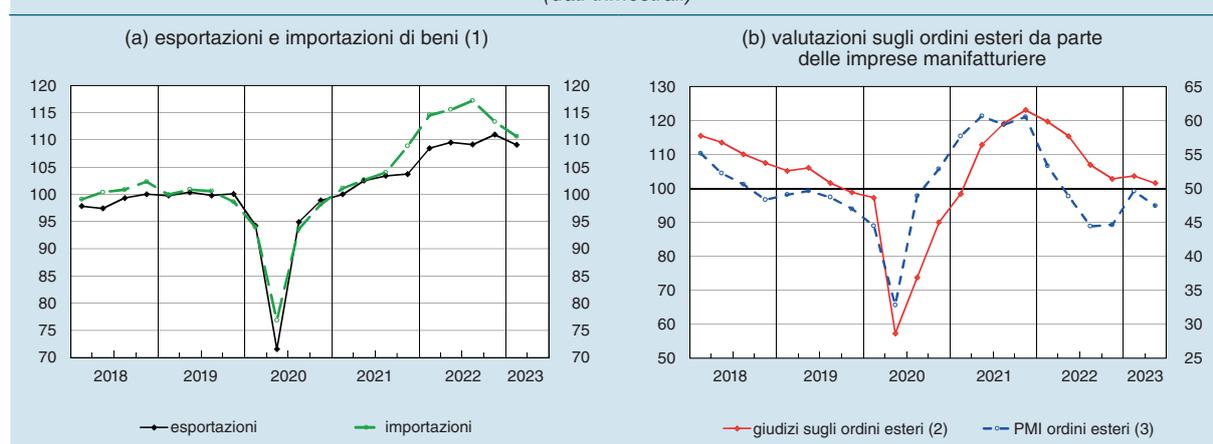
**Esportazioni e importazioni in volume (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2022	2022		2023	
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
<b>Esportazioni</b>	<b>9,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-1,4</b>
<b>Beni</b>	<b>6,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,7</b>
sui mercati dell'area dell'euro	6,9	2,8	-1,7	2,5	-1,7
sui mercati esterni all'area (2)	5,4	-0,5	0,8	1,0	-1,6
<b>Servizi</b>	<b>28,4</b>	<b>5,1</b>	<b>0,5</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Importazioni</b>	<b>11,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,0</b>
<b>Beni</b>	<b>9,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,4</b>
sui mercati dell'area dell'euro	7,5	0,9	-1,0	1,2	8,1
sui mercati esterni all'area (2)	11,9	0,9	3,6	-7,1	-12,0
<b>Servizi</b>	<b>21,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>1,5</b>	<b>6,0</b>

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.

**Figura 18**

**Interscambio di beni con l'estero in volume e valutazioni delle imprese sulle esportazioni**  
(dati trimestrali)



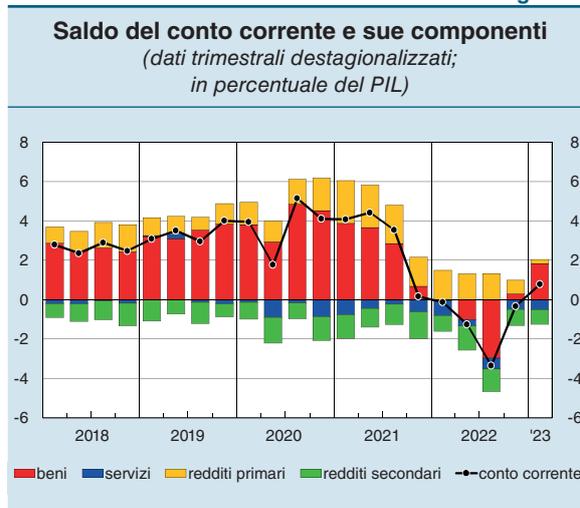
Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(1) Dati di contabilità nazionale. Valori concatenati, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Indici: 2019=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 sommato il valore 100. Il 2° trimestre del 2020 è la media di due mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. Dati destagionalizzati. – (3) Indice di diffusione, ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Media trimestrale. Dati destagionalizzati. Scala di destra.

**Nel primo trimestre il saldo di conto corrente è tornato in avanzo**

In termini destagionalizzati, nel primo trimestre il saldo di conto corrente è risultato positivo e pari allo 0,8 per cento in rapporto al PIL (da -0,3 nel trimestre precedente; fig. 19). Vi hanno contribuito l'aumento del surplus della componente dei beni al netto di quelli energetici e, in misura minore, la diminuzione del disavanzo energetico, che rispecchia principalmente il calo dei prezzi, in special modo quello del gas naturale (cfr. il riquadro: *La bilancia energetica: recenti dinamiche e prospettive per il 2023*). Il deficit dei servizi si è leggermente ampliato. È peggiorato il saldo dei redditi primari, in particolare quelli da capitale, in relazione all'incremento dei tassi di interesse. Nel primo trimestre nel conto capitale sono stati registrati 3,8 miliardi di trasferimenti connessi con l'utilizzo dei fondi del PNRR<sup>3</sup>.

Figura 19



Fonte: per il PIL, Istat.

**LA BILANCIA ENERGETICA: RECENTI DINAMICHE E PROSPETTIVE PER IL 2023**

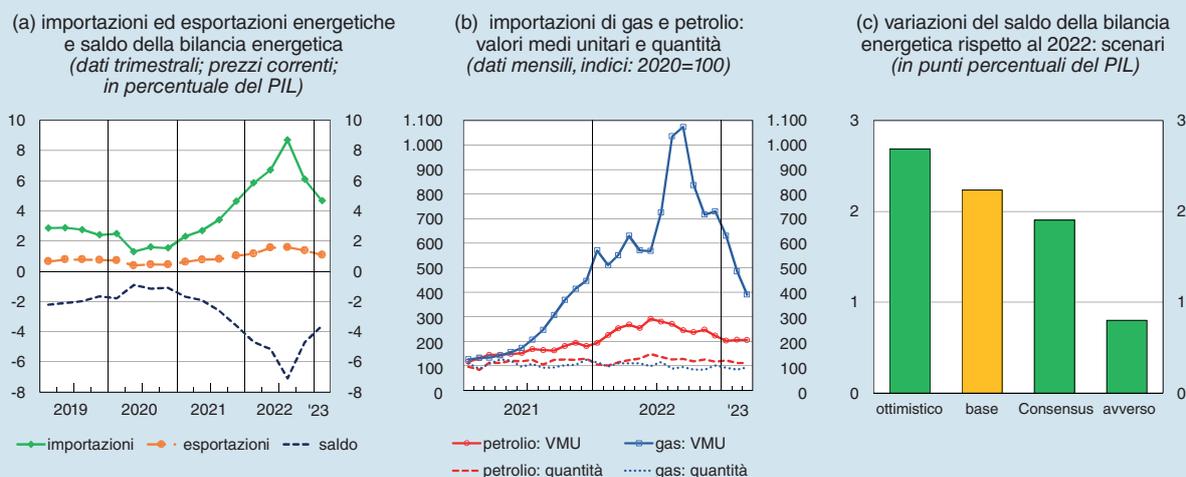
Secondo nostre elaborazioni su dati di bilancia dei pagamenti e commercio estero, nel 2022 il deficit energetico<sup>1</sup> ha raggiunto in Italia il 5,4 per cento del PIL<sup>2</sup>, in Francia il 4,1, in Spagna il 3,8 e in Germania il 3,6. La maggiore ampiezza del disavanzo italiano rispetto a quello francese e tedesco rispecchia la più elevata dipendenza energetica dall'estero del nostro paese, mentre nel confronto con la Spagna ha pesato l'esposizione verso fornitori di gas naturale più costosi. Il deterioramento della bilancia energetica dell'Italia ha contribuito per circa due terzi a quello del saldo di conto corrente.

Dopo il picco del terzo trimestre del 2022, quando il disavanzo energetico si era collocato al 7,1 per cento del prodotto, si è avviata una fase di rapido miglioramento (figura, pannello a). Nei primi tre mesi del 2023 il disavanzo energetico si è dimezzato, al 3,6 per cento del PIL, grazie alla forte riduzione del valore delle importazioni (da 8,6 a 4,6 miliardi di euro). Su questa diminuzione ha inciso in primo luogo la marcata flessione del prezzo dei beni energetici e, in particolare, del gas naturale: il valore medio unitario (VMU) delle importazioni di gas nel primo trimestre, riflettendo il calo dei prezzi scambiati sul mercato olandese TTF, è stato del 53 per cento inferiore al picco del settembre 2022, e già a febbraio scorso è tornato per la prima volta sui valori mensili antecedenti l'invasione russa dell'Ucraina (figura, pannello b). Un ulteriore contributo è derivato dalla contrazione dei volumi di gas importati tra ottobre del 2022 e marzo del 2023 (-17 per cento in termini tendenziali), ascrivibile principalmente al calo della domanda per uso industriale<sup>3</sup> e domestico.

<sup>1</sup> I prodotti energetici sono definiti, sulla base della classificazione Ateco 2007, come l'aggregazione delle seguenti voci: carbone, esclusa torba; petrolio greggio; gas naturale; coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio; energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata.  
<sup>2</sup> Il disavanzo del 2022 è di poco inferiore al massimo storico (5,8 per cento) registrato nel 1981.  
<sup>3</sup> Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *I rincari energetici e le recenti dinamiche dei prezzi e della produzione nella manifattura italiana*, in *Bollettino economico*, 2, 2023.

<sup>3</sup> Nello stesso trimestre sono anche stati spesi, per finalità correnti, 0,2 miliardi di sovvenzioni del PNRR, contabilizzati nei redditi secondari del saldo di conto corrente.

## Bilancia energetica: saldo e importazioni



Fonte: elaborazioni su dati di bilancia dei pagamenti, dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero, Consensus Economics e Refinitiv.

In prospettiva, assumendo da aprile a dicembre 2023 quantità importate invariate<sup>4</sup> rispetto al 2022 e VMU all'importazione per gas e petrolio in linea con l'andamento dei prezzi previsti sui mercati futures europei, nel complesso dell'anno in corso il saldo negativo della bilancia energetica migliorerebbe di 2,2 punti percentuali di PIL nel confronto con il 2022 (figura, pannello c; scenario base), contribuendo a riportare il saldo di conto corrente in avanzo (all'1,7 per cento del PIL; cfr. il par. 2.10). In alternativa, utilizzando per la seconda parte dell'anno le previsioni di Consensus Economics per i prezzi del gas (+40 per cento sullo scenario base) e del petrolio (+15 per cento), il saldo migliorerebbe in misura appena più contenuta (di 1,9 punti di PIL; scenario Consensus). Assumendo, invece, una dinamica dei VMU di gas e greggio per la seconda metà del 2023 comparabile a quella osservata nello stesso periodo del 2021 (con prezzi pari a -10 e a -13 per cento rispetto allo scenario di base), il deficit diminuirebbe di 2,7 punti (scenario ottimistico). Infine, in uno scenario estremo con VMU pari a quelli elevati osservati nel 2022 (prezzo doppio per il gas<sup>5</sup>, e più alto del 25 per cento per quello del greggio), il saldo aumenterebbe di appena 0,8 punti (scenario avverso), principalmente per l'effetto del miglioramento già ottenuto nei primi mesi dell'anno.

In tutti gli scenari illustrati tranne quello avverso, il deficit energetico si ridurrebbe significativamente. Si può pertanto valutare, tenendo conto dell'eccezionalità e della temporaneità dello shock ai prezzi del gas naturale, nonché del suo impatto sul saldo di conto corrente, che quest'ultimo torna a essere in avanzo e continui a mantenersi sostanzialmente in linea con i fondamentali macroeconomici di medio periodo.

<sup>4</sup> L'analisi di scenario è condotta nell'ipotesi che i diversi profili dei prezzi dei beni energetici non inducano effetti significativi di equilibrio generale, ad esempio sulla domanda complessiva di fonti energetiche, sulla sostituzione in favore di fonti meno costose e sulla competitività delle imprese. L'assunzione di quantità invariate rispetto al 2022 potrebbe riflettersi in una parziale sovrastima del miglioramento della bilancia energetica, in considerazione del fatto che la forte riduzione dei prezzi rispetto allo scorso anno potrebbe spingere imprese e famiglie a innalzare i consumi energetici. Inoltre il risparmio energetico registrato nel 2022 è stato agevolato dalle temperature eccezionalmente miti osservate nello scorso inverno.

<sup>5</sup> L'aumento medio rispetto allo scenario base è circa del 120 per cento, limitando i picchi di agosto e settembre 2022 con il tetto al prezzo del gas introdotto nel febbraio 2023.

**Tra gennaio e aprile i non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani**

Nei primi quattro mesi del 2023 il saldo del conto finanziario è risultato pressoché in pareggio (-0,2 miliardi di euro), contro un incremento di passività nette per 31,3 miliardi nello stesso periodo dell'anno scorso, riflettendo il miglioramento del saldo di conto corrente (tav. 5). Dopo un periodo prolungato in cui le vendite erano state superiori agli acquisti, gli investitori esteri hanno manifestato un rinnovato interesse per i titoli italiani. Gli investimenti esteri di portafoglio sono stati pari a 16,4 miliardi di euro, quasi interamente in obbligazioni, di cui 10,4 miliardi in titoli pubblici.

Nello stesso periodo gli investimenti dei residenti in attività di portafoglio estere sono stati pari a 29,9 miliardi. Come nello scorso anno, è proseguita la tendenza alla ricomposizione per strumento a favore dei titoli di debito, sulla scia del rialzo dei rendimenti obbligazionari; gli acquisti sono in buona parte attribuibili al settore bancario, che ha anche aumentato la raccolta netta all'estero in prestiti e depositi per 58,3 miliardi.

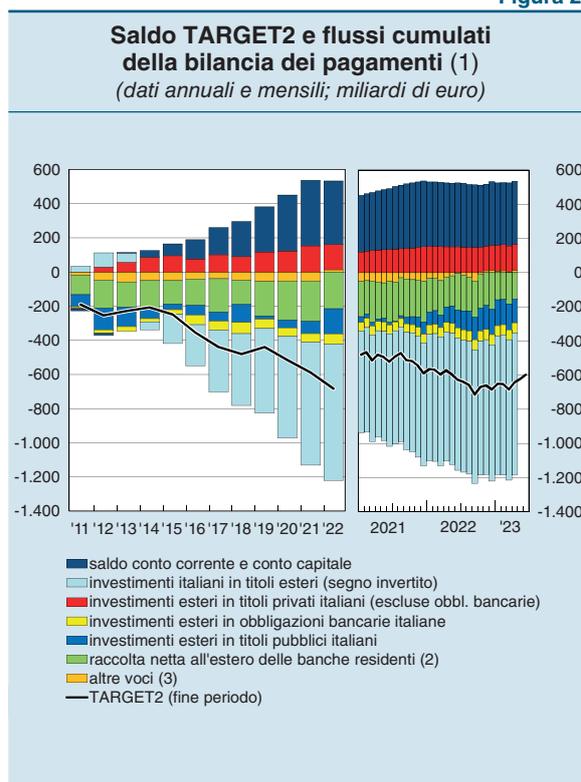
Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è ridotto nei primi sei mesi dell'anno in corso (a 598 miliardi alla fine di giugno, da 684 alla fine di dicembre; fig. 20), in relazione ai rimborsi delle TLTRO3.

**Tavola 5**

<b>Bilancia dei pagamenti</b> (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2021	2022	gen.- apr. 2022	gen.- apr. (1) 2023
<b>Conto corrente</b>	<b>54,9</b>	<b>-23,3</b>	<b>-12,2</b>	<b>-6,8</b>
corretto per la stagionalità	53,9	-24,1	-2,5	5,1
<i>per memoria: in % del PIL</i>	3,1	-1,2		
<b>Merci</b>	<b>49,7</b>	<b>-18,1</b>	<b>-6,3</b>	<b>7,0</b>
prodotti non energetici (2)	94,4	85,0	22,9	30,1
prodotti energetici (2)	-44,6	-103,1	-29,3	-23,2
<b>Servizi</b>	<b>-9,1</b>	<b>-9,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,6</b>
<b>Redditi primari</b>	<b>34,1</b>	<b>22,3</b>	<b>8,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Redditi secondari</b>	<b>-19,7</b>	<b>-17,9</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,1</b>
<b>Conto capitale</b>	<b>1,0</b>	<b>10,3</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>55,3</b>	<b>-17,6</b>	<b>-31,3</b>	<b>-0,2</b>
Investimenti diretti	31,2	-20,7	-14,9	3,2
Investimenti di portafoglio	123,1	167,2	60,2	13,6
Derivati	..	11,4	-5,8	-0,6
Altri investimenti (3)	-119,7	-177,4	-70,9	-17,3
Variazione riserve ufficiali (4)	20,7	2,0	0,2	1,0
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-19,9</b>	<b>3,5</b>

(1) Per il mese di aprile 2023, 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 ad agosto del 2021; l'aumento delle riserve ufficiali non ha avuto effetto sul saldo del conto finanziario in quanto è stato compensato da un incremento di pari importo delle passività per altri investimenti della Banca d'Italia.

**Figura 20**



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

**La posizione creditoria netta sull'estero rimane solida**

Alla fine di marzo la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 67,6 miliardi, pari al 3,5 per cento del PIL. Il lieve calo (di 6,1 miliardi) rispetto alla fine di dicembre è riconducibile principalmente agli aggiustamenti di cambio.

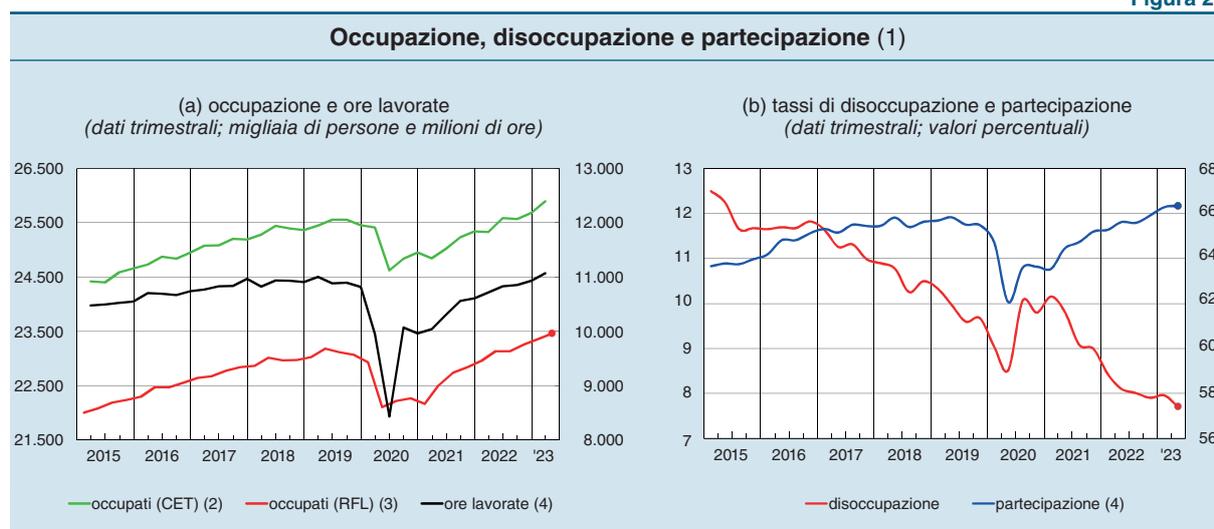
## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

*Nel primo trimestre è proseguita l'espansione dell'input di lavoro, sospinta sia dalla crescita del numero di occupati sia dall'aumento delle ore per addetto. Il tasso di partecipazione ha raggiunto livelli elevati. L'andamento delle retribuzioni, intensificatosi per effetto del pagamento di consistenti arretrati nel comparto pubblico, si rafforzerebbe nella restante parte dell'anno.*

**La crescita dell'input di lavoro è proseguita nei mesi invernali...**

Nel primo trimestre l'occupazione è aumentata dello 0,8 per cento (dallo 0,4 nel quarto del 2022; fig. 21.a), accelerando nella manifattura e nei servizi privati, soprattutto quelli turistici; è invece rimasta stabile nelle costruzioni, su livelli molto alti, e nei comparti della Pubblica amministrazione e dei servizi alla persona. All'espansione hanno contribuito sia l'occupazione dipendente – anche a causa di una dinamica dei salari nominali ancora contenuta – sia quella autonoma; quest'ultima rimane tuttavia per oltre 3 punti percentuali al di sotto del livello del quarto trimestre del 2019.

Figura 21



Fonte: per l'occupazione e le ore lavorate, Istat, *Conti economici trimestrali* (CET); per l'occupazione, il tasso di disoccupazione e quello di partecipazione, Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL).

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 2° trimestre 2023 indicano la media del bimestre aprile-maggio. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra.

Le ore lavorate totali sono salite a un tasso più elevato (1,3 per cento), per effetto della dinamica delle ore per addetto, che hanno riflesso anche la riduzione degli strumenti di integrazione salariale<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Il DL 61/2023 ha finanziato un nuovo strumento di integrazione al reddito per i lavoratori del settore privato (inclusa l'agricoltura) che risiedono o sono domiciliati o lavorano presso un'impresa con sede legale o operativa in uno dei territori colpiti dalle alluvioni dello scorso maggio in Emilia-Romagna, Marche e Toscana e che sono impossibilitati a prestare attività lavorativa; ha inoltre previsto l'introduzione di un'indennità una tantum fino a 3.000 euro in favore dei lavoratori autonomi costretti a sospendere l'attività a causa degli eventi emergenziali.

**... così come  
nel bimestre  
aprile-maggio**

Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, l'occupazione avrebbe continuato a salire anche nella media del bimestre aprile-maggio (0,3 per cento rispetto ai due mesi precedenti). Sulla base delle informazioni fornite dalle comunicazioni obbligatorie<sup>5</sup> l'espansione è stata trainata dalle posizioni lavorative a tempo indeterminato; è proseguito l'aumento del numero di contratti a termine, iniziato nei primi mesi del 2023. Anche le aspettative delle imprese sull'occupazione nei successivi tre mesi, rilevate a giugno dalla Commissione europea, prefigurano una domanda di lavoro ancora in crescita.

**Il tasso  
di partecipazione  
continua a salire**

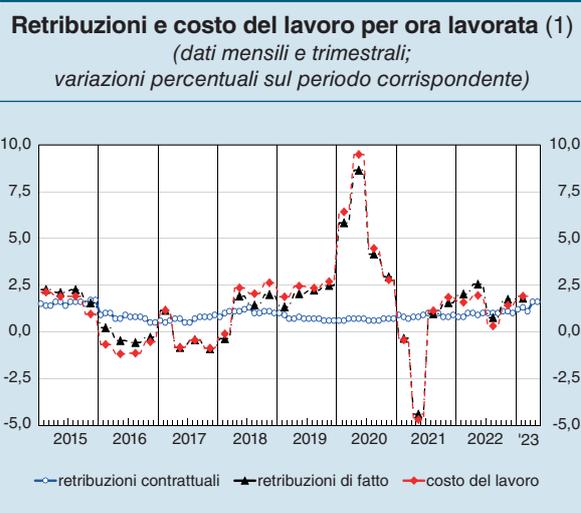
Nei mesi invernali il miglioramento delle prospettive di impiego si è associato a un incremento dell'offerta di lavoro, anche femminile. L'aumento del tasso di attività, al 66,3 per cento, ha sospinto quello di occupazione (al 60,9), lasciando sostanzialmente invariato il tasso di disoccupazione (fig. 21.b). Rimangono ancora ampi i margini di sottoutilizzo del fattore lavoro: nel primo trimestre del 2023 la quota di occupati part-time che vorrebbe lavorare un numero maggiore di ore è tornata sugli alti livelli del periodo pre-pandemico (17 per cento circa). Inoltre, benché in leggero calo, resta significativa anche nel confronto con la media dell'area dell'euro la quota di persone in età lavorativa che è disponibile a lavorare pur non cercando attivamente un impiego (5,1 per cento). Nella media del periodo aprile-maggio il tasso di partecipazione si è mantenuto allo stesso livello del primo trimestre dell'anno, mentre quello di disoccupazione è sceso al 7,7 per cento.

**La dinamica  
retributiva  
si intensifica  
leggermente**

Nel primo trimestre le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono cresciute dell'1,2 per cento su base annua, due decimi in più rispetto al quarto trimestre del 2022; nel periodo aprile-maggio hanno ulteriormente accelerato (1,6 per cento) riflettendo soprattutto gli incrementi stabiliti dall'accordo ponte siglato lo scorso dicembre nel comparto del commercio.

Le retribuzioni orarie di fatto nel settore privato non agricolo sono aumentate nel primo trimestre del 2023 dell'1,8 per cento su base annua, in linea con i tre mesi precedenti. Il costo del lavoro, che continua a beneficiare delle misure di decontribuzione per i lavoratori del Mezzogiorno<sup>6</sup>, ha registrato una crescita contenuta nel settore privato non agricolo<sup>7</sup> (1,9 per cento; fig. 22); l'andamento è stato più marcato nel totale dell'economia (2,9 per cento) sostenuto dall'erogazione di pagamenti a compensazione del ritardo nel rinnovo dei contratti della Pubblica amministrazione.

**Figura 22**



Fonte: Istat, CET e retribuzioni contrattuali per tipo di contratto.  
(1) Settore privato non agricolo. Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

<sup>5</sup> Per un'analisi relativa ai primi quattro mesi dell'anno, cfr. Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, maggio 2023.

<sup>6</sup> Gli sgravi in essere sono stati introdotti dalla L. 126/2020 ("decontribuzione Sud"), prorogati dalla legge di bilancio per il 2021 (L. 178/2020) e autorizzati fino a dicembre del 2023 con la decisione della Commissione europea C (2022)9191 del 6 dicembre 2022.

<sup>7</sup> Nel primo trimestre del 2023 gli oneri sociali sono aumentati del 2,2 per cento su base annua (da 0,6 nel precedente). I dati di contabilità nazionale includono in questa voce gli accantonamenti al fondo di trattamento di fine rapporto (TFR) che viene rivalutato anche sulla base dell'indice dei prezzi al consumo.

Nella seconda metà dell'anno la dinamica salariale si rafforzerebbe soprattutto per effetto dell'erogazione degli incrementi retributivi legati alle clausole di indicizzazione presenti in alcuni accordi collettivi nazionali<sup>8</sup>. Queste clausole riguarderebbero tuttavia una quota contenuta di lavoratori<sup>9</sup>, limitando il rischio di una rincorsa tra prezzi e salari (cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2022). Lo scorso giugno l'Istat ha pubblicato le nuove previsioni dell'IPCA al netto dei beni energetici importati per il periodo 2023-26; nello stesso tempo ha comunicato il dato realizzato nel 2022 (6,6 per cento), che è risultato superiore (di 1,9 punti percentuali) alla previsione che lo stesso Istituto aveva formulato l'anno precedente<sup>10</sup>. Il nuovo profilo previsivo potrebbe spingere al rialzo le richieste sindacali; queste ultime potrebbero determinare un ulteriore prolungamento delle negoziazioni soprattutto nel comparto dei servizi privati, dove i margini di profitto sono ancora inferiori ai livelli pre-pandemici (cfr. il par. 2.6) e oltre tre quarti dei dipendenti è in attesa di rinnovo.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

*Nel secondo trimestre l'inflazione al consumo è ulteriormente scesa a causa della netta flessione della componente energetica; seppure in misura minore, rallentano anche i prezzi dei beni alimentari e delle componenti di fondo. Nelle attese delle famiglie e delle imprese le pressioni inflazionistiche continuerebbero ad attenuarsi nei prossimi mesi.*

**L'inflazione al consumo continua a ridursi**

Nella media del secondo trimestre è proseguita la discesa dell'inflazione armonizzata al consumo, che

in giugno si è collocata al 6,7 per cento (tav. 6 e fig. 23). È diminuito in particolare il contributo della componente energetica, che ha beneficiato del netto calo dei prezzi dell'elettricità e del gas sul mercato libero. Sulla dinamica dei prezzi dell'energia ha inciso la forte flessione delle quotazioni sui mercati internazionali, che ha più che compensato il venire meno dei provvedimenti governativi adottati tra il 2021 e il 2022 per mitigare le conseguenze dei rincari su famiglie e imprese.

I prezzi dei beni alimentari hanno lievemente rallentato, ma continuano a risentire degli effetti ritardati dello shock energetico sui costi di produzione lungo l'intera filiera; pressioni al rialzo potrebbero derivare dagli ingenti danni alla produzione agricola causati dall'alluvione in Emilia-Romagna (cfr. il par. 2.2). Anche l'inflazione di fondo mostra segni di indebolimento (4,8 per cento

**Tavola 6**

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

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

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività; 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.

<sup>8</sup> Tra i principali contratti, sono previste clausole di indicizzazione delle retribuzioni all'IPCA al netto dei beni energetici importati (IPCA-NEI) nei comparti metalmeccanico, della produzione di energia elettrica, chimico-farmaceutico e assicurativo; all'IPCA generale per quello del legno e dell'arredo.

<sup>9</sup> Pari, secondo nostre stime, a meno di un lavoratore su cinque tra i dipendenti del settore privato non agricolo, al netto dei dirigenti.

<sup>10</sup> L'Istat prevede inoltre un valore dell'IPCA-NEI pari al 6,6 per cento per il 2023, al 2,9 per il 2024 e al 2,0 per il 2025 e per il 2026.

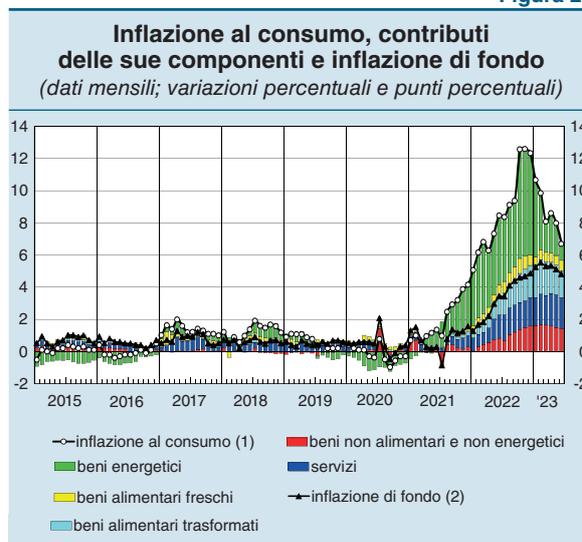
in giugno), soprattutto nella componente dei beni – per la quale la trasmissione dello shock energetico si era aggiunta alle pressioni connesse con le difficoltà di approvvigionamento degli input non energetici – e in giugno anche in quella dei servizi.

**Si allentano le pressioni alla produzione ma si intensificano quelle salariali, che restano tuttavia contenute**

In maggio i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono diminuiti a seguito della contrazione della componente energetica; sono scesi anche i prezzi

dei beni intermedi e quelli dei beni strumentali hanno decelerato, rispecchiando il graduale riassorbimento dello shock energetico. In giugno l'indicatore PMI dei costi degli input per le imprese manifatturiere ha continuato a ridursi. Nel primo trimestre la dinamica salariale si è rafforzata, sospinta anche dai rinnovi contrattuali nel pubblico impiego siglati nel 2022, ma rimane contenuta (cfr. il par. 2.5). Le retribuzioni hanno accelerato anche nel settore privato non agricolo; allo stesso tempo la crescita su base annua del costo del lavoro per unità di prodotto si è intensificata (4,7 per cento, da 3,7), principalmente per effetto del calo della produttività. Dopo essere diminuiti nel complesso dello scorso anno, i margini di profitto (mark up), misurati dal rapporto tra il deflatore della produzione e i costi variabili unitari, sono cresciuti lievemente nel primo trimestre; il rialzo è stato più pronunciato nella manifattura (cfr. il riquadro: *La redditività operativa del comparto manifatturiero*) rispetto alle costruzioni e ai servizi privati, dove i mark up restano bassi nel confronto con i livelli pre-pandemici<sup>11</sup>.

Figura 23



## LA REDDITIVITÀ OPERATIVA DEL COMPARTO MANIFATTURIERO

I rincari dell'energia e delle altre materie prime hanno inciso in misura rilevante sui costi variabili di produzione, inducendo le imprese a innalzare i prezzi di vendita dei propri beni per contenere gli effetti negativi sulla redditività aziendale (cfr. il capitolo 8: *I prezzi e i costi* nella *Relazione annuale* sul 2022).

In assenza di informazioni tempestive sui costi e sulla profittabilità delle imprese, i dati di fonte Istat sull'andamento dei prezzi alla produzione, di quelli all'importazione, delle quantità prodotte e del costo del lavoro, nonché le informazioni sui rapporti di fornitura intersettoriali contenute nelle matrici input-output consentono di stimare la dinamica dei costi degli input produttivi per i comparti manifatturieri. Confrontando questa dinamica con la variazione osservata dei prezzi di vendita si può valutare l'andamento dei margini di profitto delle imprese, misurati dal rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore della produzione<sup>1</sup>.

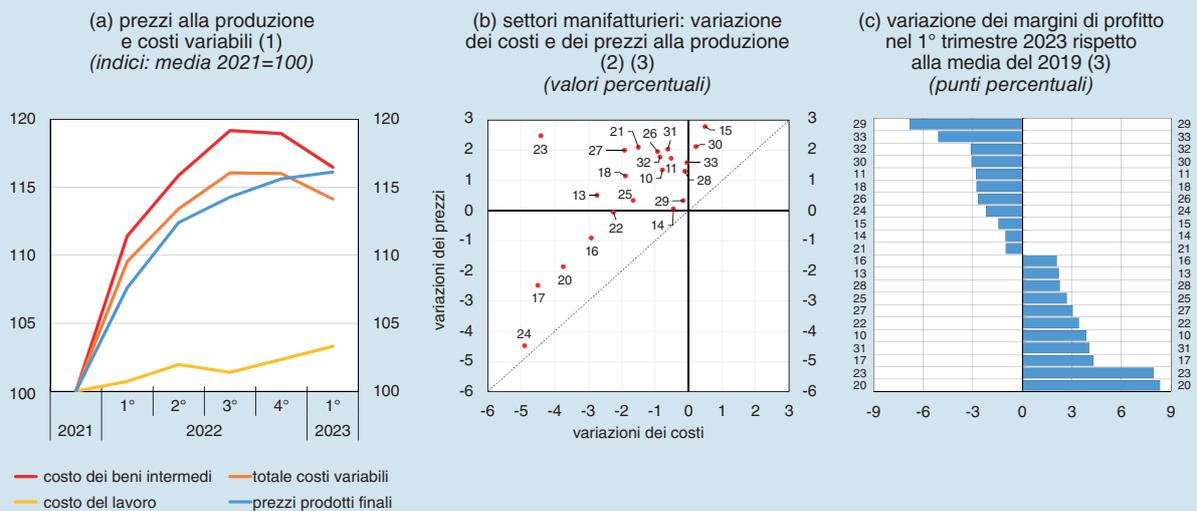
<sup>1</sup> Le dinamiche dei prezzi dei prodotti e quelle di beni e servizi impiegati nei processi produttivi sono state ricavate utilizzando indici e matrici input-output nazionali di fonte Istat, con dettaglio per divisione Ateco 2007. L'andamento del costo orario del lavoro è invece descritto da un indice Istat aggregato per l'intera manifattura italiana. Si assume che la combinazione di input produttivi, definito dalle matrici input-output, non abbia subito variazioni rispetto al 2019 (ultimo anno per cui sono disponibili i dati).

<sup>11</sup> Nella manifattura il mark up è tornato sui livelli del quarto trimestre del 2019, ma resta ancora al di sotto di tali valori nelle costruzioni e nei servizi (-0,9 e -1,4 per cento, rispettivamente).

Secondo nostre elaborazioni, nel 2022 il significativo aumento dei costi variabili per unità di prodotto (13,7 per cento rispetto al 2021; figura, pannello a), che comprendono l'acquisto di materie prime, semilavorati, servizi nonché il costo del lavoro, non è stato interamente compensato dall'adeguamento dei prezzi (12,4 per cento). Ne è conseguita una riduzione dei margini di profitto di 1,0 punti percentuali<sup>2</sup>, diffusa a tutti i settori della manifattura<sup>3</sup> ad eccezione della fabbricazione della carta, della chimica, della metallurgia di base e dei prodotti in metallo. In questi settori, benché gli incrementi dei costi di approvvigionamento siano stati più marcati, anche l'aggiustamento dei prezzi è stato più intenso, consentendo di preservare i margini.

Figura

### Costi e prezzi dei prodotti finali e margini di profitto per il comparto manifatturiero (dati trimestrali)



Nel primo trimestre del 2023 i prezzi dell'energia e dei beni importati si sono progressivamente ridotti, determinando un calo dei costi variabili per unità di prodotto dell'1,6 per cento nel confronto con il trimestre precedente, mentre i prezzi dei prodotti finiti hanno continuato a crescere, sebbene in misura lieve (0,4 per cento). Il MOL rapportato al valore della produzione è quindi cresciuto di circa 1,8 punti percentuali, recuperando pienamente i livelli del 2021. L'aumento dei margini di profitto ha riguardato tutti i settori della manifattura, inclusi quelli della metallurgia, della chimica e della produzione di carta e legno, nei quali nonostante la contrazione dei prezzi si è osservata una

<sup>2</sup> Nonostante la compressione dei margini di profitto, la quota dei profitti sul valore aggiunto è aumentata (cfr. F. Colonna, R. Torrini ed E. Viviano, *The profit share and firm mark-up: how to interpret them?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 770, 2023).

<sup>3</sup> L'analisi esclude l'industria del tabacco (divisione Ateco 12), per indisponibilità dei dati, e il comparto della raffinazione dei prodotti petroliferi (divisione Ateco 19), poiché la dinamica dei prezzi è influenzata dalla riduzione delle accise in vigore tra marzo e dicembre del 2022 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2023).

diminuzione dei costi più intensa (figura, pannello b). Nel complesso del manifatturiero i margini di profitto sono tornati ai livelli pre-pandemici; gli andamenti sono stati tuttavia eterogenei tra comparti: in 11 settori tra quelli inclusi nell'esercizio, che rappresentano complessivamente circa un terzo del valore aggiunto manifatturiero e che avevano registrato diminuzioni molto consistenti dei margini nel 2022, i margini di profitto sono ancora al di sotto di tali livelli (figura, pannello c).

### Famiglie e imprese si attendono una riduzione dell'inflazione

Secondo le indagini dell'Istat, in giugno la quota di famiglie che si attendevano una riduzione delle pressioni inflazionistiche è aumentata. Su orizzonti più lunghi, secondo i dati della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in maggio le aspettative di inflazione a tre anni delle famiglie italiane sono rimaste pressoché stabili intorno al 3 per cento. Le attese sull'inflazione al consumo delle imprese intervistate tra maggio e giugno nell'ambito dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* si sono lievemente ridotte, anche se continuano a collocarsi su valori prossimi al 6 per cento per i successivi dodici mesi e superiori al 4 per cento sull'orizzonte da tre a cinque anni in avanti. Le aziende intervistate prefiguravano nei dodici mesi successivi all'indagine un'attenuazione della crescita dei propri listini (a poco più del 2,5 per cento; fig. 24).

Figura 24



## 2.7 LE BANCHE

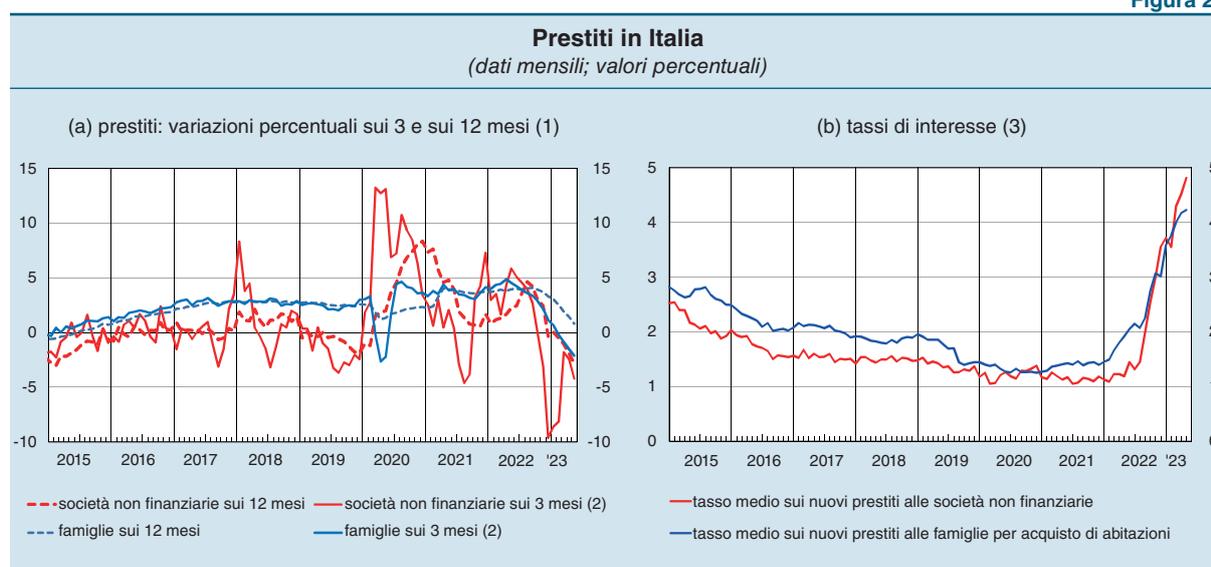
*Tra febbraio e maggio i prestiti bancari sono diminuiti, riflettendo il rialzo dei tassi di interesse, le minori necessità di finanziamento per investimenti e il progressivo inasprirsi dei criteri di offerta. Questi ultimi risentono della più elevata percezione del rischio e della minore tolleranza verso lo stesso da parte degli intermediari. Il costo del credito è nuovamente salito, in linea con il rialzo dei tassi ufficiali. Prosegue la contrazione della raccolta bancaria. Nel primo trimestre, il tasso di deterioramento del credito è rimasto*

contenuto, mentre è aumentata l'incidenza del flusso di prestiti che presentano ritardi nei pagamenti. La redditività dei gruppi bancari significativi è cresciuta.

**Il credito a famiglie e imprese si è ridotto...**

La diminuzione del credito al settore privato non finanziario, in atto dallo scorso dicembre, è proseguita in maggio (-2,6 per cento, sui tre mesi e in ragione d'anno; fig. 25.a). Si è accentuata la riduzione dei prestiti alle famiglie (-2,1 per cento, da -0,2 in febbraio) ed è proseguito il calo del credito alle società non finanziarie (-4,2 per cento, da -8,1 in febbraio)<sup>12</sup>. La flessione continua a riflettere il rialzo dei tassi di interesse e le minori necessità di finanziamento per investimenti; vi hanno contribuito anche i criteri di offerta divenuti più stringenti.

Figura 25



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. Le variazioni percentuali sui 3 mesi sono in ragione d'anno. - (2) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo. - (3) Valori medi. I tassi sui prestiti si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

Sui dodici mesi la riduzione del credito è stata più marcata per le imprese di minore dimensione (con meno di 20 addetti, -8,2 per cento sui dodici mesi, da -6,3); a livello settoriale la discesa dei finanziamenti è stata più intensa per la manifattura (-3,8 per cento, da 0,3 in febbraio), rispetto ai servizi e alle costruzioni (-2,3 e -2,8 per cento, da -0,8 e -1,5, rispettivamente).

**... risentendo di criteri di offerta più restrittivi e della debolezza della domanda**

Le banche italiane intervistate lo scorso aprile nell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)<sup>13</sup> hanno segnalato un ulteriore irrigidimento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese nel primo trimestre del 2023. Nelle valutazioni degli intermediari, il rallentamento ciclico e il peggioramento del merito di credito della clientela hanno contribuito all'aumento della percezione del rischio, cui si associa una minore tolleranza verso lo stesso da parte degli intermediari. I costi di

<sup>12</sup> La minore contrazione rispetto a quanto osservato in febbraio riflette l'uscita dalla finestra di calcolo del flusso di credito particolarmente negativo di dicembre del 2022, in parte dovuto a ingenti rimborsi.

<sup>13</sup> 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, *April 2023 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 2 maggio 2023.

provvista e i vincoli di bilancio avrebbero esercitato un contributo restrittivo solo moderato. Secondo le banche, la domanda di credito delle aziende sarebbe diminuita a seguito sia della minore necessità di finanziamento per finalità di investimento, sia dell'aumento del livello generale dei tassi di interesse. I criteri di offerta applicati alle famiglie sono stati lievemente inaspriti per i nuovi mutui; la domanda per l'acquisto di abitazioni sarebbe scesa, a causa soprattutto del rialzo dei tassi di interesse. Gli intermediari si attendevano che le politiche di concessione del credito alle imprese per il secondo trimestre avrebbero subito un ulteriore irrigidimento; quelle per i prestiti alle famiglie sarebbero rimaste invariate. Gli intermediari indicavano che la riduzione degli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema e i rimborsi delle operazioni di rifinanziamento TLTRO3 potrebbero avere effetti negativi sui criteri di offerta, determinando un inasprimento dei termini e delle condizioni applicate ai prestiti e una diminuzione dei volumi erogati.

**Continua la trasmissione dei rialzi dei tassi ufficiali al costo del credito**

Rispetto allo scorso febbraio, il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle società non finanziarie è salito al 4,8 per cento in maggio (fig. 25.b). Il costo dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha raggiunto il 4,2 per cento (dal 3,8), riflettendo l'incremento del tasso sia sui mutui a tasso variabile (al 4,4 per cento), sia su quelli a tasso fisso (al 4,2 per cento).

**Tavola 7**

**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)	
	Febbraio 2023	Maggio 2023	Febbraio 2023	Maggio 2023
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti (3)	1.713	1.701	-0,2	-1,8
<i>di cui:</i> a imprese (4)	644	637	-0,5	-2,9
a famiglie (5)	679	676	2,5	0,8
Attività verso controparti centrali (6)	37	39	3,4	6,6
Titoli di debito (7)	543	526	0,9	-4,4
<i>di cui:</i> titoli di AA.PP. (8)	391	383	-0,8	-5,3
Attività verso Eurosistema (9)	264	300	-35,0	-25,4
Attività sull'estero (10)	501	523	3,1	5,5
Altre attività (11)	904	863	18,8	7,1
<b>Totale attivo</b>	<b>3.961</b>	<b>3.953</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,7</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti (3) (12) (13)	1.814	1.806	-2,4	-4,3
Depositi di non residenti (10)	349	375	10,9	16,9
Passività verso controparti centrali (6)	113	126	-1,0	4,1
Obbligazioni (13)	214	223	3,9	13,2
Passività verso Eurosistema (9)	329	319	-27,5	-29,7
Passività da cessione di crediti	126	118	4,0	-2,4
Capitale e riserve	347	346	2,2	2,4
Altre passività (14)	671	639	23,1	8,6
<b>Totale passivo</b>	<b>3.961</b>	<b>3.953</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,7</b>
<i>di cui:</i> totale raccolta (15)	2.781	2.810	-4,4	-4,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

### Prosegue la flessione della raccolta bancaria

In maggio la raccolta delle banche è scesa del 4,5 per cento sui dodici mesi. Sulla diminuzione, in atto dal quarto trimestre del 2022, continua a incidere principalmente la riduzione delle passività verso l'Eurosistema a seguito dei rimborsi dei finanziamenti ottenuti con le TLTRO3 (cfr. il par. 1.2). I depositi dei residenti hanno continuato a contrarsi, del 4,3 per cento sui dodici mesi (tav. 7), principalmente a seguito del trasferimento di fondi verso attività caratterizzate da una più elevata remunerazione. Il costo della raccolta è ulteriormente aumentato, soprattutto per effetto del rialzo dei tassi di interesse sul mercato monetario.

### Il tasso di deterioramento del credito si è mantenuto su livelli contenuti...

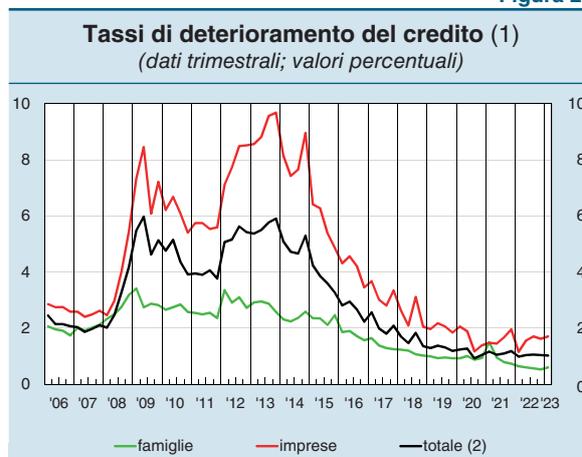
Nel primo trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è stato pari all'1,0 per cento (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 26), su un livello analogo a quello registrato negli ultimi tre mesi del 2022; alla stabilità per le famiglie (0,6 per cento) si è accompagnato un lieve aumento per le imprese (1,7 per cento). Per queste ultime inoltre è aumentata l'incidenza del flusso di prestiti che presentano ritardi nei pagamenti, anche se non ancora tali da richiedere una classificazione dei prestiti stessi come deteriorati.

L'incidenza lorda dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti dei gruppi bancari significativi si è mantenuta sostanzialmente stabile, mentre è lievemente diminuita quella al netto delle rettifiche di valore. Il tasso di copertura di questi crediti è salito per il leggero incremento del peso della componente delle sofferenze, cui sono associati tassi di copertura più elevati (tav. 8).

### ... e la redditività dei gruppi bancari significativi è aumentata

Nei primi tre mesi del 2023 la redditività dei gruppi significativi è nettamente aumentata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il miglioramento del ROE, al netto delle componenti straordinarie, ha riflesso principalmente la crescita del margine di interesse, che ha più che compensato la flessione degli altri ricavi. I costi operativi si sono leggermente ridotti, mentre le rettifiche di valore su crediti sono diminuite in misura significativa, in parte per le forti svalutazioni sulle esposizioni verso Russia e Ucraina effettuate dai due maggiori gruppi nel primo trimestre del 2022. Il livello di patrimonializzazione ha subito un lieve

Figura 26



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	Dicembre 2022	Marzo 2023
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	2,4	2,4
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	1,2	1,1
Tasso di copertura (3)	53,5	54,4
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
Common equity tier 1 (CET1) ratio	15,7	15,4
VOCI	1° trim. 2022	1° trim. 2023
<b>Redditività</b>		
Return on equity (ROE) (4)	5,8	13,5
Margine di interesse (5)	6,7	49,4
Margine di intermediazione (5)	0,2	16,4
Costi operativi (5)	0,5	-0,5
Risultato di gestione (5)	-0,3	46,6
Rettifiche di valore su crediti (5)	41,8	-64,2

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'inclusione di Mediolanum e di Fineco. I dati antecedenti sono stati ricalcolati pro forma considerando le due banche come significative anche nei periodi precedenti. – (2) Dati di fine mese. I crediti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'incidenza dei prestiti è riportata al lordo e al netto delle rettifiche di valore. – (3) Ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Al netto delle componenti straordinarie. – (5) Variazioni percentuali rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.

calo, a causa soprattutto della riduzione del capitale di migliore qualità. Nonostante il contributo positivo della redditività, il patrimonio è leggermente sceso, anche a seguito dell'operazione straordinaria di riacquisto delle proprie azioni (*buy back*) da parte di un gruppo primario<sup>14</sup>.

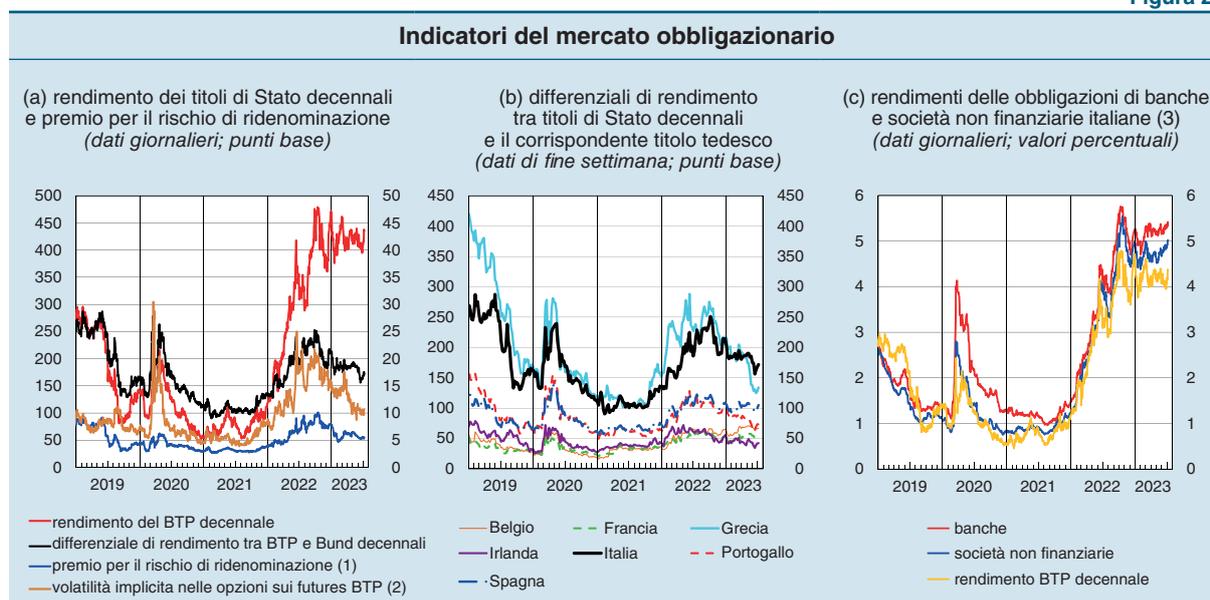
## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

*Le condizioni dei mercati finanziari italiani si sono normalizzate con il venire meno delle tensioni nel settore bancario internazionale verificatesi in marzo, nonostante l'indebolimento della fase congiunturale, l'incertezza sull'evoluzione dell'inflazione e l'orientamento restrittivo della politica monetaria della BCE. Si è ridotto il differenziale di rendimento dei titoli di Stato decennali italiani rispetto ai corrispondenti titoli pubblici tedeschi, anche per l'elevata domanda da parte degli investitori.*

### Il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine è salito

Il rendimento dei titoli di Stato italiani è aumentato dalla fine di marzo (di 26 punti base; fig. 27.a), collocandosi al 7 luglio al 4,4 per cento. Le condizioni del mercato sono state influenzate dalle aspettative sull'orientamento della politica monetaria in un quadro di incertezza sulla dinamica dell'inflazione, che resta ancora elevata, e sulle prospettive dell'attività economica, che rimangono deboli. L'allentamento delle tensioni nel settore bancario internazionale ha favorito un calo della volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano, che è ritornata su valori di poco superiori a quelli prevalenti prima dell'avvio del ciclo di restrizione della politica monetaria nel dicembre 2021. Il differenziale di rendimento rispetto ai titoli pubblici tedeschi si è ridotto (di circa 10 punti base; fig. 27.b), portandosi a 172 punti; vi ha contribuito l'esito molto positivo dell'attività di collocamento in asta dei titoli italiani in giugno, che ha concorso all'attenuazione dei timori

Figura 27



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

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

<sup>14</sup> Il calo del patrimonio è determinato anche dalla graduale sospensione delle misure transitorie connesse con l'entrata in vigore del principio contabile IFRS 9.

sulla capacità di rifinanziamento del debito pubblico. Anche il premio richiesto dagli investitori come remunerazione per il rischio che i titoli di Stato siano ridenominati in valute diverse dall'euro è diminuito, seppure in misura più lieve (di 6 punti base), a circa 50 punti, ben al di sotto del picco raggiunto alla metà del 2022; la riduzione è stata favorita dal rafforzamento della percezione di stabilità politica del Paese tra gli operatori di mercato.

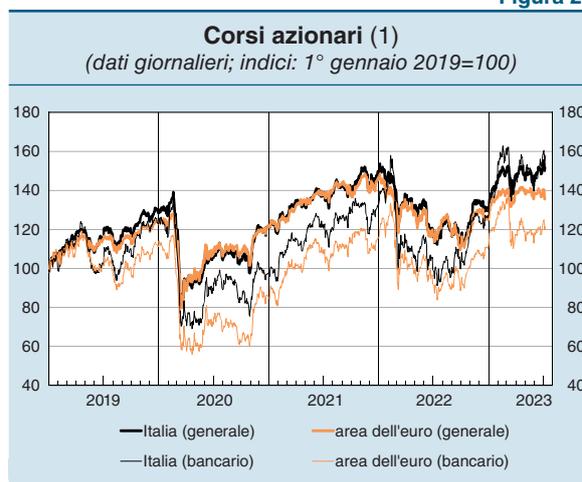
**I costi della raccolta obbligazionaria sono aumentati**

I rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e delle banche italiane sono saliti (di 34 e 17 punti base dalla fine di marzo, rispettivamente; fig. 27.c); quelli delle obbligazioni bancarie, nonostante il rialzo più contenuto, si mantengono comunque più alti di quelli delle imprese. Anche nell'area dell'euro i rendimenti delle obbligazioni sono cresciuti sia per le società non finanziarie sia per le banche (di 23 e 29 punti base, rispettivamente). A questi andamenti ha contribuito il rialzo dei tassi privi di rischio a fronte della riduzione del premio per il rischio di credito che ha fatto seguito all'attenuazione delle tensioni sul comparto bancario internazionale, i cui effetti sono stati più evidenti per le banche italiane. Nel primo trimestre le società non finanziarie italiane hanno effettuato emissioni nette di titoli obbligazionari per 4,1 miliardi di euro, mentre quelle delle banche italiane sono state quasi nulle, a fronte di maggiori costi all'emissione in entrambi i comparti. Sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg, nei mesi primaverili le emissioni nette di titoli sarebbero state positive sia per le società non finanziarie sia per le banche.

**Le quotazioni azionarie sono cresciute**

Dall'inizio di aprile le quotazioni azionarie sono aumentate in Italia (del 2,5 per cento; fig. 28), mentre sono diminuite nell'area dell'euro (del 2,3 per cento). I corsi del comparto bancario sono invece cresciuti sia in Italia, in misura più accentuata rispetto all'indice generale, sia nell'area dell'euro (dell'8,5 e del 3,6 per cento, rispettivamente). Le quotazioni azionarie hanno beneficiato dapprima del dissiparsi dei timori sulle condizioni del settore creditizio negli Stati Uniti e in Svizzera e, successivamente, della pubblicazione di utili superiori alle attese, soprattutto nel comparto finanziario e in quello tecnologico.

**Figura 28**



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

**2.9 LA FINANZA PUBBLICA**

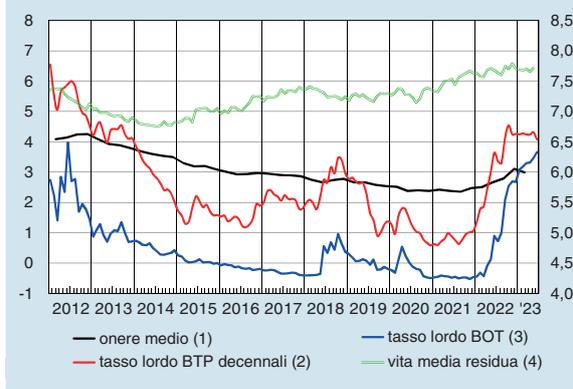
*Il fabbisogno del settore statale, in aumento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, risulta comunque in linea con una riduzione dell'indebitamento netto nel 2023 come programmato dal Governo. La Commissione europea raccomanda all'Italia una politica di bilancio prudente e una piena e tempestiva realizzazione degli interventi previsti dal PNRR. Entro l'estate il Governo prevede di presentare un aggiornamento del Piano, di ricevere il versamento della terza rata e di richiedere il pagamento della quarta.*

**Nel primo semestre si è registrato un fabbisogno più elevato rispetto allo stesso periodo dello scorso anno**

Nel primo semestre di quest'anno il fabbisogno del settore statale è stato di circa 95 miliardi, in crescita di oltre 50 rispetto al corrispondente periodo del 2022. All'elevato livello del fabbisogno nei primi sei mesi del 2023 hanno contribuito in misura rilevante fattori eccezionali di natura temporanea. L'aumento rispetto al 2022 rimane comunque coerente con una diminuzione dell'indebitamento netto nell'anno.

Figura 29

**Tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali, onere medio e vita media residua del debito**  
(dati mensili e trimestrali; valori percentuali e anni)



Fonte: Banca d'Italia; per la spesa per interessi, Istat.  
(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.

In maggio il debito delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 2.816,7 miliardi, 59,8 in più rispetto alla fine del 2022. L'incremento delle passività finora registrato non appare in contrasto con una riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto nel corso dell'intero anno. Nel 2023 il debito nominale aumenterebbe di circa 113 miliardi nei programmi del *Documento di economia e finanza 2023* (DEF 2023) e di circa 115 nelle più recenti previsioni della Commissione; in rapporto al PIL, per effetto della dinamica sostenuta del prodotto nominale, si ridurrebbe rispettivamente di oltre 2 e di circa 4 punti percentuali.

L'onere medio del debito era del 3,0 per cento alla fine di marzo, leggermente in calo rispetto al valore di fine 2022 (fig. 29); la vita residua corrispondeva a 7,7 anni al termine di maggio, un valore in linea con quello dello scorso dicembre.

**È stato rafforzato il taglio dei contributi sociali e sono state prorogate alcune misure di sostegno a fronte dei rincari energetici**

Il DL 48/2023 (convertito dalla L. 85/2023) ha rafforzato la riduzione del cuneo fiscale introdotta dalla legge di bilancio per il 2023 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2023): per il secondo semestre dell'anno in corso il taglio dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti sale da 3 a 7 punti percentuali per i redditi sino a 25.000 euro e da 2 a 6 punti percentuali per quelli sino a 35.000 euro. Alla fine di giugno, con il DL 79/2023, il Governo ha

confermato alcune misure di natura temporanea volte a contenere gli effetti dei rincari dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese: sono stati prorogati fino al 30 settembre il rafforzamento dei bonus sociali, l'azzeramento degli oneri di sistema relativi al gas naturale e la riduzione dell'aliquota IVA al 5 per cento per le somministrazioni di gas metano usato per combustione per usi civili e industriali<sup>15</sup>. I provvedimenti varati negli ultimi mesi accrescono l'indebitamento netto di 3,4 miliardi nel 2023, in linea con lo scostamento di bilancio autorizzato dal Parlamento in aprile.

**La Commissione raccomanda una politica di bilancio prudente e una rapida attuazione del PNRR...**

Nel mese di maggio la Commissione ha aggiornato le previsioni per i conti pubblici dei paesi dell'Unione europea e ha presentato le raccomandazioni specifiche per ciascuno Stato membro. Per l'Italia prevede un disavanzo pari al 4,5 per cento nell'anno in corso e al 3,7 nel successivo, sostanzialmente in linea con i programmi contenuti nel DEF 2023 (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica* nella *Relazione annuale* sul 2022). La Commissione ha esortato l'Italia a porre termine alle misure di contrasto ai rincari dei beni energetici entro la fine dell'anno in corso e a limitare la crescita della spesa

primaria netta. Ha auspicato inoltre una rapida ed efficace revisione del PNRR, con la pronta definizione del capitolo di spesa relativo al programma *REPowerEU*, evidenziando altresì la necessità di assicurare un'opportuna governance del Piano e di rafforzare la capacità amministrativa, in particolare a livello locale. La Commissione ha raccomandato infine l'adozione della legge delega per la riforma fiscale e una sua puntuale attuazione, che razionalizzi l'insieme delle agevolazioni fiscali e riduca la complessità normativa. Ha sottolineato l'importanza

<sup>15</sup> Il provvedimento impiega risorse per un importo contenuto (quasi 500 milioni di euro) e individua le coperture in risparmi di spesa principalmente connessi con il minore utilizzo dei fondi stanziati per le medesime finalità nella legge di bilancio per il 2023.

del taglio del cuneo fiscale sul lavoro e ha suggerito di spostare il carico fiscale dai fattori produttivi ai consumi e alle rendite (anche attraverso l'aggiornamento dei valori catastali).

**... che sarà aggiornato entro l'estate**

Lo scorso maggio è stata presentata in Consiglio dei ministri la terza Relazione sullo stato di attuazione del PNRR. Il Governo prevede di presentare alla Commissione europea una versione aggiornata del Piano entro il mese di agosto e di includervi un capitolo di spesa per i progetti legati a *REPowerEU*. La quantificazione delle risorse che serviranno a finanziare questi progetti sarà disponibile al termine dell'aggiornamento; in aggiunta ai fondi richiesti per mezzo di *REPowerEU*, l'Esecutivo intenderebbe utilizzare ulteriori 6 miliardi (3 dai fondi di coesione e 3 da altri fondi europei) per rafforzare le infrastrutture energetiche e promuovere le energie rinnovabili. Entro l'estate è previsto l'incasso della terza rata (19 miliardi) nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Nelle intenzioni del Governo la richiesta di pagamento della quarta rata (16 miliardi), relativa a 27 traguardi e obiettivi del primo semestre di quest'anno, sarà presentata in concomitanza con il Piano aggiornato.

## 2.10 LE PROSPETTIVE

*Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano, alla luce delle informazioni congiunturali più recenti, quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 16 giugno. Nello scenario di base il PIL aumenterebbe dell'1,3 per cento quest'anno, dello 0,9 nel 2024 e dell'1,0 nel 2025. L'inflazione sarebbe pari al 6,0 per cento quest'anno e scenderebbe al 2,3 nel 2024 e al 2,0 nel 2025. Il quadro macroeconomico continua a essere caratterizzato da forte incertezza, con rischi orientati al ribasso per la crescita e bilanciati sull'inflazione.*

**Il quadro macroeconomico assume prezzi delle materie prime stabili e un peggioramento delle condizioni di accesso al credito**

Nello scenario si ipotizza che le tensioni connesse con il conflitto in Ucraina non comportino ulteriori difficoltà nell'approvvigionamento di materie prime energetiche; coerentemente, i prezzi delle stesse rimarrebbero in larga misura stabili nel triennio di previsione e su livelli nettamente più contenuti di quelli del 2022 (tav. 9).

Lo scenario inoltre tiene conto per l'anno in corso di un significativo rallentamento del commercio mondiale, cui seguirebbe una dinamica leggermente più sostenuta nel 2024 e nel 2025. I tassi di interesse nominali, in linea con le aspettative degli operatori di mercato, aumenterebbero ancora quest'anno, per ridursi gradualmente nel biennio successivo. L'inasprimento delle condizioni monetarie si tradurrebbe in un incremento dei costi di finanziamento e in condizioni di accesso al credito più rigide, coerentemente con i più recenti segnali provenienti dalle indagini presso banche e imprese. È inoltre incorporato l'utilizzo dei fondi europei nell'ambito del programma NGEU sulla base delle informazioni aggiornate relative al PNRR.

**Il PIL rallenterebbe nel triennio a poco più dell'1 per cento, in media**

Nelle nuove proiezioni, riviste leggermente al ribasso nel biennio 2024-25 rispetto a quelle pubblicate in giugno, il PIL salirebbe dell'1,3 per cento in media d'anno nel 2023 e dell'1 per cento circa sia nel 2024 sia nel 2025 (tav. 10 e fig. 30). L'attività economica, sostenuta nel primo trimestre da tutte le principali componenti della domanda interna e in particolare dai consumi, avrebbe rallentato in primavera (cfr. il par. 2.1). La decele-

Tavola 9

Scenario macroeconomico: ipotesi sulle principali variabili esogene				
VOCI	2022	2023	2024	2025
Domanda estera potenziale (1)	6,7	1,5	3,2	3,1
Dollaro/euro (2)	1,05	1,09	1,09	1,09
Cambio effettivo nominale (1) (3)	1,1	-1,8	-0,1	0,0
Prezzo del greggio (2) (4)	100,8	76,2	71,7	69,3
Prezzo del gas naturale (2) (5)	123,1	42,9	51,9	44,1
Tasso Euribor a tre mesi (2)	0,3	3,5	3,8	3,2
Tasso BOT a 1 anno (2)	0,9	3,6	3,6	3,2
Tasso BTP a 10 anni (2)	3,2	4,2	4,3	4,4

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat disponibili al 7 luglio.  
(1) Variazioni percentuali. – (2) Medie annue. – (3) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (4) Dollari per barile, qualità Brent. – (5) Euro per megawattora.

## Scenario macroeconomico

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

VOCI	2022	2023	2024	2025
PIL (1)	3,8	1,3	0,9	1,0
Consumi delle famiglie	4,6	1,3	1,2	1,1
Consumi collettivi	0,0	1,3	-0,2	0,5
Investimenti fissi lordi	9,7	2,8	-0,3	0,6
di cui: investimenti in beni strumentali	7,3	3,5	-1,4	0,5
Esportazioni totali	10,2	1,5	2,8	2,8
Importazioni totali	12,5	-0,1	2,1	2,6
Variazione delle scorte (2)	-0,4	-0,9	0,0	0,0
Prezzi (IPCA)	8,7	6,0	2,3	2,0
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	3,3	4,5	2,4	2,0
Deflatore del PIL	3,0	5,4	2,6	3,5
Occupazione (ore lavorate)	4,4	2,0	0,5	0,4
Occupazione (numero di occupati)	2,5	1,5	0,4	0,3
Tasso di disoccupazione (3)	8,1	7,7	7,6	7,6
Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (4)	-1,2	1,7	2,2	2,6

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. Quadro previsto per l'Italia basato sulle informazioni disponibili al 7 luglio (per la formulazione delle ipotesi tecniche) e all'11 luglio (per i dati congiunturali).

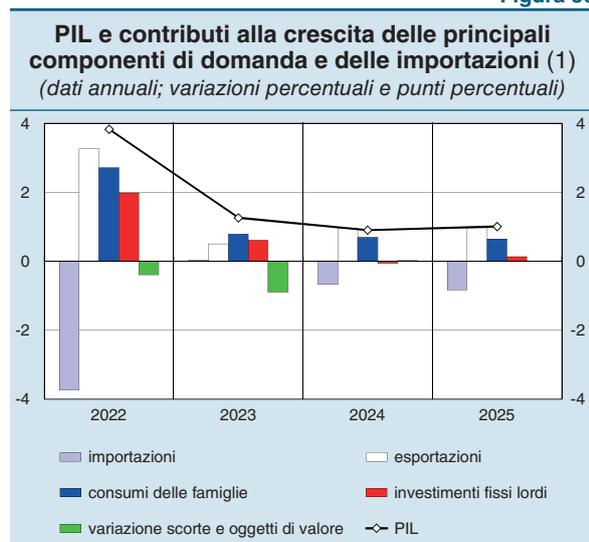
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Media annua; valori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

razione riflette soprattutto un indebolimento della dinamica degli investimenti privati, che si accentuerebbe nella seconda metà del 2023 e nel 2024 per effetto dell'aumento dei tassi di interesse e dell'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito. L'impatto sul prodotto verrebbe in parte compensato dagli effetti connessi con il rientro delle pressioni inflazionistiche e con i maggiori investimenti pubblici programmati nel PNRR.

**L'inflazione si ridurrebbe, principalmente per effetto del calo dei prezzi delle materie prime energetiche**

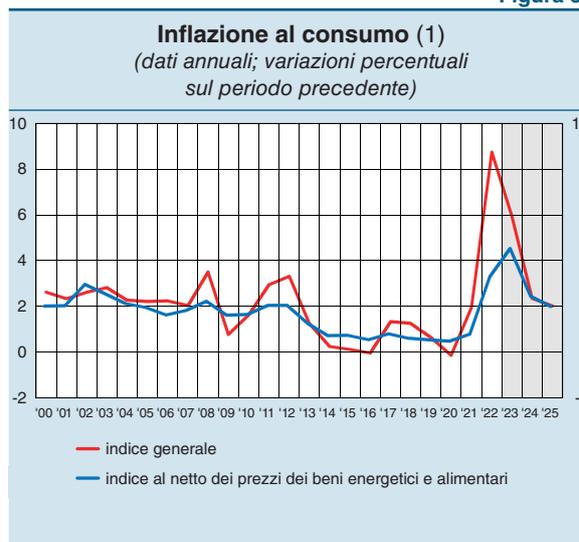
L'inflazione al consumo armonizzata sarebbe pari al 6,0 per cento nella media di quest'anno (8,7 nel 2022), e si ridurrebbe al 2,3 per cento nel 2024 e al 2,0 nel 2025 (tav. 10 e fig. 31). Il profilo decrescente riflette soprattutto il netto rallentamento dei prezzi all'importazione, determinato in larga misura dalla flessione dei prezzi delle materie prime energetiche. L'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici rimarrebbe elevata nel corso del 2023 (in media al 4,5 per cento), sospinta in gran parte dalla trasmissione

Figura 30



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

Figura 31



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

graduale dei passati rincari dei beni energetici, per attenuarsi nel biennio successivo, al 2,4 per cento nel 2024 e al 2,0 nel 2025. L'inflazione interna, misurata con il deflatore del PIL, salirebbe oltre il 5 per cento nel 2023 (dal 3,0 per cento nel 2022), per riportarsi a circa il 3 in media nel successivo biennio; all'aumento contribuirebbe principalmente l'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

**La domanda di lavoro continuerebbe ad aumentare**

Le ore lavorate e il numero di occupati, cresciuti con una dinamica molto sostenuta nel primo trimestre di quest'anno (cfr. il par. 2.5), continuerebbero a espandersi nel triennio, sebbene a un ritmo inferiore a quello del PIL. Il tasso di disoccupazione si ridurrebbe solo lievemente, anche a seguito dell'incremento della partecipazione al mercato del lavoro.

**La crescita dei consumi sarebbe favorita dalla minore inflazione...**

I consumi delle famiglie, tornati a salire nei primi tre mesi del 2023, aumenterebbero ulteriormente grazie al progressivo rientro dell'inflazione e a un rafforzamento della dinamica salariale.

In media, la spesa delle famiglie crescerebbe di poco più dell'1 per cento all'anno per tutto il triennio di previsione (fig. 32). Il tasso di risparmio, pari al 7,6 per cento nel primo trimestre di quest'anno, si porterebbe alla fine dell'orizzonte previsivo su un livello appena superiore all'8 per cento.

**... mentre gli investimenti verrebbero rallentati da condizioni creditizie più restrittive**

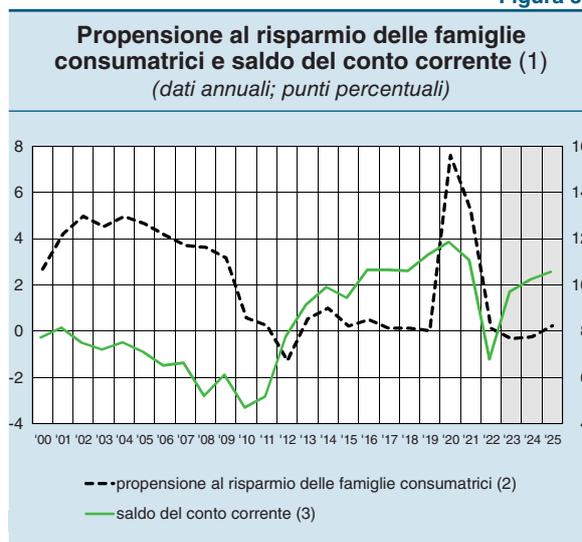
Gli investimenti rallenterebbero, frenati nel settore privato dal rialzo dei costi di finanziamento e da condizioni più restrittive nell'accesso al credito. La spesa in edilizia residenziale beneficerebbe ancora nel 2023 degli effetti delle residue misure di sostegno al settore, per poi diminuire nel biennio successivo.

In media d'anno, gli investimenti aumenterebbero di quasi il 3 per cento nel 2023 (dal 9,7 del 2022) e sarebbero poco più che stagnanti nel complesso dei due anni seguenti, in cui la contrazione degli investimenti privati verrebbe compensata dall'incremento di quelli pubblici. Complessivamente, il rapporto tra investimenti totali e PIL si manterrebbe vicino al 22 per cento, un livello elevato nel confronto storico; per la componente in costruzioni il rapporto rimarrebbe in prossimità della media precedente la crisi finanziaria globale del 2007-08 (fig. 33).

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

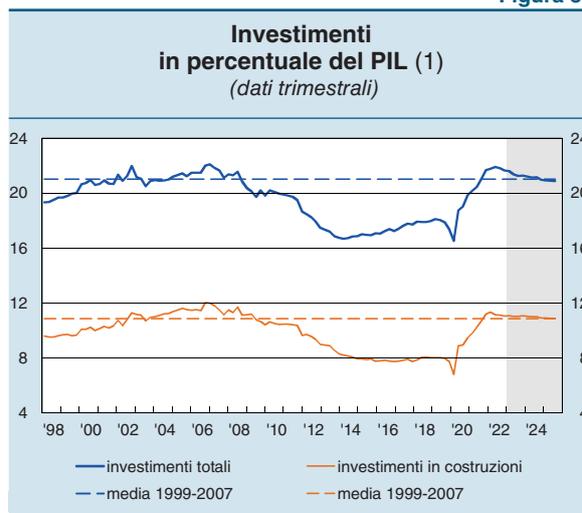
Dopo una ripresa molto marcata nel biennio 2021-22, sostenuta per la componente dei beni anche dal rafforzamento della competitività e per quella dei servizi dalla normalizzazione dei

**Figura 32**



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

**Figura 33**



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

flussi turistici internazionali, le esportazioni rallenterebbero quest'anno, sotto il 2 per cento, per espandersi in media di poco meno del 3 nei prossimi due anni, in linea con l'andamento della domanda estera di beni e servizi italiani. Le importazioni crescerebbero meno delle esportazioni, a seguito dell'indebolimento della domanda interna, in particolare di quella di beni strumentali, caratterizzata da un elevato contenuto di prodotti importati. Il saldo di conto corrente tornerebbe positivo quest'anno, soprattutto grazie alla significativa riduzione del disavanzo della bilancia energetica, determinata dal calo dei prezzi delle materie prime, e continuerebbe ad aumentare nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *La bilancia energetica: recenti dinamiche e prospettive per il 2023*). Ne deriverebbe un ulteriore rafforzamento della posizione creditoria netta nei confronti dell'estero, che nel 2022 è stata pari al 3,5 per cento del PIL (cfr. il par. 2.4).

**Le proiezioni di crescita sono riviste al rialzo nel 2023 e al ribasso nel biennio successivo, quelle di inflazione al ribasso nel periodo 2023-24**

Rispetto allo scenario pubblicato nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, le proiezioni di crescita sono state riviste al rialzo per quest'anno (di 0,7 punti percentuali), e al ribasso sia per il 2024 sia per il 2025 (di 0,3 e di 0,2 punti percentuali, rispettivamente). Le revisioni per l'anno in corso riflettono andamenti migliori delle attese nel primo trimestre; quelle al ribasso per il biennio 2024-25 sono in larga misura riconducibili agli effetti di un maggiore deterioramento delle condizioni creditizie. L'inflazione al consumo è stata corretta al ribasso quest'anno e il prossimo di 0,5 e di 0,3 punti percentuali, principalmente per la discesa più marcata dei corsi energetici, mentre è rimasta invariata nel 2025.

Le proiezioni di crescita per il 2023 e per il 2024 sono in linea con quelle diffuse di recente dalla Commissione europea, dal Fondo monetario internazionale e dall'OCSE, e più favorevoli di quelle dei principali previsori privati censiti da Consensus Economics (tav. 11). Le stime di inflazione per il 2023 sono inferiori a quelle dell'OCSE, mentre sono in linea con le stime della Commissione e di Consensus Economics; quelle per il 2024 sono generalmente più contenute rispetto agli altri previsori.

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

Nel complesso queste proiezioni sono circondate da un'incertezza elevata, con rischi per la crescita orientati prevalentemente al ribasso. L'evoluzione del

conflitto in Ucraina, con i suoi possibili effetti sui prezzi delle materie prime e sulla fiducia di famiglie e imprese, rimane una fonte di rischio rilevante. Un ulteriore fattore di incertezza è legato all'evoluzione dell'attività economica globale, che potrebbe subire un maggiore ridimensionamento a seguito della restrizione monetaria in atto nella gran parte delle economie avanzate. L'evoluzione del PIL italiano potrebbe inoltre risentire di un più forte irrigidimento delle condizioni di offerta del credito. I rischi per l'inflazione sono invece bilanciati: pressioni al rialzo potrebbero provenire, oltre che dal riacutizzarsi delle tensioni sui mercati delle materie prime energetiche, da una trasmissione più graduale e incompleta, rispetto alle regolarità storiche, della recente discesa dei corsi dell'energia ai prezzi degli altri beni e dei servizi. Rischi al ribasso sono invece associati al deterioramento più marcato e duraturo della domanda aggregata rispetto a quanto incorporato nello scenario qui presentato.

**Tavola 11**

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

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2023	2024	2023	2024
FMI (maggio/aprile)	1,1	1,1	4,5	2,6
OCSE (giugno)	1,2	1,0	6,4	3,0
Commissione europea (maggio)	1,2	1,1	6,1	2,9
Consensus Economics (luglio)	1,1	0,8	6,1	2,5
per memoria: Banca d'Italia (gennaio)	0,6	1,2	6,5	2,6
Banca d'Italia (luglio)	1,3	0,9	6,0	2,3

Fonte: FMI, *Italy: Staff Concluding Statement of the 2023 Article IV Mission*, 26 maggio 2023 (per la crescita) e *World Economic Outlook*, aprile 2023 (per l'inflazione); OCSE, *OECD, Economic Outlook*, giugno 2023; Commissione europea, *European Economic Forecast. Spring 2023*, giugno 2023; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, luglio 2023; Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 1, 2023.

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