



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

gennaio 2024

1 | 2024





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 1 / 2024**  
**Gennaio**

---

*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, 2024

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

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

**Direttore responsabile**

Sergio Nicoletti Altimari

**Comitato di redazione**

Filippo Vergara Caffarelli e Marianna Riggi (coordinamento), Donato Ceci, Emanuele Ciani, Davide Delle Monache, Valerio Ercolani, Lucia Esposito, Marco Fruzzetti, Giacomo Oddo, Luca Rossi

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

Riquadri: Davide Delle Monache, Alessandro Modica, Giacomo Oddo, Andrea Petrella, Enrico Tosti

**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)

DOI <https://doi.org/10.32057/0.be.2024.1>

Aggiornato con i dati disponibili al 12 gennaio 2024, 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                                    | 10 |
| 1.3 I mercati finanziari internazionali                 | 18 |
| <b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA                            |    |
| 2.1 La fase ciclica                                     | 20 |
| 2.2 Le imprese                                          | 23 |
| 2.3 Le famiglie                                         | 25 |
| 2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti | 26 |
| 2.5 Il mercato del lavoro                               | 30 |
| 2.6 La dinamica dei prezzi                              | 32 |
| 2.7 Le banche                                           | 34 |
| 2.8 Il mercato finanziario                              | 38 |
| 2.9 La finanza pubblica                                 | 40 |

---

## INDICE DEI RIQUADRI

|                                                                                              |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| L'andamento degli aggregati monetari nell'attuale ciclo restrittivo della politica monetaria | 16 |
| Lo scenario macroeconomico pubblicato in dicembre                                            | 21 |
| Il commercio marittimo e gli attacchi alle navi nel Mar Rosso                                | 28 |
| Le revisioni al <i>Piano nazionale di ripresa e resilienza</i>                               | 43 |

---

L'Appendice statistica è disponibile sul sito internet [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

---

## AVVERTENZE

---

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

Segni convenzionali:

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

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

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

---

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'espresso consenso scritto di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non garantiscono l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza o la disponibilità delle informazioni e non sono responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa o dai risultati ottenuti dall'uso di tali informazioni. ICE e i suoi fornitori terzi non si assumono alcuna responsabilità in relazione all'uso di tali dati o marchi. ICE e i suoi fornitori terzi declinano qualsiasi garanzia espressa o implicita, incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le garanzie di commerciabilità o di idoneità per uno scopo o un uso particolare. In nessun caso ICE e i suoi fornitori terzi saranno responsabili per danni diretti, indiretti, o conseguenti, costi, spese, spese legali o perdite (compresi il mancato guadagno o il mancato profitto e i costi di opportunità) in relazione all'uso da parte della Banca d'Italia o di altri dei dati o dei servizi di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non sponsorizzano, appoggiano o raccomandano alcuna parte di questa ricerca e/o presentazione".

---



## SINTESI

### **L'economia mondiale rallenta ulteriormente**

*Negli Stati Uniti emergono alcuni segnali di indebolimento dell'attività economica e in Cina la crescita rimane al di sotto dei valori pre-pandemici. Le più recenti stime dell'OCSE prefigurano per il 2024 un rallentamento del PIL globale al 2,7 per cento, per effetto delle politiche monetarie restrittive e del peggioramento della fiducia di consumatori e imprese. Permangono elevati rischi al ribasso derivanti dalle tensioni politiche internazionali, in particolare in Medio Oriente. I nostri modelli prevedono una dinamica modesta degli scambi di merci e servizi nell'anno in corso, sui quali incide la debolezza della domanda mondiale. I prezzi del greggio e del gas naturale sono rimasti contenuti nonostante gli attacchi al traffico navale nel Mar Rosso.*

### **La Federal Reserve e la Bank of England hanno lasciato invariati i tassi di riferimento**

*In autunno l'inflazione di fondo negli Stati Uniti e nel Regno Unito si è ridotta. Sia la Federal Reserve sia la Bank of England hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento, comunicando che l'orientamento della politica monetaria rimarrà restrittivo finché l'inflazione non tornerà in linea con i rispettivi obiettivi. La revisione al ribasso delle aspettative degli operatori sui tassi ufficiali negli Stati Uniti e in Europa ha indotto un allentamento delle condizioni sui mercati finanziari internazionali.*

### **Nell'area dell'euro l'attività economica resta debole e il processo di disinflazione si consolida**

*La stagnazione nell'area dell'euro sarebbe proseguita nello scorcio del 2023, riflettendo lo scarso dinamismo della domanda interna ed estera. La persistente debolezza del ciclo manifatturiero e delle costruzioni si è estesa anche ai servizi. L'occupazione tuttavia ha continuato a crescere. Negli ultimi mesi l'inflazione è stata inferiore alle attese e la disinflazione si è estesa a tutte le principali componenti del paniere, incluse quelle i cui prezzi avevano*

*iniziato a salire con più ritardo. Nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema elaborate in dicembre la dinamica dei prezzi al consumo scenderà ancora: dal 5,4 per cento nel 2023 si porterà al 2,7 nel 2024, al 2,1 nel 2025 e all'1,9 nel 2026.*

### **La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali**

*Nelle riunioni di ottobre e dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento, ritenendo che, se mantenuti sui livelli attuali per un periodo sufficientemente lungo, possano fornire un contributo sostanziale al ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento. Il Consiglio inoltre ha deciso di ridurre gradualmente durante la seconda metà del 2024, fino ad azzerarli, i reinvestimenti dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica. Nell'area dell'euro i passati rialzi dei tassi ufficiali continuano a trasmettersi al costo dei finanziamenti a famiglie e imprese; le une e le altre hanno diminuito notevolmente la domanda di credito. La restrizione monetaria ha contribuito a determinare un forte rallentamento degli aggregati monetari, guidato in particolare dalla dinamica dei depositi in conto corrente. I rendimenti sui titoli pubblici decennali sono diminuiti e sono scesi i differenziali di quelli italiani con i corrispondenti titoli tedeschi.*

### **In Italia il prodotto è rimasto stazionario nel quarto trimestre del 2023**

*Secondo nostre stime la crescita in Italia è stata pressoché nulla alla fine del 2023, frenata dall'inasprimento delle condizioni creditizie, nonché dai prezzi dell'energia ancora elevati; i consumi hanno ristagnato e gli investimenti si sono contratti. L'attività è tornata a scendere nella manifattura, mentre si è stabilizzata nei servizi; è aumentata nelle costruzioni, che hanno continuato a beneficiare degli incentivi fiscali. Nelle nostre proiezioni elaborate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, il PIL aumenterà dello 0,6 per cento nel 2024 (rispetto allo 0,7 stimato per il*

2023) e dell'1,1 per cento in ciascuno dei due anni successivi.

**Si consolida il surplus di conto corrente**

*In autunno sono aumentate le esportazioni. Nel terzo trimestre il saldo di conto corrente è risultato positivo, grazie all'ulteriore riduzione del disavanzo energetico e all'aumento dell'avanzo dei beni non energetici. Gli investitori non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani ed è proseguito il miglioramento del saldo debitorio su TARGET. La posizione creditoria netta sull'estero si è ancora rafforzata.*

**L'occupazione continua a crescere e la dinamica salariale rimane robusta**

*A ottobre e novembre del 2023 il mercato del lavoro ha mostrato segnali di tenuta: l'occupazione ha continuato a crescere, anche se a ritmi inferiori rispetto alla prima parte dell'anno. Il tasso di partecipazione ha raggiunto un nuovo massimo da quando la serie è calcolata, mentre quello di disoccupazione è rimasto stabile. Nel terzo trimestre si è ulteriormente rafforzata la dinamica delle retribuzioni nel settore privato non agricolo. I margini di profitto, rimasti sopra i livelli pre-pandemici nonostante la recente lieve flessione, e il calo dei costi degli input potrebbero consentire alle imprese di assorbire le pressioni salariali senza determinare nuovi aumenti dei prezzi.*

**Si intensifica il calo dell'inflazione**

*La discesa dell'inflazione si è accentuata e si è estesa ai beni industriali non energetici e ai servizi. In dicembre la crescita dei prezzi al consumo si è collocata allo 0,5 per cento (al 3,0 al netto delle componenti più volatili). Le famiglie e le imprese si attendono un allentamento delle pressioni inflazionistiche nel breve e nel medio termine. Secondo le nostre previsioni elaborate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, l'aumento dei prezzi al consumo si ridurrà all'1,9 per cento nel 2024 (dal 5,9 nel 2023), per poi scendere gradualmente fino all'1,7 nel 2026; l'inflazione di fondo diminuirà al 2,2 per cento nell'anno in corso (dal 4,5 nel 2023) e si porterà sotto il 2 per cento nel biennio successivo.*

**La restrizione monetaria continua a trasmettersi al mercato del credito**

*La dinamica dei prestiti ri-specchia ancora la marcata debolezza della domanda di finanziamenti e la rigidità dei criteri di offerta, coerentemente con l'orientamento restrittivo della politica monetaria. I passati rialzi dei tassi ufficiali continuano a incidere sul costo del credito alle imprese in maniera più intensa rispetto a quanto suggerito dalle regolarità storiche. La restrizione monetaria sta determinando anche una flessione della raccolta bancaria. Migliora la redditività, resta contenuto il tasso di deterioramento dei prestiti e aumenta il livello di patrimonializzazione delle banche.*

**Nel 2023 sarebbe proseguito il miglioramento dei conti pubblici**

*Secondo le informazioni preliminari disponibili, nel 2023 si sarebbero ridotti il disavanzo e l'incidenza del debito sul prodotto. La manovra di bilancio per il triennio 2024-26 è stata approvata a dicembre; nelle valutazioni ufficiali, essa accresce l'indebitamento netto nel 2024 di 0,7 punti percentuali del PIL rispetto al quadro a legislazione vigente ed è coerente con una diminuzione solo marginale del rapporto tra il debito e il prodotto nell'arco del triennio. A dicembre l'Unione europea ha approvato la revisione del Piano nazionale di ripresa e resilienza e ha erogato la quarta rata di pagamento.*

**È stato raggiunto l'accordo sulla riforma delle regole di bilancio europee**

*Nella seconda metà di dicembre il Consiglio della UE ha raggiunto un'intesa sulla riforma del Patto di stabilità e crescita. L'accordo incorpora le principali novità della proposta legislativa avanzata nella scorsa primavera dalla Commissione europea, ossia la centralità dell'analisi di sostenibilità del debito nel medio periodo e il ruolo delle negoziazioni con ciascuno Stato membro per definire il processo di consolidamento di bilancio. Tuttavia sono stati aggiunti ulteriori criteri numerici, uguali per tutti i paesi, che vincolano la dinamica del debito e il disavanzo strutturale. Sono in corso negoziati tra le istituzioni europee per perfezionare il testo normativo.*



# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

*Alla fine del 2023 l'attività economica mondiale si è ulteriormente indebolita. La produzione manifatturiera ha continuato a ristagnare e la dinamica dei servizi ha perso vigore. Negli Stati Uniti, dopo la forte espansione dei consumi nel terzo trimestre, sono emersi alcuni segnali di rallentamento dell'attività; in Cina il protrarsi della crisi del settore immobiliare sta frenando la crescita, che rimane ben al di sotto del periodo pre-pandemico. Gli scambi internazionali hanno registrato una dinamica modesta, su cui hanno inciso la debolezza della domanda di beni e la stretta monetaria a livello globale. Dopo l'accentuata volatilità di inizio ottobre, i prezzi del greggio e del gas naturale sono diminuiti e sono rimasti contenuti nonostante gli attacchi al traffico navale nel Mar Rosso. In autunno l'inflazione di fondo si è ridotta negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove le rispettive banche centrali hanno mantenuto i tassi invariati.*

**Negli Stati Uniti la crescita del PIL è aumentata più delle attese nel terzo trimestre...**

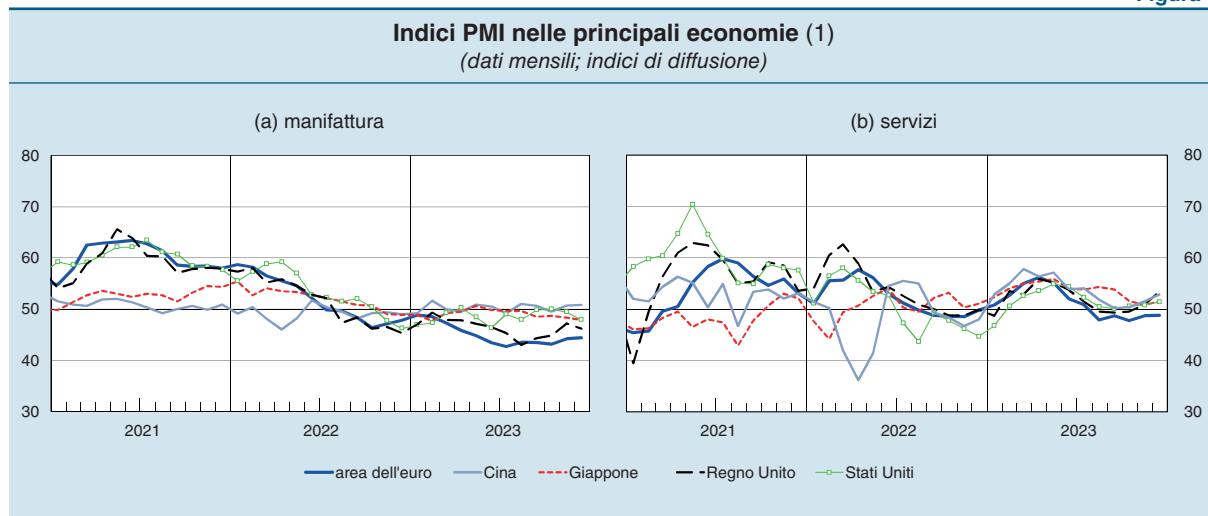
Nei mesi estivi il prodotto è cresciuto del 4,9 per cento negli Stati Uniti, sospinto dai consumi delle famiglie; in Cina l'attività economica ha decelerato, nonostante le misure di contrasto alla crisi del settore immobiliare (tav. 1; cfr. il riquadro: *La crisi del settore immobiliare cinese e le possibili ricadute sull'economia globale*, in *Bollettino economico*, 4, 2023). Dopo la netta accelerazione nei primi due trimestri dell'anno, il PIL si è contratto in Giappone, a seguito di una riduzione degli investimenti, e in misura inferiore nel Regno Unito.

**Tavola 1**

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

Fonte: per i dati sulla crescita dei singoli paesi, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2023.  
(1) 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 sul periodo corrispondente. – (2) Punti percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report*, settembre 2023. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Figura 1



Fonte: Markit e Standard & Poor's.

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

**... ma si è  
nel complesso  
attenuata nello  
scorcio dell'anno**

Gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) delle imprese manifatturiere nelle principali economie avanzate sono rimasti sotto la soglia di espansione anche nel quarto trimestre (fig. 1.a); nei servizi l'attività si è mantenuta debole rispetto al picco raggiunto in primavera (fig. 1.b).

**Nel 2024  
il commercio mondiale  
si espanderebbe  
a ritmi modesti...**

Nel terzo trimestre il volume degli scambi commerciali si è contratto. Ha pesato l'inasprimento delle condizioni monetarie e finanziarie internazionali, in particolare per i beni di investimento. Secondo i dati più recenti, gli scambi globali sono lievemente cresciuti nel quarto trimestre, ma la debolezza si è estesa al comparto dei servizi. Nostre stime prefigurano un'espansione dell'interscambio mondiale dello 0,6 per cento per il 2023 (dal 5,4 del 2022) e una ripresa nell'anno in corso al 2,4 per cento, sostanzialmente in linea con il tasso di crescita atteso per il PIL globale ma al di sotto di quanto osservato nel periodo pre-pandemico. Come per il 2023, l'elevato costo del credito potrebbe ancora frenare la domanda globale di beni di investimento e durevoli. Eventuali interruzioni nelle catene globali del valore, derivanti in particolare dagli attacchi al traffico navale nel Mar Rosso, o aumenti nei prezzi dell'energia causati da un'evoluzione sfavorevole della guerra in Medio Oriente costituiscono ulteriori rischi al ribasso.

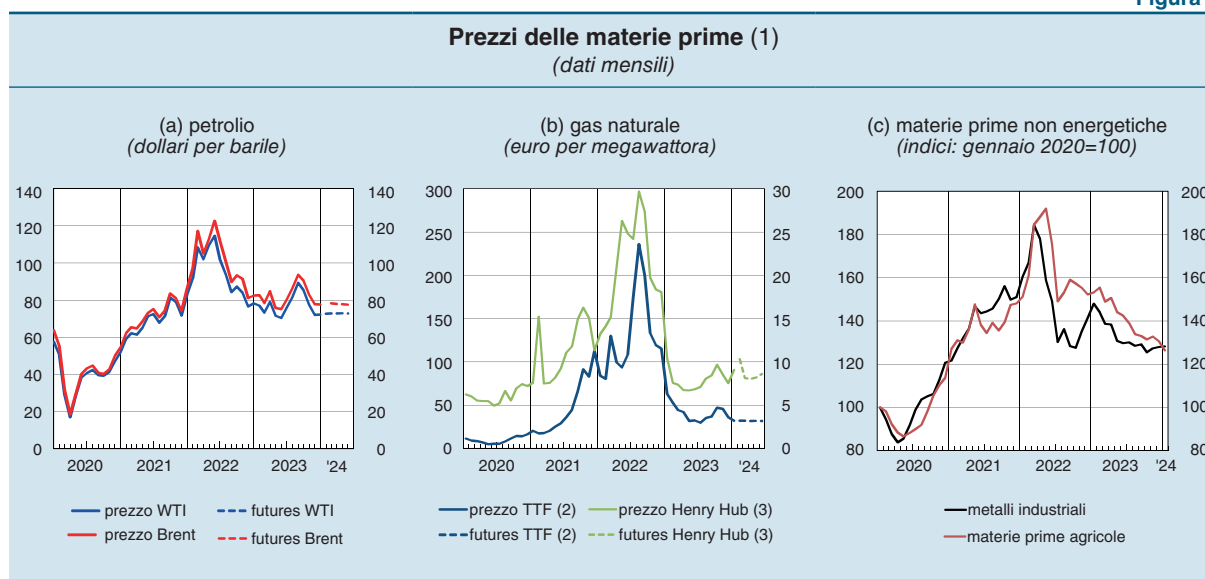
**... e la crescita  
globale si ridurrebbe**

Sul quadro economico internazionale continuano a pesare gli effetti della restrizione monetaria e il peggioramento della fiducia di consumatori e imprese. Un'estensione su scala regionale del conflitto mediorientale costituisce un rischio significativo per la crescita e per l'inflazione. In base alle stime pubblicate a novembre dall'OCSE, nel 2024 il PIL mondiale rallenterebbe al 2,7 per cento, dal 2,9 del 2023.

**È diminuito sia  
il prezzo del greggio...**

Dopo avere toccato un picco di 94 dollari al barile nella prima metà di ottobre, a seguito dello scoppio del conflitto in Medio Oriente, il prezzo del Brent è successivamente sceso, beneficiando di un'offerta mondiale superiore alle attese e di una domanda più contenuta (fig. 2.a). In novembre, nonostante gli annunci di ulteriori tagli alla produzione di greggio da parte dell'OPEC+, le difficoltà di coordinamento all'interno del cartello si sono tradotte in spinte al ribasso sulle quotazioni, che si sono portate poco sotto gli 80 dollari al barile.

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 dicembre 2023; il dato di gennaio 2024 si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 12 gennaio 2024. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 12 gennaio 2024. — (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF nei Paesi Bassi. — (3) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra.

### ... sia quello del gas naturale

Il prezzo del gas naturale di riferimento per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) è salito temporaneamente dopo gli attacchi terroristici in Israele dell'inizio di ottobre e la concomitante interruzione di un gasdotto in Finlandia (fig. 2.b). Le quotazioni si sono riportate successivamente su livelli prossimi a quelli osservati in settembre. Nel quarto trimestre gli stoccaggi di gas naturale nell'Unione europea si sono collocati ben al di sopra della media storica, a causa della moderata domanda industriale e delle temperature superiori alla media stagionale. I corsi internazionali dei metalli industriali sono saliti alla fine di ottobre (fig. 2.c), riflettendo in particolare il rincaro del rame e del ferro.

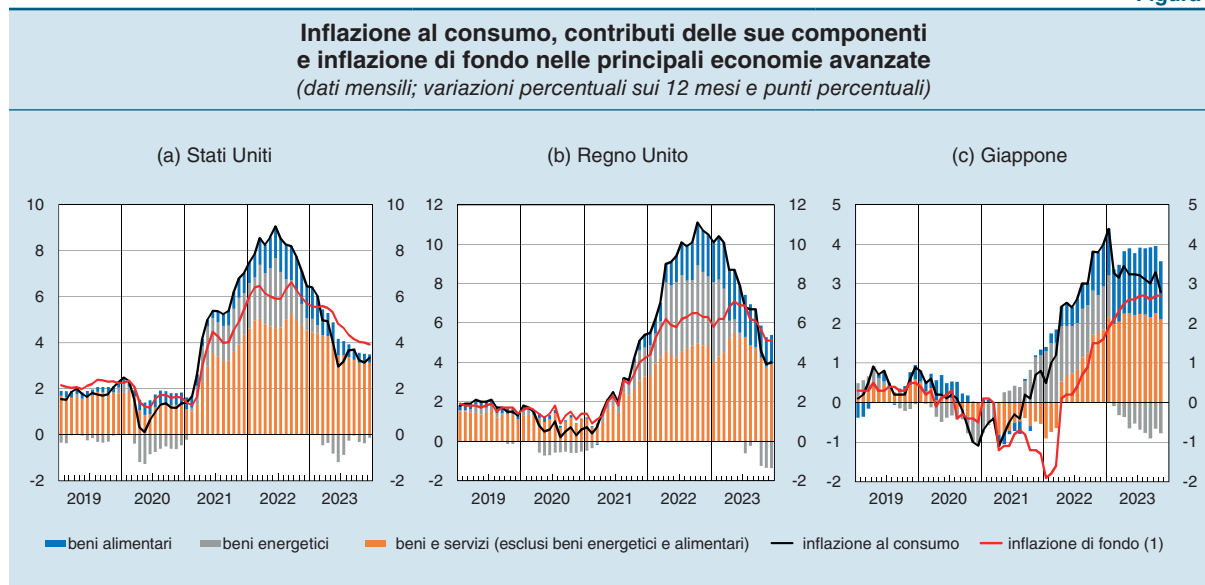
### È proseguita la flessione dell'inflazione di fondo negli Stati Uniti e nel Regno Unito

Dalla fine dell'estate l'inflazione al consumo è scesa negli Stati Uniti e nel Regno Unito, beneficiando della marcata riduzione dei prezzi energetici e, in misura minore, dell'andamento della componente di fondo (3,9 e 5,1 per cento in dicembre, rispettivamente nei due paesi; figg. 3.a e 3.b). In Giappone l'incremento delle retribuzioni ha contribuito a sostenere i prezzi al consumo, ma l'inflazione di fondo rimane contenuta nel confronto internazionale (2,7 per cento in novembre; fig. 3.c).

### La Federal Reserve e la Bank of England hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento

In dicembre la Federal Reserve e la Bank of England hanno lasciato invariati i tassi di riferimento per la terza riunione consecutiva, al 5,25-5,50 e al 5,25 per cento, rispettivamente. Entrambe le banche centrali hanno comunicato che l'orientamento della politica monetaria rimarrà restrittivo finché l'inflazione non sarà tornata su livelli compatibili con i propri obiettivi. Le proiezioni sui tassi di riferimento pubblicate in dicembre dalla Federal Reserve indicano che la maggior parte dei membri del Federal Open Market Committee ritiene appropriato allentare la restrizione monetaria più di quanto previsto in settembre sia per il 2024 sia per l'anno successivo. La Banca del Giappone, dopo avere nuovamente allentato in ottobre i criteri di controllo della curva dei rendimenti (indicando che il tetto dell'1,0 per cento sui tassi di interesse decennali debba essere considerato come un valore di riferimento e non più come un limite stringente), a dicembre ha

Figura 3



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) L'inflazione di fondo esclude i beni energetici e alimentari.

lasciato invariato il tasso ufficiale. In Cina, a fronte della crisi del settore immobiliare e di un ristagno dei prezzi al consumo e alla produzione, la Banca centrale ha mantenuto un orientamento espansivo e il governo ha rafforzato le politiche di stimolo fiscale, anche ampliando i limiti per l'indebitamento delle amministrazioni locali.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

*La stagnazione nell'area dell'euro è proseguita nello scorcio del 2023. La persistente debolezza del ciclo manifatturiero e delle costruzioni si sta progressivamente allargando anche al comparto dei servizi. Il processo di disinflazione si estende a tutte le principali componenti del paniere. Nelle riunioni di ottobre e dicembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha lasciato invariati i tassi di interesse ufficiali, ritenendo che i loro attuali livelli, se mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Il Consiglio inoltre intende ridurre gradualmente, durante la seconda metà del 2024, i reinvestimenti dei titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica e terminarli alla fine dell'anno.*

**Nel terzo trimestre  
il PIL è leggermente  
diminuito...**

Nei mesi estivi il prodotto dell'area dell'euro è sceso dello 0,1 per cento sul trimestre precedente (tav. 2). All'espansione dei consumi delle famiglie si sono contrapposti la stagnazione degli investimenti fissi e l'apporto negativo della variazione delle scorte, che ha sottratto 3 decimi di punto alla crescita.

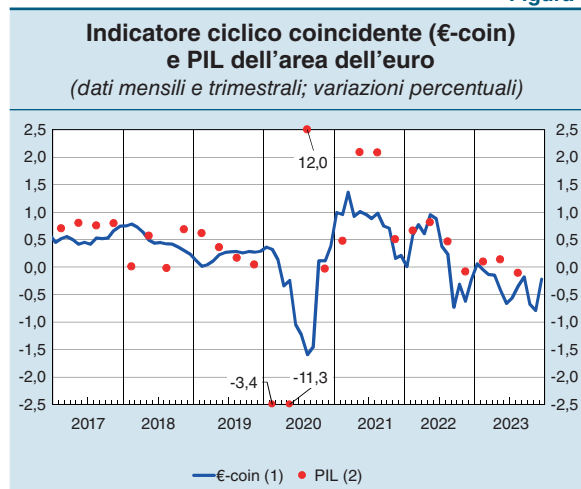
La domanda estera netta non ha fornito alcun contributo alla dinamica del prodotto, a fronte di una flessione delle importazioni e delle esportazioni. Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è diminuito nell'industria in senso stretto e, in misura meno marcata, nelle costruzioni; è lievemente cresciuto nei servizi, in particolare in quelli di informazione e comunicazione e, in modo più contenuto, nelle attività immobiliari. La dinamica del PIL è stata sostanzialmente nulla in tutti i principali paesi tranne che in Spagna, dove ha continuato ad aumentare sospinta dall'espansione dei consumi.

Tavola 2

| Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro<br>(variazioni percentuali) |                  |                      |                      |                         |
|-------------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------------|----------------------|-------------------------|
| PAESI                                                                         | Crescita del PIL |                      |                      | Inflazione              |
|                                                                               | 2022             | 2023<br>2° trim. (1) | 2023<br>3° trim. (1) | 2023<br>dicembre<br>(2) |
| Francia                                                                       | 2,5              | 0,6                  | -0,1                 | 4,1                     |
| Germania                                                                      | 1,8              | 0,1                  | -0,1                 | 3,8                     |
| Italia                                                                        | 3,7              | -0,4                 | 0,1                  | 0,5                     |
| Spagna                                                                        | 5,8              | 0,4                  | 0,3                  | 3,3                     |
| Area dell'euro                                                                | 3,4              | 0,1                  | -0,1                 | 2,9                     |

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

Figura 4



### ... per poi ristagnare nel quarto...

Gli indicatori congiunturali più recenti prefigurano per il quarto trimestre un livello di PIL nell'area pressoché invariato rispetto al periodo precedente. Alla debolezza della manifattura, che sulla base dei dati disponibili fino a novembre e degli indicatori PMI è continuata nel quarto trimestre, si affianca la crescita molto contenuta dell'attività nei servizi. Il ciclo delle costruzioni resta debole, risentendo della rigidità delle condizioni di finanziamento.

### ... frenato sia dalla domanda interna sia da quella estera

Diffusi segnali di debolezza riguardano le componenti della domanda. Nella media del quarto trimestre la fiducia dei consumatori è lievemente diminuita, a causa di attese più negative sulla situazione economica generale. Sebbene l'occupazione nel complesso dell'area abbia continuato a crescere nel terzo trimestre (0,2 per cento sul precedente) e il tasso di disoccupazione sia rimasto stabile (al 6,5 per cento), gli indicatori prospettici più recenti si sono indeboliti nella seconda parte dell'anno. Nella media del quarto trimestre l'indice PMI relativo agli ordini dall'estero si è attestato sotto la soglia di espansione, prefigurando una dinamica delle esportazioni ancora negativa. In dicembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto al netto delle componenti più erratiche, è rimasto negativo (fig. 4).

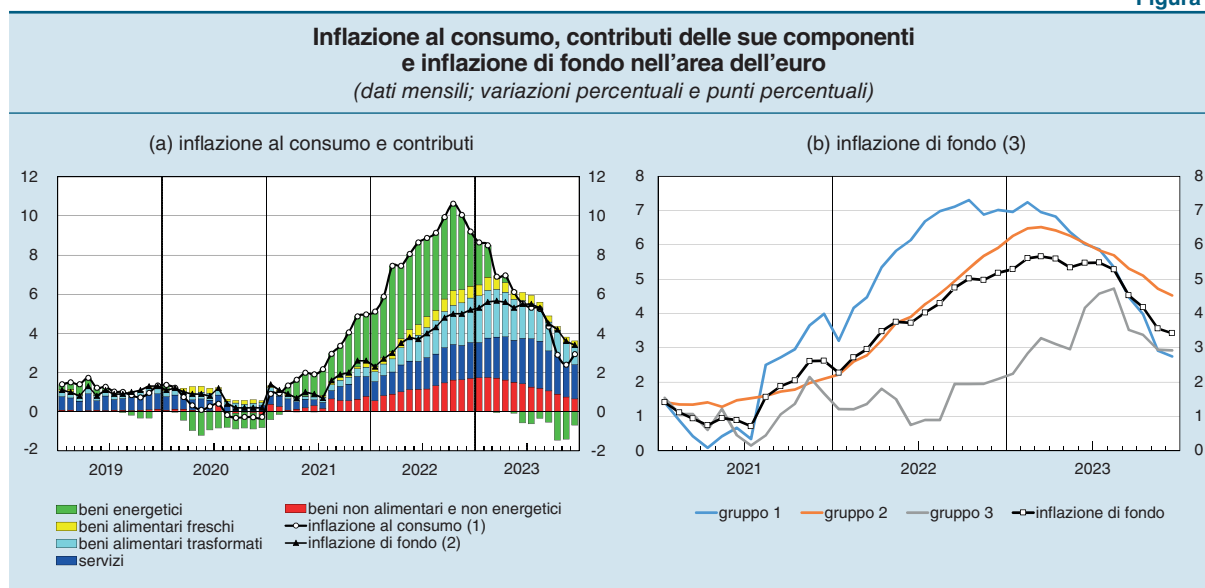
### Le stime di crescita del PIL sono state nuovamente riviste al ribasso

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in dicembre<sup>1</sup>, il prodotto dell'area accelererà allo 0,8 per cento nel 2024 (dallo 0,6 previsto per il 2023) e all'1,5 nel biennio 2025-26. Nel confronto con lo scorso settembre le stime sono state riviste al ribasso di un decimo di punto percentuale per il 2023 e di 2 decimi per il 2024, per effetto soprattutto di un indebolimento del ciclo economico internazionale e di condizioni di finanziamento più restrittive per famiglie e imprese.

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



Figura 5



### L'inflazione di fondo è ancora diminuita

A dicembre la variazione dei prezzi al consumo sui dodici mesi è risalita al 2,9 per cento (fig. 5.a), a causa del minore calo su base tendenziale dei prezzi dei beni energetici<sup>2</sup>. La componente di fondo è diminuita per il quinto mese consecutivo, portandosi al 3,4 per cento. Secondo le stime dell'Eurosistema la disinflazione proseguirà anche nel 2024. Un'analisi granulare delle pressioni inflazionistiche di fondo (cfr. il riquadro: *Gli andamenti eterogenei delle componenti di fondo dell'inflazione nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 4, 2023) mostra che negli ultimi mesi il calo si è esteso alle voci i cui prezzi avevano cominciato a crescere con più ritardo (fig. 5.b). Anche l'inflazione alimentare è diminuita, a causa della flessione della componente trasformata, che ha più che compensato i rincari stagionali dei prodotti freschi. La disinflazione si è diffusa a tutte le componenti del paniere: in dicembre la quota di voci con variazioni dei prezzi su base annua superiori al 4 per cento si collocava attorno al 40 per cento, continuando a ridursi rispetto al massimo di circa il 70 raggiunto nel primo semestre 2023.

### La dinamica salariale si consolida

Nel terzo trimestre le retribuzioni contrattuali nella media dell'area dell'euro hanno accelerato al 4,7 per cento su base annua (dal 4,4 nel secondo)<sup>3</sup>, mentre quelle di fatto hanno continuato a crescere a ritmi più sostenuti, pur rallentando (al 5,4 dal 5,6); la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto si è rafforzata, anche per effetto del calo più intenso della produttività (cfr. il riquadro: *Il calo della produttività oraria del lavoro: le dinamiche di impresa*, in *Bollettino economico*, 4, 2023). Fra i maggiori paesi, il rapporto tra il valore della produzione e il costo variabile totale (inclusi i costi del lavoro e dei beni intermedi), che rappresenta una misura dei margini di profitto, si è attestato su livelli più elevati di quelli precedenti la pandemia in Germania e in Italia, mentre in Francia è rimasto ancora al di sotto, sebbene in aumento.

<sup>2</sup> L'andamento dei prezzi energetici osservato a dicembre nell'area riflette in particolare il forte effetto base al rialzo in Germania dovuto al confronto con dodici mesi prima, quando erano state introdotte misure a favore delle famiglie per mitigare l'impatto dei rincari delle bollette.

<sup>3</sup> Il dato include i pagamenti *una tantum* che, per la loro natura temporanea, sostengono il reddito dei lavoratori senza incidere direttamente sulle tendenze di medio periodo del costo del lavoro.

In novembre l'inflazione alla produzione dei beni venduti sul mercato interno è rimasta negativa sui dodici mesi per il settimo mese consecutivo, con prezzi in calo per i beni energetici e intermedi e in deciso rallentamento per le altre componenti.

### Le proiezioni di inflazione sono state riviste al ribasso

Secondo le proiezioni di dicembre degli esperti dell'Eurosistema, la dinamica dei prezzi al consumo nell'area si ridurrà al 2,7 per cento nel 2024, raggiungendo il 2,0 dal terzo trimestre del 2025. Resterà elevata la variazione del costo del lavoro per unità di prodotto, sospinta dalla dinamica salariale. L'inflazione di fondo scenderà più lentamente dell'indice complessivo, in linea con l'evidenza storica, fino al 2,1 per cento nel 2026. Nel confronto con le proiezioni dello scorso settembre, il profilo dell'inflazione al consumo – nonostante il recupero della produttività sia stato meno intenso di quanto prefigurato – risulta inferiore di 5 decimi nel 2024, a causa di una revisione al ribasso nelle componenti energetica e di fondo.

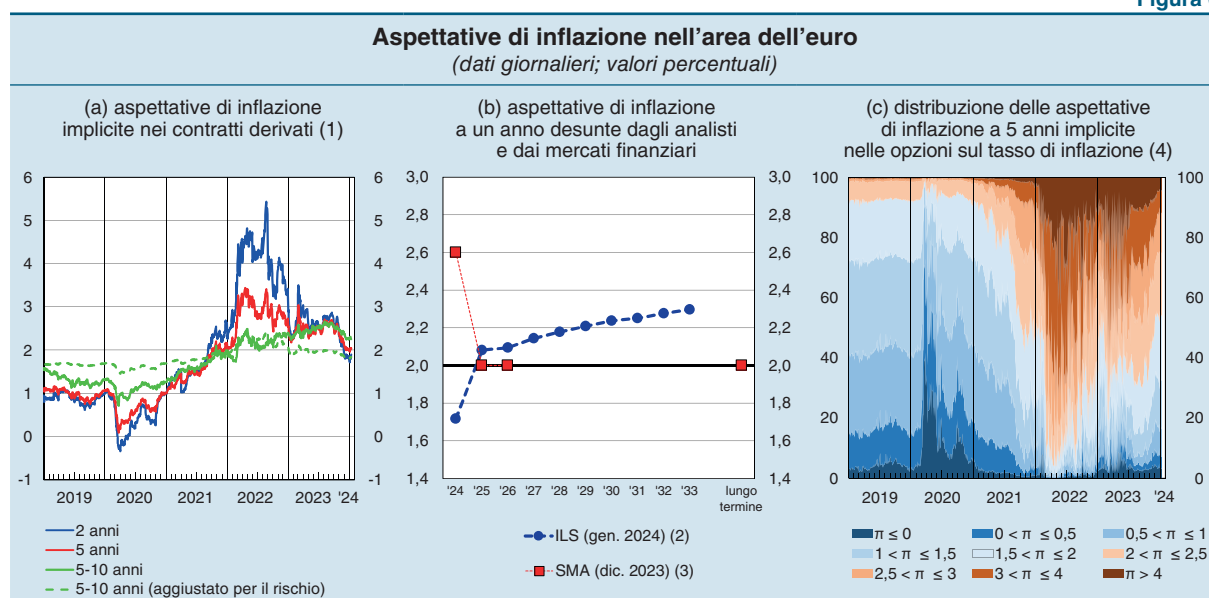
### Si attenuano le attese di un aumento dei prezzi da parte delle imprese

In base alle indagini della Commissione europea, nel quarto trimestre gli aumenti medi che le imprese manifatturiere e del commercio prevedono di apportare ai propri listini nei tre mesi successivi si sono attenuati, mentre sono cresciuti nei settori delle costruzioni e dei servizi. In novembre le attese delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo, secondo la *Consumer Expectations Survey* della BCE, si sono ulteriormente ridotte rispetto sia all'orizzonte a dodici mesi (al 3,2 per cento dal 4,0) sia a tre anni (al 2,2 dal 2,5).

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

In seguito al calo dell'inflazione più rapido del previsto, nell'area dell'euro i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sugli orizzonti a due e cinque anni sono diminuiti nel confronto con l'inizio di ottobre (all'1,9 e al 2,0 per cento, dal 2,5; fig. 6.a). Anche sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti i rendimenti degli ILS sono scesi (di circa 2 decimi, al 2,3 per cento); valutati al

Figura 6



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti ILS con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. Per il calcolo della serie a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti al netto del rischio di inflazione, cfr. S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022. – (2) Tassi di inflazione attesi a un anno impliciti negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 27 e il 30 novembre 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.

netto delle stime del premio per il rischio di inflazione, essi si collocano poco al di sotto del 2 per cento, segnalando un ancoraggio delle aspettative all'obiettivo di stabilità dei prezzi. Gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) tra il 27 e il 30 novembre si attendono che l'inflazione ritorni su valori prossimi al 2 per cento all'inizio del 2025 (fig. 6.b). Sulla base del prezzo delle opzioni, la probabilità che l'inflazione risulti inferiore all'1,5 per cento in media nei prossimi cinque anni è aumentata (al 32 per cento, dal 20) mentre la probabilità di un'inflazione superiore al 2,5 per cento si è ridotta (al 25 per cento, dal 39; fig. 6.c).

### Il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali

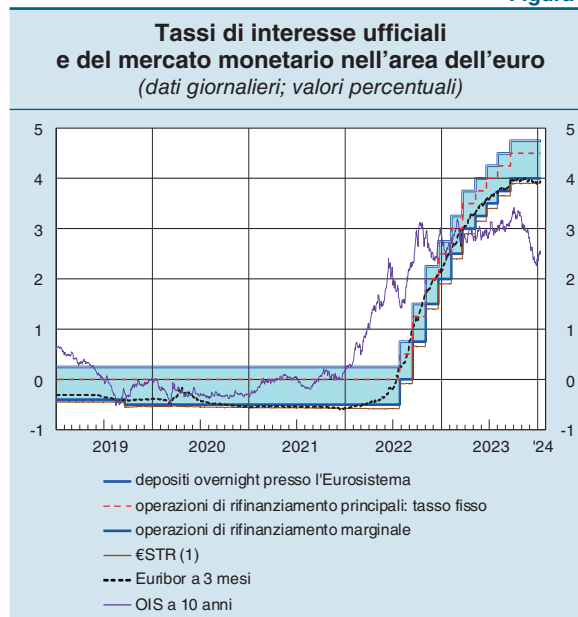
Nelle riunioni di ottobre e dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi di riferimento (fig. 7). I passati incrementi dei tassi di interesse continuano a trasmettersi con vigore all'economia. Le condizioni di finanziamento, divenute più restrittive, stanno frenando la domanda contribuendo al calo dell'inflazione. In base alla sua attuale valutazione, il Consiglio ritiene che i tassi si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al ritorno dell'inflazione all'obiettivo. Il Consiglio continuerà a seguire un approccio guidato dai dati per determinare livello e durata adeguati della restrizione monetaria. In particolare le decisioni sui tassi di interesse saranno basate su una valutazione circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

Il valore del portafoglio detenuto dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) continua a diminuire (3.026 miliardi di euro alla fine di dicembre). Con riferimento al programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), nella riunione di dicembre il Consiglio direttivo ha comunicato che continuerà a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nella prima parte del 2024; nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio del PEPP di 7,5 miliardi di euro al mese, in media, e terminare i reinvestimenti alla fine del 2024. Il totale dei finanziamenti erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e ancora detenuti dal sistema bancario è pari a 392 miliardi di euro per l'area e a 137 per l'Italia.

### Mercati e analisti si attendono una netta riduzione dei tassi di riferimento

Dopo la pubblicazione dei dati sull'inflazione alla fine di novembre e la riunione di dicembre del Consiglio direttivo, le attese di riduzione dei tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR si sono accentuate. I mercati si aspettano un ritmo molto sostenuto di diminuzione dei tassi di riferimento. Il primo taglio di 25 punti base è atteso per aprile; complessivamente si prevede un calo di circa 150 punti base entro la fine del 2024, con un tasso sui depositi presso la banca centrale previsto intorno al 2,5 per cento a dicembre del 2024. Gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA si attendono invece un primo taglio dei tassi a luglio e ritengono che il tasso sui depositi presso la banca centrale si ridurrà entro la fine dell'anno di 75 punti base, al 3,25 per cento.

Figura 7



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.

**Prosegue l'aumento del costo del credito, seppure a un ritmo più contenuto**

I passati incrementi dei tassi ufficiali hanno continuato a trasmettersi al costo dei finanziamenti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Tra agosto e novembre il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e quello sui nuovi mutui sono entrambi saliti di un decimo, rispettivamente al 5,2 e al 4,0 per cento (fig. 8). La trasmissione degli impulsi di politica monetaria alle condizioni di finanziamento si sta rivelando più forte di quanto atteso sulla base delle regolarità storiche, anche per effetto dell'elevato rischio percepito dagli intermediari (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 4, 2023)<sup>4</sup>. La progressiva riduzione del bilancio dell'Eurosistema e il conseguente calo delle riserve bancarie accentuano l'impatto restrittivo del rialzo dei tassi di politica monetaria sul costo di finanziamento di imprese e famiglie.

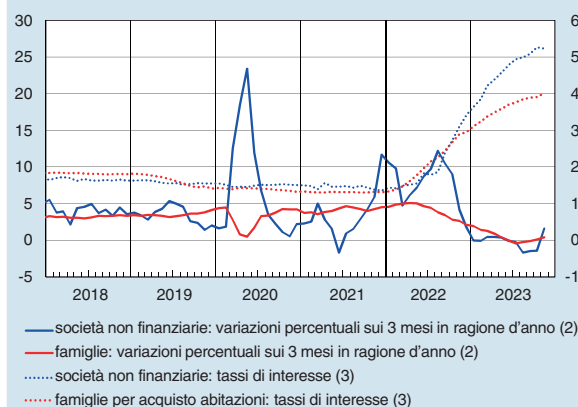
**La dinamica dei finanziamenti erogati a imprese e famiglie è ancora debole**

La crescita dei prestiti alle aziende è stata negativa fino a ottobre dello scorso anno, continuando a rispecchiare sia l'aumento dei tassi sui prestiti e il minore fabbisogno di liquidità delle imprese (legato alla fiacchezza dell'attività economica), sia l'irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti da parte delle banche. In novembre la dinamica dei prestiti bancari alle società non finanziarie, valutata sui tre mesi e in ragione d'anno, è tornata lievemente positiva nel complesso dell'area (1,6 per cento, da -1,7 in agosto)<sup>5</sup>. La flessione del credito alle imprese si è interrotta in Germania e in Italia e si è attenuata in Spagna, mentre in Francia i prestiti hanno accelerato marcatamente. Il lieve calo dei finanziamenti alle famiglie nell'area si è interrotto (0,4 per cento, da -0,3) a seguito della più modesta riduzione registrata in Spagna e in Italia e dell'accelerazione in Francia e in Germania.

Dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria, la crescita del credito è diminuita drasticamente, divenendo negativa come all'indomani della crisi finanziaria globale e di quella del debito sovrano; l'indebolimento è stato più forte di quanto atteso sulla base delle regolarità storiche<sup>6</sup>. L'andamento del credito erogato a imprese e famiglie ha verosimilmente riflesso inoltre il ricorso alle disponibilità liquide precedentemente accumulate, anche a scopi precauzionali, per sostenere le proprie spese.

**Figura 8**

**Prestiti e tassi di interesse nell'area dell'euro (1)**  
(dati mensili)



Fonte: BCE.

(1) La linea verticale in corrispondenza del dicembre 2021 indica l'inizio del processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE. — (2) 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. — (3) 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. Scala di destra.

<sup>4</sup> M. Bottero e A. Conti, *In the thick of it: an interim assessment of monetary policy transmission to credit conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 810, 2023.

<sup>5</sup> Il miglioramento del tasso di crescita dei prestiti sui tre mesi in novembre risente anche del flusso di finanziamenti relativo al mese di agosto, che è stato particolarmente negativo.

<sup>6</sup> P. R. Lane, *The banking channel of monetary policy tightening in the euro area*, intervento all'NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, Cambridge, Massachusetts, 12 luglio 2023.

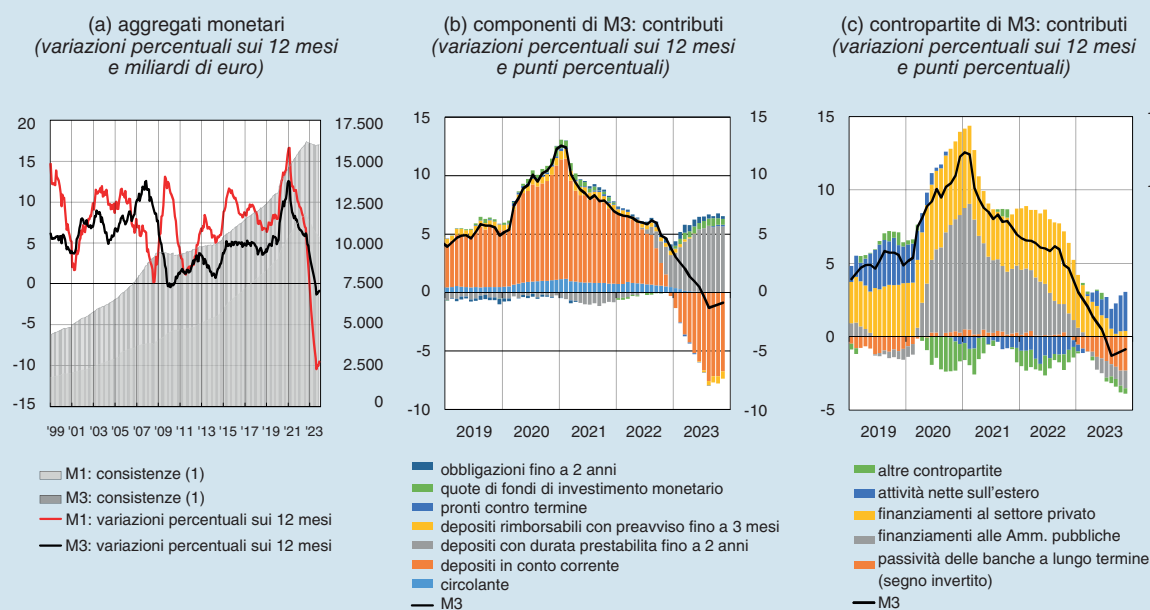
La debolezza della dinamica creditizia si è riflessa nella contrazione della moneta M3 nell'area dell'euro (-0,9 per cento sui dodici mesi in novembre, da -1,3 in agosto). Sulla flessione continua a pesare l'andamento dell'aggregato M1 (-9,5 per cento) guidato dal calo dei depositi a vista (-10,9); quest'ultimo è stato determinato non solo dall'orientamento restrittivo della politica monetaria, ma anche da una riallocazione dei risparmi verso strumenti più remunerativi non inclusi in M3 (cfr. il riquadro: *L'andamento degli aggregati monetari nell'attuale ciclo restrittivo della politica monetaria*).

## L'ANDAMENTO DEGLI AGGREGATI MONETARI NELL'ATTUALE CICLO RESTRITTIVO DELLA POLITICA MONETARIA

La restrizione monetaria della BCE, attuata sia attraverso rialzi dei tassi ufficiali sia mediante la riduzione del bilancio dell'Eurosistema, ha contribuito a determinare una forte decelerazione degli aggregati monetari, dopo l'eccezionale espansione osservata durante il periodo pandemico (figura, pannello a). Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'aggregato più ampio M3<sup>1</sup> ha raggiunto a luglio del 2023 il valore minimo dall'avvio della UEM (-1,3 per cento, da 5,8 nel luglio 2022) e si è mantenuto attorno a questo livello nei mesi successivi. La dinamica di M3 è stata guidata da quella di M1 (il cui tasso di variazione è progressivamente sceso dal 7,0 per cento nel luglio del 2022 al -9,5 in novembre 2023), e in special modo da quella dei depositi in conto corrente (figura, pannello b), e ha risentito solo parzialmente della crescita delle sue componenti meno liquide.

Figura

### Andamenti monetari nell'area dell'euro e contributi delle componenti e delle contropartite (dati mensili)



Fonte: BCE.

(1) Scala di destra.

<sup>1</sup> L'aggregato monetario M3 include, oltre a M1 (composto dal circolante e dai depositi in conto corrente), i depositi con scadenza prestabilita fino a due anni, i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, le quote o partecipazioni nei fondi comuni monetari, le operazioni pronti contro termine e le obbligazioni bancarie con scadenza fino a due anni.



Dal lato delle contropartite, la riduzione di M3 ha riflesso principalmente due fattori. Da un lato sono diminuiti i finanziamenti alle Amministrazioni pubbliche (il cui contributo è sceso dal 2,9 per cento del luglio 2022 a -1,2 lo scorso novembre; figura, pannello c), anche a seguito del calo dei reinvestimenti nell'ambito dell'APP; dall'altro i finanziamenti al settore privato hanno fortemente rallentato. La stabilizzazione della dinamica di M3 negli ultimi mesi è attribuibile invece all'accelerazione delle attività nette sull'estero, anche in conseguenza dei maggiori acquisti di titoli di Stato dell'area dell'euro da parte dei residenti nel resto del mondo.

Gli andamenti osservati riflettono l'orientamento restrittivo della politica monetaria, che ha influenzato l'aggregato M3 attraverso due principali canali. In primo luogo la trasmissione dei rialzi dei tassi ufficiali alle condizioni di finanziamento di famiglie e imprese ha contenuto la domanda di credito e contribuito a un irrigidimento dei criteri di offerta delle banche: questi effetti dal lato della domanda e dell'offerta hanno attenuato meccanicamente la creazione di moneta associata all'erogazione di prestiti. In secondo luogo, la rimodulazione delle misure straordinarie che hanno fatto leva sul bilancio dell'Eurosistema ha contribuito alla diminuzione della dinamica monetaria. In particolare il calo dei reinvestimenti e successivamente la loro interruzione nell'ambito del portafoglio dell'APP hanno anch'essi ridotto automaticamente gli aggregati monetari; a ciò si aggiungono i rimborsi dei fondi TLTRO3 che, pur non avendo effetti diretti sulla dinamica di M3, hanno indotto le banche a riequilibrare le proprie passività verso le poste a medio e a lungo termine non incluse in M3, per assicurare un finanziamento più stabile delle attività e mantenere un margine di sicurezza relativo al rispetto dei requisiti regolamentari.

Inoltre, nel corso di questo ciclo restrittivo caratterizzato da un elevato livello di depositi accumulati nel corso della pandemia, il rallentamento dell'aggregato monetario M1 è stato particolarmente marcato: la trasmissione dei rialzi dei tassi ufficiali ai rendimenti dei depositi in conto corrente è stata contenuta e ha favorito la riallocazione del risparmio verso altri strumenti meno liquidi e più remunerativi (cfr. il riquadro: *La trasmissione della restrizione monetaria al costo del credito* del capitolo 3 nella *Relazione annuale* sul 2022). Questa riallocazione è avvenuta in parte all'interno delle passività bancarie, verso le poste a più lungo termine, e in parte all'esterno, principalmente verso i titoli di Stato detenuti nel portafoglio delle banche o di nuova emissione.

**Proseguono le attività  
dei piani nazionali  
di ripresa e resilienza**

Dallo scorso 15 ottobre il Consiglio dell'Unione europea ha approvato le richieste di modifica – contenenti anche un nuovo capitolo di misure relative al programma europeo *REPowerEU* – dei piani nazionali di ripresa e resilienza di 19 paesi<sup>7</sup>. Nello stesso periodo sono state erogate nuove risorse per quasi 46 miliardi di euro nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, di cui 16,5 all'Italia (cfr. il paragrafo 2.9). Dall'avvio del programma sono stati complessivamente distribuiti ai vari Stati membri della UE più di 220 miliardi.

Negli ultimi tre mesi, anche per finanziare questi piani, la Commissione ha emesso titoli per oltre 28 miliardi; il rendimento medio all'emissione per gli strumenti con durata rispettivamente fino a sei mesi e oltre tre anni si è collocato al 3,7 e al 3,3 per cento. Sul mercato secondario il differenziale di medio termine con i corrispondenti tassi dei titoli tedeschi si è mantenuto stabile nell'ultimo anno, intorno a 60 punti base. Nel complesso i titoli emessi dalla Commissione (per tutti i suoi programmi) e in circolazione

<sup>7</sup> Si tratta di Austria, Belgio, Cipro, Croazia, Danimarca, Finlandia, Grecia, Italia, Lettonia, Lituania, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Slovenia, Spagna, Svezia e Ungheria. Simili richieste di modifica da parte di Estonia, Francia, Malta e Slovacchia erano state approvate in precedenza. Bulgaria, Germania, Irlanda e Lussemburgo non hanno invece presentato un aggiornamento del piano relativo a *REPowerEU*.



allo scorso 12 gennaio ammontavano a quasi 460 miliardi. La maggior parte di questi titoli è detenuta da residenti dell'area dell'euro (quasi esclusivamente dall'Eurosistema e da investitori istituzionali).

**È stato raggiunto  
l'accordo sulla riforma  
del Patto di stabilità  
e crescita**

Nella seconda metà di dicembre il Consiglio della UE ha raggiunto un'intesa sulla riforma delle regole di bilancio europee; sono in corso negoziati tra le istituzioni dell'Unione per perfezionare il testo normativo. L'accordo incorpora le principali novità della proposta legislativa della Commissione, ossia la centralità dell'analisi di sostenibilità di medio periodo del debito dei singoli Stati membri e il ruolo delle negoziazioni bilaterali sui dettagli dell'aggiustamento di bilancio<sup>8</sup>; introduce tuttavia alcuni vincoli numerici, uguali per tutti i paesi, sulla dinamica del debito e sul disavanzo strutturale. In particolare, la Commissione e ciascun paese concorderebbero un percorso di consolidamento dei conti – su un orizzonte da quattro a sette anni – in grado di consentire che il rapporto tra debito e PIL si riduca (o si mantenga su livelli prudenti) con probabilità sufficientemente elevata. Durante il periodo di aggiustamento la correzione dovrebbe garantire una diminuzione dell'incidenza del debito in media pari ad almeno un punto percentuale del prodotto all'anno se il debito risultasse superiore al 90 per cento del PIL (0,5 se il debito fosse superiore al 60)<sup>9</sup>. In ogni caso il disavanzo strutturale deve tendere a un livello non superiore a 1,5 punti percentuali del prodotto. Inoltre, se l'indebitamento netto risultasse superiore al 3 per cento del PIL, il saldo strutturale dovrebbe migliorare di almeno 0,5 punti percentuali all'anno (sono comunque previste eccezioni in modo da considerare l'aumento degli oneri per interessi attesi per il 2025-27). L'accordo include clausole transitorie che rendono possibile posticipare parte dello sforzo di consolidamento dal biennio 2025-26 agli anni successivi per tenere conto di alcune spese, sostenute in particolare nell'ambito dei piani nazionali di ripresa e resilienza.

Il 21 dicembre il Parlamento italiano ha respinto la proposta di legge di ratifica della modifica del trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM); l'Italia è l'unico paese, tra quelli che avevano sottoscritto l'intesa, a non averla ratificata.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

*Da novembre il ridimensionamento delle attese di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali nelle economie avanzate ha indotto un marcato miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari. Sono scesi i rendimenti sui titoli pubblici e sono saliti i corsi azionari. La volatilità implicita è fortemente diminuita, specialmente nei mercati azionari. Il dollaro si è deprezzato rispetto all'euro.*

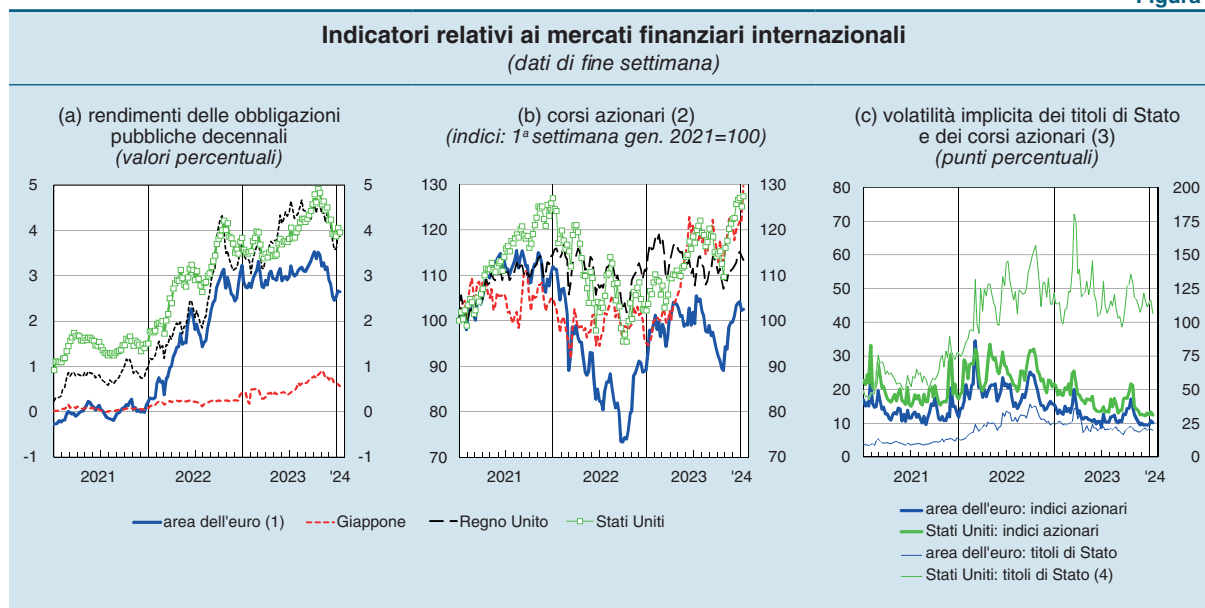
**Le condizioni  
finanziarie sono  
divenute più distese**

Nel quarto trimestre i rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine sono scesi nelle principali economie avanzate (fig. 9.a). Vi hanno contribuito, dapprima, l'annuncio del Tesoro statunitense di un volume relativamente contenuto di emissioni di titoli a lungo termine e, successivamente, la diffusione di dati che indicano negli Stati Uniti una moderazione delle pressioni inflazionistiche maggiore delle attese. A ciò è corrisposta una revisione al ribasso delle aspettative dei mercati sia sui tassi ufficiali della Federal Reserve (anche a seguito della pubblicazione delle relative proiezioni da parte dei membri del Federal Open Market Committee; cfr. il paragrafo 1.1), sia su quelli della BCE. Nonostante il deterioramento delle prospettive economiche globali, l'evoluzione dei corsi azionari nei principali paesi avanzati, così

<sup>8</sup> *Esame delle proposte della Commissione europea in materia di governance economica*, memoria della Banca d'Italia, Commissioni riunite 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 8 novembre 2023.

<sup>9</sup> Per i paesi sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi il criterio si applica solo a partire dalla conclusione della stessa.

Figura 9



Fonte: Refinitiv.

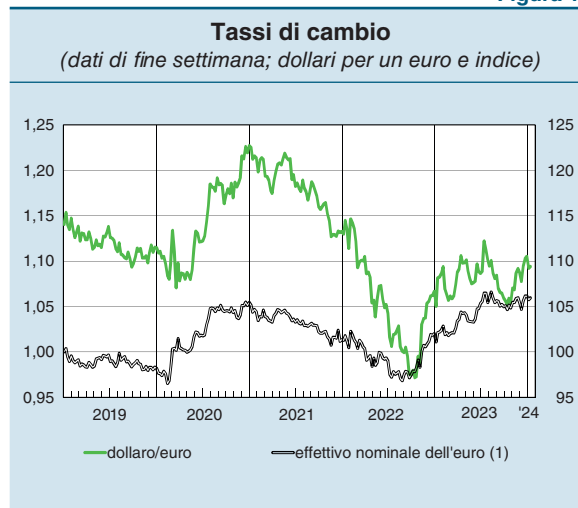
(1) Per i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali: media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2022; il dato esclude Cipro, Croazia, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia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

come la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni nei mercati azionari e obbligazionari, ha beneficiato della riduzione dei rendimenti (figg. 9.b e 9.c).

### Il dollaro si è deprezzato rispetto alle principali valute

Dopo una fase di stabilità durante il mese di ottobre, la revisione delle aspettative dei mercati sull'orientamento della Federal Reserve ha determinato un deprezzamento generalizzato del dollaro, anche rispetto all'euro. Nello stesso periodo il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica è rimasto sostanzialmente invariato nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area (fig. 10). Dalla metà di novembre lo yen si è lievemente apprezzato rispetto sia al dollaro sia all'euro, riflettendo aspettative di un possibile abbandono della politica di controllo dei rendimenti da parte della Banca del Giappone. Il dollaro si è deprezzato anche contro il renminbi, sostenuto dagli acquisti di valuta locale effettuati dalle maggiori banche statali cinesi.

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.

## 2 L'ECONOMIA ITALIANA

### 2.1 LA FASE CICLICA

*In Italia il prodotto è aumentato in misura marginale nel terzo trimestre; secondo le indicazioni dei nostri modelli la crescita è rimasta pressoché nulla anche negli ultimi mesi del 2023, frenata dalla restrizione monetaria, dai prezzi energetici ancora elevati e dalla debolezza della domanda estera.*

**Il PIL è cresciuto appena nei mesi estivi...**

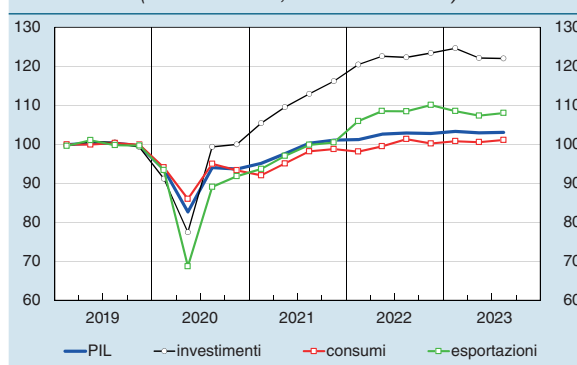
Dopo l'alta volatilità osservata nella prima parte dell'anno, nel terzo trimestre il prodotto ha segnato una lieve espansione (fig. 11 e tav. 3). I consumi delle famiglie sono aumentati, sostenuti anche dalla creazione di posti di lavoro, superando di circa un punto percentuale il livello pre-pandemico; la spesa per investimenti fissi ha invece continuato a diminuire, seppure in misura contenuta, risentendo del più elevato costo di finanziamento. Al parziale incremento degli investimenti in costruzioni si è contrapposto l'ulteriore calo di quelli in impianti e macchinari. Il decumulo delle scorte, di ampiezza straordinaria e verosimilmente legato alle deboli prospettive della domanda, ha sottratto 1,3 punti percentuali alla dinamica del PIL; per contro, l'interscambio con l'estero ha contribuito positivamente alla crescita, per effetto dell'aumento delle esportazioni e della flessione delle importazioni (cfr. il paragrafo 2.4). Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è aumentato in tutti i comparti ad eccezione dell'agricoltura: l'espansione è stata più accentuata nelle costruzioni, che hanno in parte recuperato la forte flessione del secondo trimestre, ed è risultata solo marginale nei servizi e nell'industria in senso stretto, dove è stata ancora frenata dalla riduzione dell'attività nei settori energivori.

**... e sarebbe rimasto stazionario alla fine dell'anno**

Sulla base di nostre stime, nel quarto trimestre il prodotto ha ristagnato. L'attività manifatturiera è tornata a diminuire, anche in connessione con la debole fase

**Figura 11**

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

**Tavola 3**

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

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

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) Inclondono 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.

congiunturale dei nostri principali partner commerciali, in particolare della Germania, e con le perduranti difficoltà nelle produzioni industriali a maggiore intensità energetica, che risentono di prezzi dell'elettricità e del gas ancora alti nel confronto storico. Nei servizi si consolidano i segnali di stabilizzazione del valore aggiunto, mentre nel comparto delle costruzioni è proseguita l'espansione dell'attività. Dal lato della domanda, alla sostanziale tenuta dei consumi si sarebbe contrapposta una diminuzione degli investimenti, frenati dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento (cfr. il paragrafo 2.7). In dicembre l'indicatore Ita-coin è rimasto negativo, confermando la fase di debolezza di fondo del prodotto. Secondo le nostre proiezioni più aggiornate, il PIL aumenterà dello 0,7 per cento nel 2023 e dello 0,6 nel 2024 (cfr. il riquadro: *Lo scenario macroeconomico pubblicato in dicembre*).

LO SCENARIO MACROECONOMICO PUBBLICATO IN DICEMBRE

Lo scorso 15 dicembre sono state pubblicate le previsioni per l'economia italiana relative al quadriennio 2023-26, predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema<sup>1</sup>.

Lo scenario previsivo assume che l'incertezza del contesto politico internazionale non comporti nuove significative tensioni sui mercati delle materie prime e su quelli finanziari; coerentemente, si ipotizza che gli scambi internazionali tornino a espandersi a ritmi vicini al 3 per cento nel prossimo triennio e che i prezzi delle materie prime energetiche diminuiscano gradualmente (cfr. il paragrafo 1.1). Per contro, il quadro macroeconomico risente dell'irrigidimento delle condizioni monetarie e creditizie. Lo scenario tiene conto degli effetti della manovra di bilancio per il periodo 2024-26 e dell'utilizzo dei fondi europei nell'ambito del programma *Next Generation EU*, sulla base delle informazioni più aggiornate relative al *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR)<sup>2</sup>.

In media d'anno il prodotto aumenterebbe dello 0,6 per cento nel 2024 (dallo 0,7 nel 2023) e dell'1,1 nel 2025 e nel 2026 (tavola). Dopo avere ristagnato nella seconda parte del 2023, l'attività economica si rafforzerebbe gradualmente nel corso di quest'anno, sostenuta dalla ripresa del reddito disponibile e della domanda estera. Gli investimenti risentirebbero dell'elevato costo di finanziamento e della rimozione

Tavola

Crescita del PIL e inflazione: previsioni della Banca d'Italia e delle altre organizzazioni  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

| VOCI                                  | PIL (1) |      |      |      | Inflazione (2) |      |      |      |
|---------------------------------------|---------|------|------|------|----------------|------|------|------|
|                                       | 2023    | 2024 | 2025 | 2026 | 2023           | 2024 | 2025 | 2026 |
| Banca d'Italia (dicembre)             | 0,7     | 0,6  | 1,1  | 1,1  | 6,0            | 1,9  | 1,8  | 1,7  |
| Commissione europea (novembre)        | 0,7     | 0,9  | 1,2  | –    | 6,1            | 2,7  | 2,3  | –    |
| OCSE (novembre)                       | 0,7     | 0,7  | 1,2  | –    | 6,1            | 2,6  | 2,3  | –    |
| FMI (ottobre)                         | 0,7     | 0,7  | 1,0  | 1,1  | 6,0            | 2,6  | 2,2  | 2,0  |
| Consensus Economics (gennaio) (3)     | 0,7     | 0,5  | 1,0  | –    | 5,9            | 2,0  | 1,8  | –    |
| per memoria: Banca d'Italia (ottobre) | 0,7     | 0,8  | 1,0  | –    | 6,1            | 2,4  | 1,9  | –    |

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 15 dicembre 2023; Commissione europea, *European Economic Forecast, Autumn 2023*, novembre 2023; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2023; FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2023; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, gennaio 2024.  
(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia sono corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni di Consensus Economics sono riferite all'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC). – (3) Le stime relative al 2023 si riferiscono alle attese censite da Consensus Economics nel mese di dicembre.

<sup>1</sup> Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 15 dicembre 2023.  
<sup>2</sup> Le proiezioni sono state formulate sulla base delle informazioni disponibili fino al 23 novembre per le ipotesi tecniche e internazionali e al 30 novembre per i dati congiunturali.

degli incentivi alla riqualificazione delle abitazioni, i cui effetti sarebbero solo in parte compensati dall'impulso delle misure del PNRR. Il ritmo di crescita dell'occupazione sarebbe circa la metà di quello del prodotto. Il tasso di disoccupazione scenderebbe lentamente, portandosi al 7,4 per cento nel 2026.

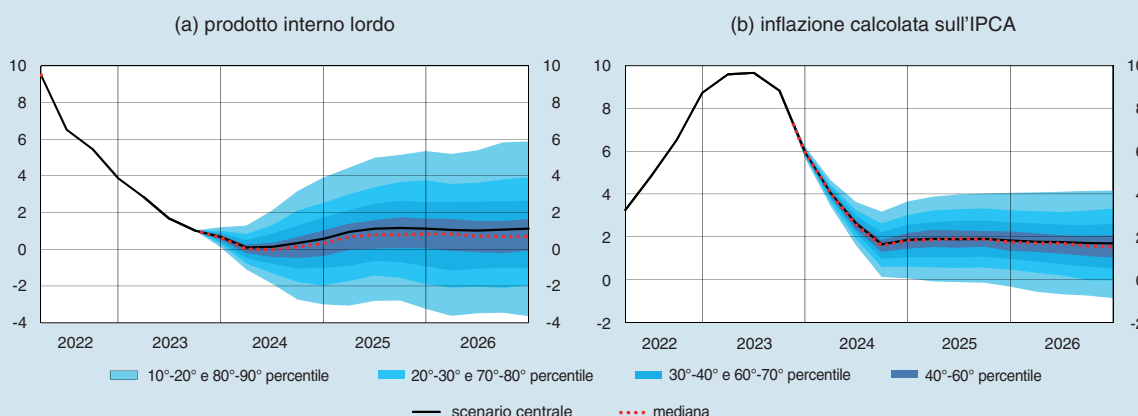
L'inflazione al consumo (1,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2023 e 5,9 nel complesso dell'anno) si manterrebbe in media inferiore al 2 per cento per tutto il triennio di previsione. Il calo rifletterebbe principalmente gli effetti della riduzione dei prezzi dell'energia e dei costi intermedi che, data la debolezza della domanda aggregata, si trasmetterebbero anche ai prezzi degli altri beni e dei servizi. Questi effetti sarebbero in parte compensati dall'accelerazione delle retribuzioni (in aumento di oltre il 3 per cento all'anno in media nel triennio 2024-26, secondo le nostre previsioni) che comporterebbe una discesa più graduale dell'inflazione di fondo: al netto dei beni energetici e alimentari i prezzi al consumo aumenterebbero del 2,2 per cento nell'anno in corso e di poco meno del 2 nel prossimo biennio.

Rispetto alle stime pubblicate in ottobre, la crescita del PIL è rivista leggermente al ribasso nel 2024, a causa di segnali congiunturali coerenti con il persistere della debolezza ciclica fino al quarto trimestre dell'anno scorso, e al rialzo nel 2025, per effetto dei tassi di interesse attesi più contenuti. Le stime di inflazione sono riviste al ribasso, soprattutto nel 2024, a seguito di attese di una più rapida discesa dei prezzi dell'energia e di un maggiore rallentamento della componente di fondo. Le proiezioni di crescita per il biennio 2024-25 sono sostanzialmente in linea con quelle degli altri previsori, mentre le stime di inflazione sono nettamente più contenute.

I rischi per la crescita sono orientati al ribasso (figura) e derivano dalla possibilità che lo scarso dinamismo del commercio mondiale persista più a lungo, in connessione con la debolezza dell'economia cinese e con un possibile aggravarsi delle tensioni politiche internazionali. Queste ultime potrebbero pesare sulla domanda interna, attraverso un deterioramento della fiducia di famiglie e imprese, e ripercuotersi sui prezzi delle materie prime. L'irrigidimento delle condizioni di finanziamento potrebbe inoltre essere più accentuato e incidere in misura maggiore sulla dinamica degli investimenti.

**Figura**

**Distribuzione di probabilità delle previsioni relative alla crescita e all'inflazione (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; media mobile di 4 termini)



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

I più recenti dati congiunturali e il ridimensionamento dei prezzi delle materie prime energetiche osservato sui mercati internazionali nell'ultimo mese suggeriscono che il profilo di inflazione per il 2024 potrebbe essere più contenuto rispetto a quanto prefigurato in dicembre. Nella seconda metà dell'orizzonte di previsione, l'inflazione potrebbe inoltre risentire di un andamento meno favorevole della domanda aggregata. Per contro, rischi al rialzo potrebbero derivare dalle tensioni internazionali, cui potrebbero associarsi rincari delle materie prime e nuove difficoltà nelle catene di fornitura globali.

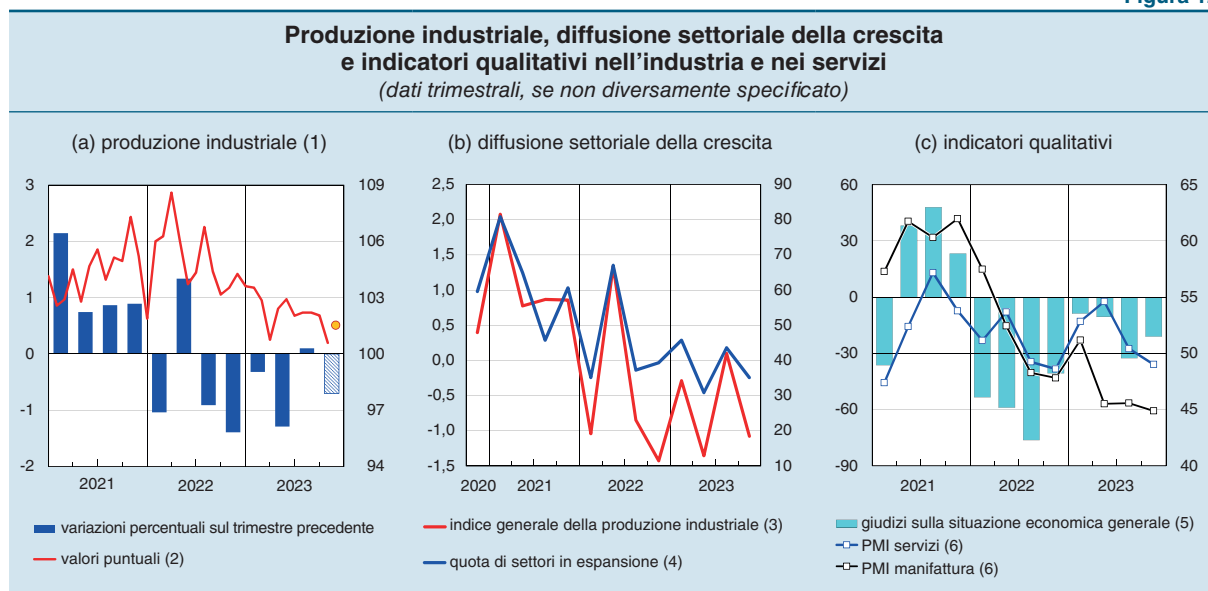
## 2.2 LE IMPRESE

*Secondo nostre stime la produzione industriale è diminuita nel quarto trimestre, proseguendo la tendenza negativa in atto dalla seconda metà del 2022. Vi hanno inciso l'indebolimento della domanda e i costi ancora elevati dell'energia. L'attività nel terziario ha ristagnato, confermando l'esaurirsi del forte recupero iniziato con la riapertura delle attività economiche dopo la fase più acuta della pandemia. L'inasprimento delle condizioni di finanziamento frena la spesa per investimenti, soprattutto nella manifattura.*

**Nel quarto trimestre l'attività industriale ha ripreso a diminuire**

Nella media del bimestre ottobre-novembre la produzione industriale si è ridotta dello 0,9 per cento sul terzo trimestre (fig. 12.a), riflettendo il prolungarsi della debolezza nella produzione di beni di consumo (soprattutto non durevoli) e intermedi, cui si contrappone la tenuta per quelli strumentali. Nello stesso periodo la quota dei settori della manifattura che hanno registrato una flessione dell'attività è tornata marcatamente ad aumentare (al 65 per cento, che corrisponde a circa due terzi della produzione; fig. 12.b); rimane elevata la dispersione nei tassi di crescita settoriali, su livelli superiori a quelli pre-pandemici. L'attività si colloca oltre il 14 per cento sotto i valori della fine del 2021 nei comparti a maggiore intensità energetica, per effetto dei prezzi dell'energia ancora elevati, ed è sostanzialmente in linea in quelli non energivori.

Figura 12



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

(1) Dati stagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per dicembre 2023, l'ultima barra quella per il 4° trimestre. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Scala di destra. – (3) Il dato di produzione industriale del 4° trimestre 2023 è calcolato assumendo per dicembre una crescita sul mese precedente pari a zero. – (4) Sono considerati in espansione i settori (a livello di classe Ateco) la cui produzione risulta in crescita rispetto al periodo precedente. Il dato del 4° trimestre 2023 è calcolato confrontando il trimestre terminante a novembre con quello terminante a luglio. Scala di destra. – (5) 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, 15 gennaio 2024). – (6) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.



Sulla base delle nostre stime per il mese di dicembre – che tengono conto dei dati ad alta frequenza su consumi di elettricità e di gas e sul traffico autostradale, nonché degli indicatori qualitativi sulla fiducia e le aspettative delle imprese (fig. 12.c) – l'attività industriale è tornata a diminuire nel complesso del quarto trimestre, risentendo dell'acuirsi della debolezza del ciclo manifatturiero tedesco, della fiacchezza della domanda interna e dell'ulteriore inasprimento delle condizioni di finanziamento.

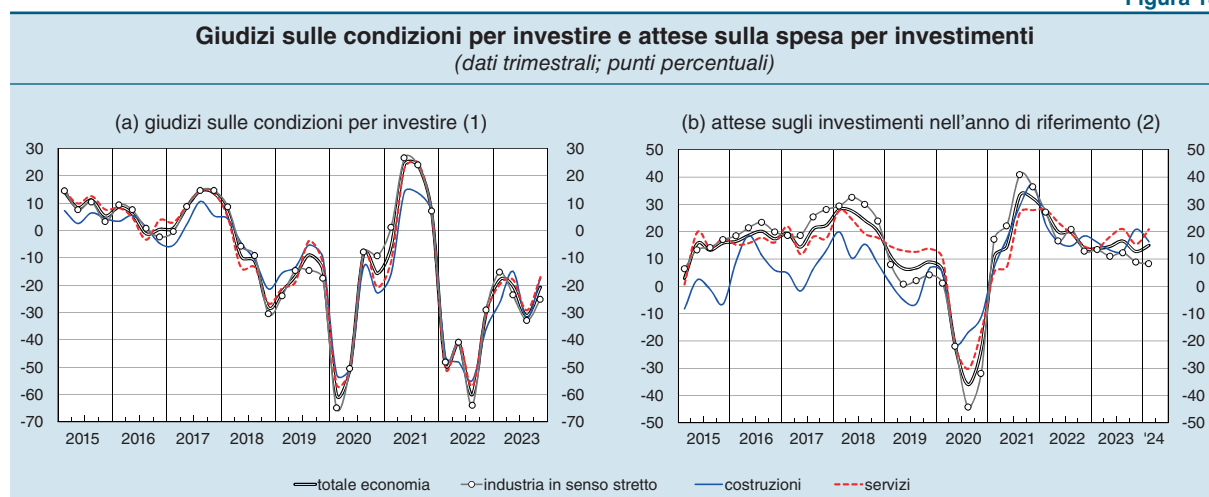
**Le imprese rimangono prudenti, con prospettive più favorevoli nel terziario**

Nonostante una lieve ripresa in dicembre, nella media del quarto trimestre gli indici di fiducia basati sulle indagini condotte dall'Istat presso le imprese sono nuovamente scesi, riflettendo principalmente il deterioramento dei giudizi riguardo le condizioni di domanda corrente e attesa. Tra i settori, il peggioramento è stato più accentuato fra le imprese dei servizi, ad eccezione di quelle operanti nel comparto turistico. L'indice di fiducia delle aziende di costruzione è rimasto sostanzialmente stazionario rispetto al trimestre precedente, su valori elevati. Diversamente dal resto dell'area dell'euro, in Italia le imprese del settore riportano ancora difficoltà di approvvigionamento di input e beni intermedi, nonché indisponibilità di manodopera, ma non evidenziano ostacoli provenienti dalla domanda. Secondo le inchieste della Banca d'Italia condotte tra novembre e dicembre<sup>1</sup>, emergono tuttavia per il trimestre in corso segnali di miglioramento per le imprese dei servizi, a fronte di indicazioni di perdurante debolezza nella manifattura.

**Le condizioni per investire restano negative ma migliorerebbero nel corso del 2024**

Gli investimenti sono rimasti stabili nel terzo trimestre, dopo la flessione nel secondo (-0,1 e -2,0 per cento, rispettivamente): si è ridotta la spesa in beni strumentali, nonostante la netta crescita degli acquisti di mezzi di trasporto, mentre sono tornati ad aumentare gli investimenti in costruzioni. I dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea) sul valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali e dei beni strumentali prefigurano un moderato calo dell'accumulazione nel quarto trimestre del 2023. Nelle indagini della Banca d'Italia le imprese considerano le condizioni per investire ancora negative, anche a causa delle difficoltà relative al costo del credito (cfr. il paragrafo 2.7), sebbene la quota di aziende che si attendono un'espansione della spesa nominale per investimenti per il complesso dell'anno in corso superi la percentuale di quelle che ne prevedono una riduzione (fig. 13).

**Figura 13**



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 gennaio 2024.

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

<sup>1</sup> Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 gennaio 2024.

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

Nel terzo trimestre il rallentamento degli investimenti fissi lordi delle imprese ha comportato un'ulteriore riduzione nel ricorso alle fonti di finanziamento interne: la liquidità detenuta è infatti tornata ad aumentare significativamente, in particolare nella componente dei depositi a vista. Nello stesso periodo l'utilizzo delle fonti di finanziamento esterne (rappresentate dal debito complessivo) è lievemente diminuito sia in termini nominali sia in percentuale del PIL (al 64 per cento). Il debito delle imprese in rapporto al prodotto continua a collocarsi molto al di sotto della media dell'area dell'euro (97 per cento).

## 2.3 LE FAMIGLIE

*La spesa delle famiglie è tornata ad aumentare nel terzo trimestre, sostenuta dalla netta attenuazione dell'inflazione per quasi tutte le categorie di beni e servizi; avrebbe decelerato negli ultimi mesi dell'anno. La propensione al risparmio è risalita, rimanendo tuttavia al di sotto dei livelli antecedenti l'emergenza sanitaria. Il ciclo immobiliare continua a risentire dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento.*

### I consumi delle famiglie hanno ripreso a crescere nei mesi estivi...

La spesa delle famiglie è aumentata dello 0,7 per cento in termini reali nel terzo trimestre (dopo avere ristagnato nel secondo), riflettendo la dinamica favorevole dell'occupazione (cfr. il paragrafo 2.5) e la crescita del reddito disponibile in termini reali (1,3 per cento sul periodo precedente). All'espansione dei consumi di servizi e di beni durevoli, sostenuti in particolare dal recupero degli acquisti di autovetture, si è contrapposta la flessione della spesa per beni non durevoli e semidurevoli. La propensione al risparmio è salita, pur rimanendo su valori oltre un punto percentuale al di sotto di quelli antecedenti la pandemia (fig. 14).

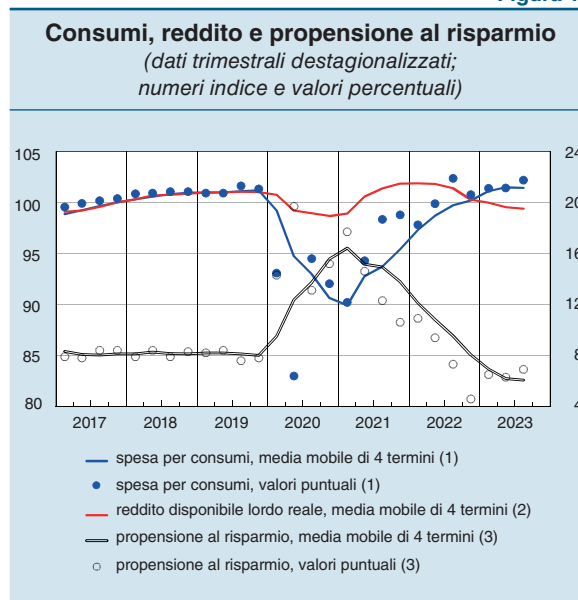
### ... tornando tuttavia a rallentare alla fine dell'anno

Secondo nostre stime i consumi privati sono rimasti pressoché invariati nello scorcio del 2023. L'indicatore di Confcommercio segnala una stazionarietà degli acquisti di beni e un lieve incremento della spesa in servizi; i prelievi e i pagamenti elettronici, valutati in termini reali, sono marginalmente aumentati rispetto al terzo trimestre. Per contro il clima di fiducia dei consumatori – pur migliorando marcatamente in dicembre, anche grazie alla rapida riduzione dell'inflazione – nella media del quarto trimestre è diminuito sul periodo precedente; ciò rispecchia soprattutto il peggioramento dei giudizi sulla situazione economica generale, mentre le valutazioni sulla componente personale appaiono più resilienti (fig. 15).

### Le attese degli agenti sul mercato immobiliare si mantengono sfavorevoli

I prezzi delle case nel terzo trimestre, invariati in termini nominali rispetto al secondo, sono più alti dell'1,8 per cento nel confronto con lo stesso periodo del 2022, riflettendo tuttavia solo la dinamica relativa alle case di nuova costruzione; restano invece del 3,6 per cento più bassi sottraendo l'andamento dell'inflazione al consumo. Le compravendite sono lievemente salite, dopo quattro trimestri di

Figura 14



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.

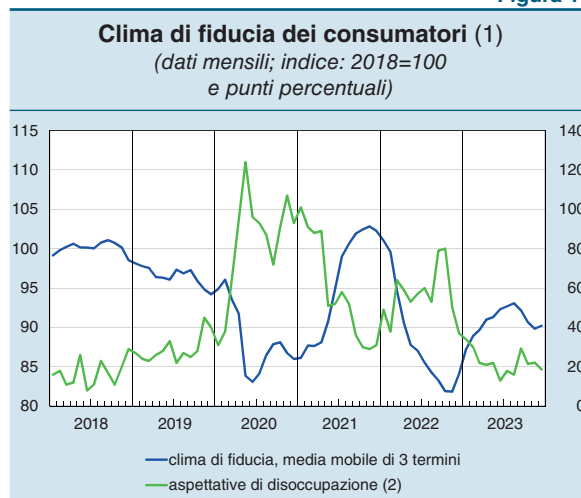
calo (fig. 16). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre, le attese degli agenti immobiliari rimangono sfavorevoli e prefigurano una dinamica molto modesta dei prezzi di vendita degli immobili; per il mercato degli affitti si segnalano invece canoni in aumento, verosimilmente a fronte della maggiore richiesta di immobili in locazione in alternativa all'acquisto. Secondo gli agenti le difficoltà di ottenere un mutuo per l'acquisto di un'abitazione si collocano sui livelli più elevati dalla fine del 2014, in linea con l'inasprimento dei criteri di offerta riportato dalle banche partecipanti alla *Bank Lending Survey* (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 4, 2023 e il paragrafo 2.7). Anche le elaborazioni basate sugli annunci pubblicati dalla piattaforma digitale Immobiliare.it suggeriscono un indebolimento della domanda nei mesi autunnali.

Nel terzo trimestre è continuata la crescita della spesa totale per interessi sul debito delle famiglie a seguito del rialzo del costo del credito (cfr. il paragrafo 2.7). Nel complesso è tuttavia diminuita l'incidenza sul loro reddito disponibile nominale degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale), passata dal 10,3 al 10,0 per cento, per effetto sia di un'ulteriore riduzione del rimborso da parte delle famiglie delle quote di capitale, sia di un incremento del reddito disponibile. Il debito delle famiglie italiane in rapporto al proprio reddito disponibile è sceso ancora rispetto al secondo trimestre, al 59,3 per cento (89 nell'area dell'euro). La diminuzione è stata determinata principalmente dalla crescita del reddito disponibile, a fronte di un più contenuto calo del debito in termini nominali, in particolare nella componente dei prestiti bancari a medio e a lungo termine. Anche in rapporto al PIL il debito delle famiglie si è ridotto, collocandosi al 39 per cento contro il 54 nell'area.

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

*Nel terzo trimestre le esportazioni di beni in volume sono tornate a crescere, nonostante la debolezza del commercio mondiale e dell'attività economica nell'area dell'euro. Il recupero sarebbe proseguito nei due mesi successivi. In estate il saldo di conto corrente è risultato in avanzo, grazie al maggiore surplus mercantile. Gli investitori non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli, in prevalenza emessi dal settore privato. È migliorato il saldo debitorio TARGET. La posizione creditoria netta sull'estero si è rafforzata.*

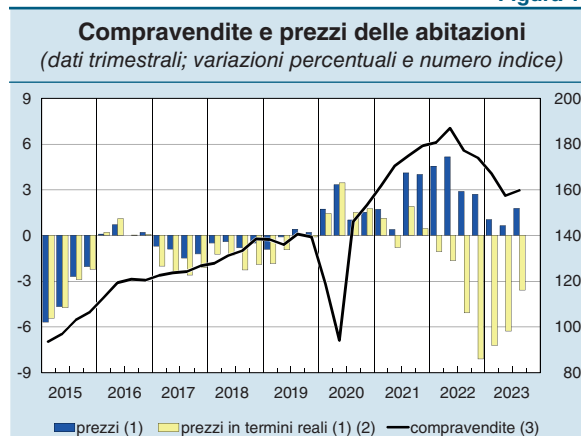
Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 16



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.

### Le esportazioni sono cresciute nel terzo trimestre...

Dopo la flessione nella prima metà dell'anno, nel terzo trimestre le esportazioni in volume hanno ripreso a crescere (0,6 per cento), sospinte dal recupero della componente dei beni che ha più che compensato la riduzione di quella dei servizi (tav. 4). All'incremento hanno contribuito soprattutto i prodotti della meccanica e della farmaceutica e, in misura minore, i petroliferi raffinati e la chimica. Nonostante la contrazione del commercio mondiale (cfr. il paragrafo 1.1), sono significativamente aumentate le vendite di beni nei mercati esterni all'area dell'euro.

Le importazioni in volume sono diminuite (-2,0 per cento), principalmente per minori acquisti di beni dai paesi esterni all'area. La flessione più consistente ha riguardato i prodotti dell'industria mineraria e i metalli di base. Le importazioni di servizi si sono ridotte marginalmente, dopo due trimestri di crescita sostenuta.

### ... e la dinamica positiva sarebbe proseguita in autunno

Secondo nostre valutazioni, basate su dati di commercio estero relativi a ottobre e novembre, le esportazioni di beni in volume al netto della stagionalità sono aumentate anche nei mesi autunnali. Nostre stime mostrano che l'alluvione che ha colpito la Toscana all'inizio di novembre avrebbe avuto un impatto trascurabile sulle vendite estere, sebbene alcuni comparti particolarmente rilevanti per la regione, come il distretto tessile di Prato, abbiano subito riduzioni della capacità produttiva. Il deterioramento della competitività di prezzo dell'Italia, in atto dall'autunno del 2022 e derivante principalmente dall'apprezzamento dell'euro nei confronti delle valute dei suoi principali partner commerciali, è proseguito anche nel terzo trimestre, mitigato in parte da un aumento dei prezzi alla produzione più contenuto della media dei paesi concorrenti. In base a stime preliminari, nel complesso del 2023 la quota di mercato dei beni in valore dell'Italia sarebbe aumentata, recuperando interamente la perdita del 2022; quella in volume sarebbe invece rimasta stabile, in linea con il biennio precedente.

L'indicatore sugli ordini esteri dell'indagine dell'Istat presso le imprese manifatturiere e il corrispondente indice PMI continuano a collocarsi su livelli coerenti con una domanda estera debole. Si conferma invece il miglioramento dei tempi di consegna delle

Tavola 4

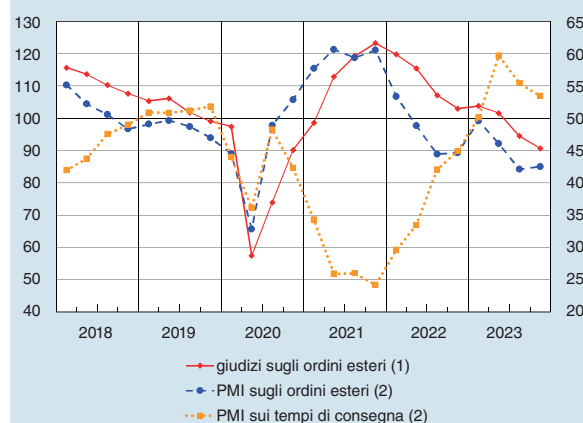
### Esportazioni e importazioni in volume (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)

| VOCI                          | 2022        | 2022        |             | 2023        |             |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                               |             | 4° trim.    | 1° trim.    | 2° trim.    | 3° trim.    |
| <b>Esportazioni</b>           | <b>9,9</b>  | <b>1,5</b>  | <b>-1,4</b> | <b>-1,1</b> | <b>0,6</b>  |
| <b>Beni</b>                   | <b>6,1</b>  | <b>1,2</b>  | <b>-2,0</b> | <b>-1,5</b> | <b>0,9</b>  |
| in paesi dell'area dell'euro  | 7,2         | 1,5         | -2,5        | -1,4        | 0,2         |
| in paesi esterni all'area (2) | 5,3         | 1,1         | -1,6        | -1,5        | 1,5         |
| <b>Servizi</b>                | <b>31,5</b> | <b>2,6</b>  | <b>1,5</b>  | <b>0,6</b>  | <b>-0,6</b> |
| <b>Importazioni</b>           | <b>12,4</b> | <b>-2,1</b> | <b>0,2</b>  | <b>0,7</b>  | <b>-2,0</b> |
| <b>Beni</b>                   | <b>9,2</b>  | <b>-2,9</b> | <b>-0,8</b> | <b>-0,4</b> | <b>-2,4</b> |
| da paesi dell'area dell'euro  | 7,2         | 1,4         | 3,0         | -3,8        | -0,7        |
| da paesi esterni all'area (2) | 11,2        | -6,5        | -4,4        | 3,0         | -3,9        |
| <b>Servizi</b>                | <b>27,2</b> | <b>1,0</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,3</b>  | <b>-0,5</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 non specificati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Figura 17

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



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

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

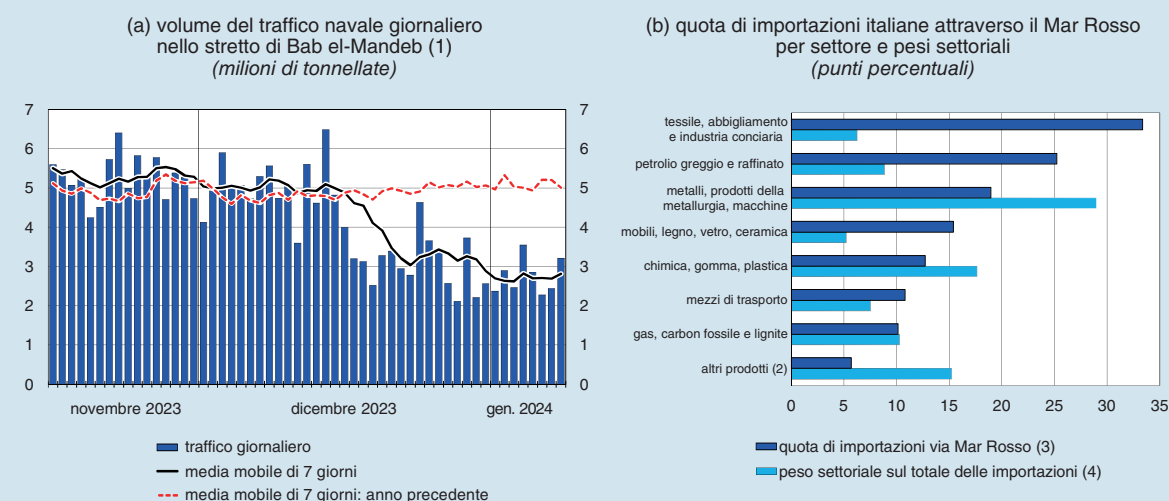
merci (fig. 17). Questa tendenza potrebbe tuttavia invertirsi se dovessero proseguire gli attacchi alle navi nel Mar Rosso, dove transita quasi il 16 per cento delle importazioni italiane in valore e il 7 per cento delle esportazioni (cfr. il riquadro: *Il commercio marittimo e gli attacchi alle navi nel Mar Rosso*).

## IL COMMERCIO MARITTIMO E GLI ATTACCHI ALLE NAVI NEL MAR ROSSO

A seguito delle ostilità tra Israele e Hamas, a partire dalla seconda metà dello scorso novembre le milizie Huthi, che controllano una parte dello Yemen, hanno attaccato alcune navi mercantili nello stretto di Bab el-Mandeb, all'imbocco del Mar Rosso. Per questo passaggio, situato sulla direttrice che collega il Canale di Suez e l'Oceano Indiano, transita circa il 12 per cento del commercio mondiale. I rischi crescenti per l'incolumità degli equipaggi e per la sicurezza del carico hanno progressivamente spinto le principali compagnie di trasporti a dirottare il traffico navale sulla rotta più lunga che circumnaviga il continente africano. Nella seconda metà di dicembre del 2023 i volumi in transito nello stretto risultavano inferiori di quasi il 40 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (figura, pannello a).

Figura

### Traffico navale nel Mar Rosso ed esposizione settoriale dell'Italia



Fonte: elaborazioni su dati PortWatch e Istat.

(1) Volume giornaliero delle merci in transito nello stretto di Bab el-Mandeb dal 15 novembre 2023. – (2) Prodotti dell'agricoltura, alimentari, dell'industria mineraria e altri prodotti non ricompresi altrove. – (3) Rapporto tra la stima del valore delle importazioni trasportate attraverso il Mar Rosso e il totale delle importazioni italiane. – (4) Il peso settoriale è la quota delle importazioni del settore sul totale delle importazioni italiane in valore.

Secondo nostre stime basate su dati relativi al 2022, il trasporto navale attraverso il Mar Rosso riguarda quasi il 16 per cento delle importazioni italiane di beni in valore. Su questa rotta transita una larga parte degli acquisti di beni dalla Cina (secondo mercato di approvvigionamento del nostro paese dopo la Germania), dalle altre economie dell'Asia orientale e dai paesi del Golfo Persico esportatori di materie prime energetiche. Un terzo delle importazioni italiane nella filiera della moda arriva attraverso il Mar Rosso (figura, pannello b); l'incidenza è elevata anche per le importazioni di petrolio greggio e raffinato e per quelle di prodotti metalmeccanici, che costituiscono quasi il 30 per cento degli acquisti dall'estero del Paese. La rilevanza di tale rotta per le esportazioni è invece sensibilmente più bassa: vi transita circa il 7 per cento delle merci in uscita dall'Italia.



Se il rischio di attacchi alle navi mercantili rimanesse alto anche nei primi mesi del 2024, la necessità di seguire rotte alternative si tradurrebbe in un allungamento dei tempi di consegna per le merci importate via mare dall'Asia (con conseguenti ripercussioni sulle catene di produzione) e in un ulteriore aumento dei noli marittimi. Per quanto riguarda questi ultimi, a metà gennaio l'indicatore composito *world container index* elaborato da Drewry era più che raddoppiato rispetto a novembre, pur restando di poco superiore alla metà della media eccezionalmente elevata del biennio 2021-22.

### Il saldo di conto corrente è risultato in avanzo nel terzo trimestre

Nel terzo trimestre il saldo di conto corrente (in termini destagionalizzati) è risultato in avanzo per lo 0,6 per cento del PIL, dopo il sostanziale pareggio nei due trimestri precedenti (fig. 18 e tav. 5). Il miglioramento ha riflesso pressoché per intero quello del saldo mercantile, sia per l'ulteriore riduzione del disavanzo energetico (connesso principalmente con il calo dei prezzi delle materie prime), sia per l'aumento del surplus dei beni non energetici.

### I non residenti hanno acquistato in prevalenza titoli emessi dal settore privato

Nei mesi estivi il saldo del conto finanziario è stato positivo per 20,2 miliardi di euro (tav. 5). Dopo gli elevati importi del trimestre precedente, gli acquisti di titoli pubblici italiani da parte dei non residenti si sono ridotti (1,7 miliardi), a fronte di emissioni nette da parte del Tesoro sostanzialmente nulle; sono invece stati più consistenti quelli di titoli emessi dal settore privato (7,5 miliardi, in prevalenza obbligazioni).

Gli investimenti dei residenti in attività estere di portafoglio (6,2 miliardi) si sono interamente concentrati nei titoli di debito, beneficiando della risalita dei rendimenti obbligazionari. Il settore bancario residente ha incrementato la raccolta netta all'estero per 23,4 miliardi.

### È ulteriormente migliorato il saldo debitorio su TARGET

Nel terzo trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET si è ridotta di 43,2 miliardi (a 555,2; fig. 19), proseguendo il consistente miglioramento in atto dall'inizio dell'anno;

Figura 18

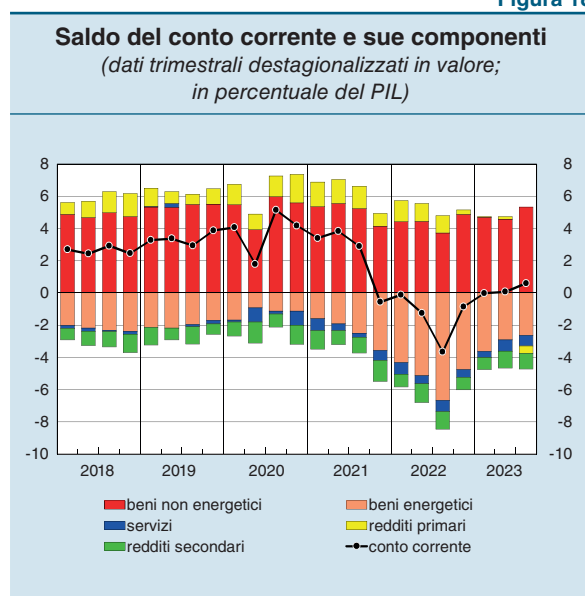


Tavola 5

| VOCI                                                   | Bilancia dei pagamenti<br>(saldi in miliardi di euro) |             |             |             |             |
|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                        | 2022                                                  | 2022        | 2023        |             |             |
|                                                        |                                                       | 4° trim.    | 1° trim.    | 2° trim.    | 3° trim.    |
| <b>Conto corrente</b>                                  | <b>-28,5</b>                                          | <b>-0,3</b> | <b>-8,8</b> | <b>-1,6</b> | <b>9,9</b>  |
| corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi | -28,7                                                 | -4,3        | -0,1        | 0,4         | 3,1         |
| per memoria: in % del PIL (1)                          | -1,5                                                  | -0,9        | ..          | 0,1         | 0,6         |
| <b>Conto capitale</b>                                  | <b>10,7</b>                                           | <b>5,3</b>  | <b>2,7</b>  | <b>1,6</b>  | <b>3,0</b>  |
| <b>Conto finanziario</b>                               | <b>-6,8</b>                                           | <b>19,9</b> | <b>-9,0</b> | <b>10,9</b> | <b>20,2</b> |
| Investimenti diretti                                   | -14,8                                                 | -15,1       | 4,7         | -6,6        | 7,2         |
| Investimenti di portafoglio                            | 162,3                                                 | 36,2        | 18,8        | -26,0       | -3,0        |
| Derivati                                               | 11,4                                                  | 8,1         | -0,9        | -0,1        | -0,4        |
| Altri investimenti (2)                                 | -167,6                                                | -10,9       | -32,2       | 41,8        | 17,3        |
| Variazione riserve ufficiali                           | 2,0                                                   | 1,5         | 0,5         | 1,8         | -0,9        |
| <b>Errori e omissioni</b>                              | <b>11,0</b>                                           | <b>14,8</b> | <b>-2,9</b> | <b>10,9</b> | <b>7,3</b>  |

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



la dinamica positiva è legata in prevalenza alla riduzione dei prestiti erogati dall'Eurosistema alle istituzioni creditizie nell'ambito delle TLTRO3 (cfr. il paragrafo 1.2). Tra ottobre e dicembre il saldo debitorio è ulteriormente migliorato, anche per l'incasso della terza e della quarta rata del PNRR (rispettivamente 18,5 e 16,5 miliardi) all'inizio di ottobre e alla fine di dicembre.

**La posizione creditoria netta sull'estero si è rafforzata** Alla fine di settembre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 122,7 miliardi di euro, pari al 6,1 per cento del PIL; l'incremento rispetto alla fine di giugno (17,3 miliardi) è riconducibile soprattutto all'avanzo complessivo di conto corrente e di conto capitale, che ha più che compensato il saldo negativo degli aggiustamenti di valutazione.

## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

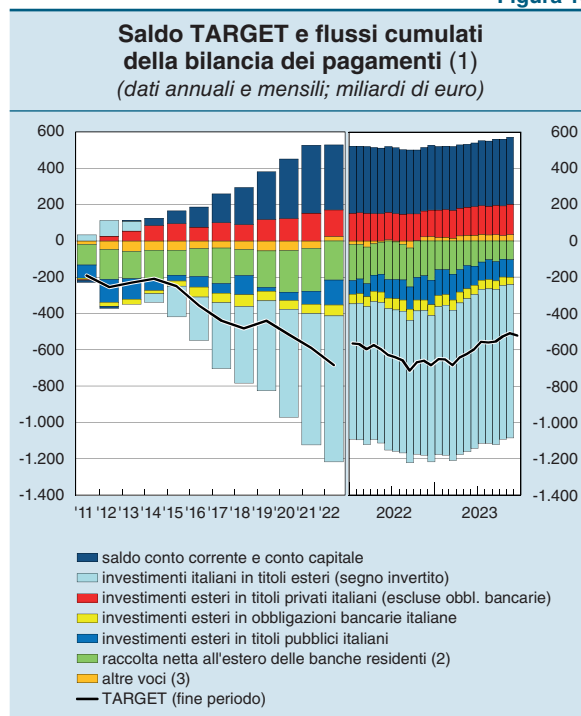
*L'espansione dell'occupazione è proseguita anche nel terzo trimestre e nei primi mesi autunnali, sebbene in misura più contenuta rispetto alla prima metà dell'anno. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile, riflettendo l'aumento di quello di attività, che ha raggiunto un nuovo massimo da quando la serie è calcolata. La crescita delle retribuzioni si è rafforzata e continuerà a intensificarsi nel corso del 2024.*

**Continua la crescita dell'occupazione, a ritmi più moderati** Nonostante la debolezza del ciclo economico, nel terzo trimestre il numero di occupati ha continuato a espandersi (0,3 per cento<sup>2</sup>; fig. 20.a), anche se a tassi inferiori rispetto al primo semestre. È proseguita la crescita del numero dei lavoratori dipendenti a tempo indeterminato e, in misura più contenuta, di quello degli autonomi, mentre è diminuito il numero dei lavoratori a termine. L'occupazione è aumentata marcatamente nelle costruzioni, in ripresa dopo essere scesa nei precedenti quattro trimestri, e a ritmi più moderati nei servizi; si è leggermente ridotta nell'industria in senso stretto.

Le ore complessivamente lavorate hanno registrato un incremento dello 0,4 per cento, anche in conseguenza della crescita di quelle per addetto, tornate a salire dopo il calo dei mesi primaverili. È proseguita la flessione della produttività del lavoro: nei primi nove mesi dell'anno le ore lavorate sono aumentate dell'1,1 per cento rispetto alla fine del 2022, molto più del valore aggiunto (0,3 per cento; cfr. il riquadro: *Il calo della produttività oraria del lavoro: le dinamiche di impresa*, in *Bollettino economico*, 4, 2023).

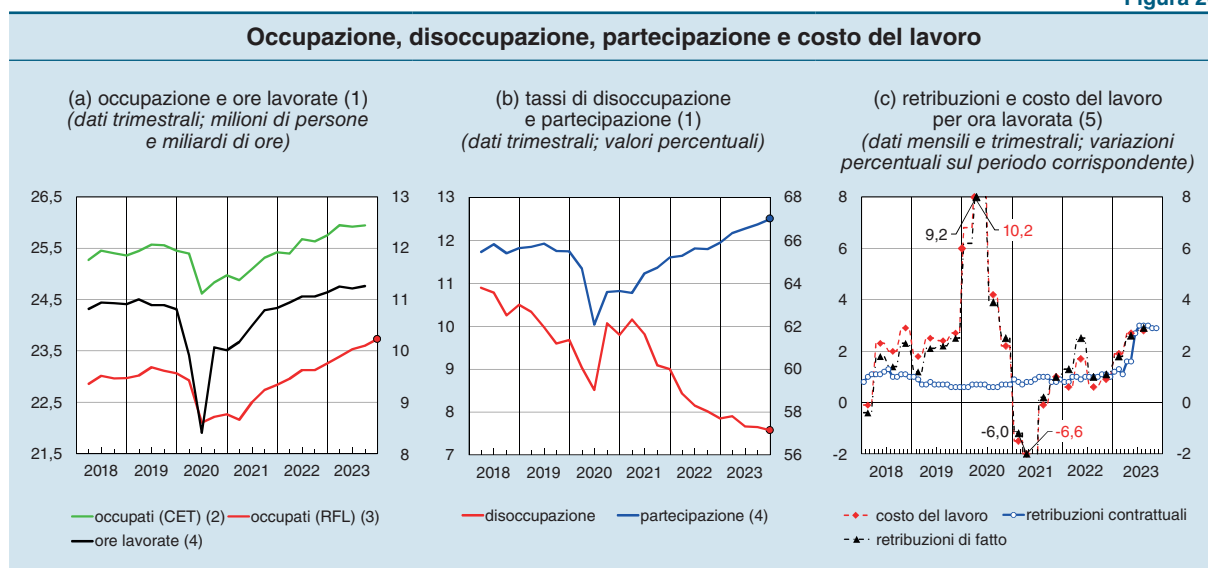
<sup>2</sup> Dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL); dai *Conti economici trimestrali* (CET) emerge una crescita più contenuta nel terzo trimestre (0,1 per cento), a fronte di un leggero calo nel secondo (-0,1 per cento). Nell'ultimo biennio tuttavia le variazioni congiunturali registrate nei CET sono state particolarmente erratiche sia rispetto al periodo pre-pandemico, sia nel confronto con i dati dell'RFL (cfr. il paragrafo 2.5 in *Bollettino economico*, 4, 2023).

Figura 19



(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 TARGET 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 intermedia da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

Figura 20



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

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

### Nel bimestre ottobre-novembre è proseguito l'aumento dell'occupazione

Secondo i dati dell'RFL a ottobre e novembre il numero degli occupati è aumentato a tassi in linea con la media del terzo trimestre (0,1 per cento in ciascun mese). L'incremento ha interessato soprattutto i dipendenti a tempo indeterminato, a fronte di una diminuzione per gli autonomi. Le aspettative delle imprese sull'occupazione nei successivi tre mesi, rilevate a dicembre dalla

Commissione europea, prefigurano una domanda di lavoro in rallentamento rispetto ai primi tre trimestri del 2023.

### La partecipazione al mercato del lavoro continua a espandersi

Nei mesi estivi il tasso di partecipazione è salito al 66,7 per cento, un nuovo massimo da quando la serie è calcolata (fig. 20.b), ma il tasso di disoccupazione è rimasto stabile (7,6 per cento) grazie a una domanda di lavoro ancora sostenuta, come indicato anche da un numero di posti vacanti elevato in rapporto a quello delle persone in cerca di un impiego.

Nei primi tre trimestri dell'anno il numero di persone attive sul mercato del lavoro è cresciuto di 312.000 unità rispetto alla fine del 2022 (1,2 per cento). Circa due terzi dell'aumento sono riconducibili alla fascia di età sopra i 50 anni, secondo una tendenza di lungo periodo determinata dall'innalzamento dell'età di pensionamento<sup>3</sup>; la restante parte è invece dovuta ai più giovani, tra i quali si è ridotto il numero di coloro che non cercano attivamente una nuova occupazione, pur essendo disponibili a lavorare<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Così come previsto dalla riforma pensionistica stabilita dal DL 201/2011, convertito dalla L. 214/2011 (cfr. F. Carta e M. De Philippis, *Working horizon and labour supply: the effect of raising the full retirement age on middle-aged individuals*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1314, 2021).

<sup>4</sup> I contributi all'aumento sono calcolati a parità di composizione per età; nello stesso periodo, l'invecchiamento della popolazione ha influito negativamente sulla variazione delle forze di lavoro per 0,4 punti percentuali, a causa della riduzione del numero di residenti nella fascia di età tra 35 e 49 anni.

Secondo i dati più recenti, nella media del periodo ottobre-novembre il tasso di partecipazione ha continuato a salire (al 67,0 per cento), mentre quello di disoccupazione è rimasto stabile rispetto alla media del bimestre precedente.

**La dinamica retributiva si è rafforzata** Nel terzo trimestre le retribuzioni contrattuali orarie nel settore privato non agricolo hanno accelerato al 3,0 per cento su base annua, dall'1,9 dei mesi primaverili (fig. 20.c). Vi hanno influito soprattutto l'adeguamento all'inflazione, avvenuto a giugno, dei minimi tabellari<sup>5</sup> nel settore metalmeccanico e, in misura inferiore, gli incrementi già previsti dai contratti vigenti, in particolare quello dell'edilizia; ha contribuito positivamente, da luglio, anche il rinnovo del contratto nel comparto del legno. La concomitante contrazione dei prezzi dei beni intermedi ed energetici ha comunque limitato l'impatto di questi rialzi sull'inflazione (cfr. il paragrafo 2.6).

L'accelerazione delle retribuzioni orarie di fatto nel settore privato non agricolo è stata più contenuta (al 2,9 per cento su base annua, dal 2,6), a seguito di un rallentamento delle componenti salariali eccedenti i minimi contrattuali. La crescita è stata più marcata nel complesso dell'economia (3,4 per cento, dal 2,3), sospinta dai servizi prevalentemente pubblici<sup>6</sup>. L'andamento negativo della produttività media del lavoro ha causato un aumento ancora più robusto del costo del lavoro per unità di prodotto, salito nel complesso dell'economia del 5,0 per cento, dal 3,5 del secondo trimestre, e portatosi su livelli ampiamente superiori a quelli precedenti la crisi energetica.

Nel periodo ottobre-novembre l'incremento delle retribuzioni contrattuali si è leggermente attenuato; il dato di dicembre, non ancora disponibile, rifletterà anche gli effetti del rinnovo del contratto del settore del credito, siglato lo scorso novembre, che ha comportato marcati aumenti salariali a partire dalla fine del 2023, quando sono stati inoltre erogati gli arretrati relativi al periodo luglio-novembre.

La dinamica retributiva dovrebbe intensificarsi nel 2024 per effetto dei numerosi rinnovi attesi<sup>7</sup>, sia nella manifattura sia nei servizi privati (dove i contratti del commercio e del turismo sono scaduti da oltre due anni). Il recupero dei margini di profitto osservato tra la fine del 2022 e la prima metà dell'anno scorso (cfr. il paragrafo 2.6) segnalerebbe tuttavia la capacità delle imprese di assorbire queste pressioni inflazionistiche.

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

*Nell'ultimo trimestre dello scorso anno il calo dell'inflazione al consumo si è intensificato, estendendosi ai beni industriali non energetici e ai servizi; la dinamica dei prezzi sui dodici mesi ha segnato il livello più basso dall'inizio del 2021. L'inflazione alla produzione è rimasta negativa, per la riduzione dei prezzi dei beni energetici, intermedi e alimentari. Le nostre indagini presso le imprese segnalano una forte discesa delle aspettative di inflazione per tutti gli orizzonti previsivi, tornate su livelli prossimi al 2 per cento. Anche le famiglie prefigurano un'ulteriore attenuazione della dinamica dei prezzi nei prossimi mesi.*

<sup>5</sup> L'adeguamento, pari al 6,6 per cento, è stato calcolato sulla base della variazione dell'indice IPCA al netto dei beni energetici importati realizzata nel 2022.

<sup>6</sup> Nel pubblico impiego sull'aumento delle retribuzioni di fatto ha influito il pagamento di alcune componenti una tantum a compensazione del ritardo nella contrattazione. Negli altri servizi l'accelerazione è riconducibile alla marcata riduzione congiunturale delle ore complessivamente lavorate, a fronte di un più contenuto calo del monte retributivo totale.

<sup>7</sup> A dicembre è stato rinnovato il contratto del settore della grafica ed editoria, che dovrebbe consentire, entro la fine del periodo di vigenza dell'accordo (2024-26), il recupero di buona parte della dinamica inflazionistica recente e attesa.

**L'inflazione al consumo è scesa più rapidamente delle attese**

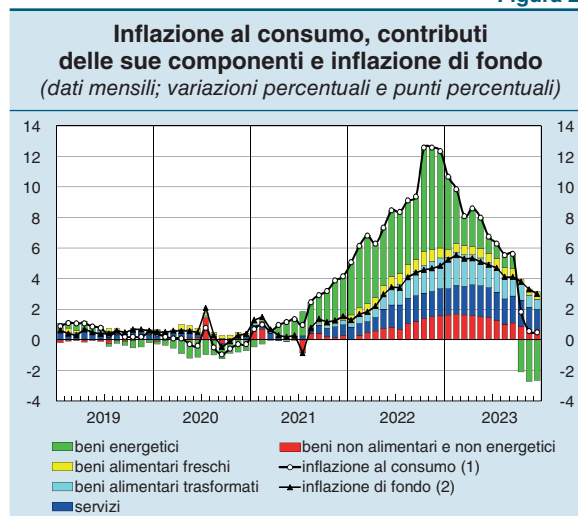
In dicembre l'inflazione armonizzata al consumo è diminuita, allo 0,5 per cento sui dodici mesi (0,6 in novembre; fig. 21 e tav. 6), il valore più basso da gennaio del 2021. Il calo tendenziale dei prezzi dei beni energetici si è accentuato, risentendo del confronto con quelli eccezionalmente elevati della fine del 2022 e della recente flessione delle quotazioni dei carburanti e delle bollette di elettricità e gas. La componente di fondo si è contratta nettamente, al 3,0 per cento, dal picco raggiunto a febbraio del 2023 (5,5 per cento); vi ha inciso il rallentamento dei prezzi dei servizi, in particolare di quelli alberghieri e di ristorazione, insieme all'ulteriore decelerazione di quelli dei beni industriali non energetici, specialmente dei durevoli. L'inflazione alimentare si è lievemente ridotta, pur restando elevata (5,5 per cento). Nello scenario previsivo predisposto nell'ambito del più recente esercizio coordinato dell'Eurosistema, in Italia l'inflazione scenderebbe marcatamente nel 2024 (cfr. il riquadro: *Lo scenario macroeconomico pubblicato in dicembre*); vi contribuirebbero sia le componenti di fondo sia quelle volatili.

Per i primi tre mesi del 2024 l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) ha annunciato un calo delle tariffe elettriche sul mercato regolamentato di circa il 10 per cento sul trimestre precedente. In dicembre il Governo ha confermato il termine dei servizi di tutela per il mercato del gas naturale, con il passaggio degli utenti al mercato libero a partire da gennaio del 2024. Inoltre dallo stesso mese sono state ripristinate le aliquote IVA sul consumo di gas vigenti prima della riduzione al 5 per cento nel quarto trimestre del 2021.

**I prezzi alla produzione sono diminuiti**

In novembre i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono scesi del 16,3 per cento su base annua, a fronte di una contrazione per i beni energetici, per quelli intermedi e, in misura minore, per quelli alimentari (-34,9, -6,3 e -0,2 per cento, rispettivamente). In dicembre l'indicatore PMI ha continuato a fornire segnali di una riduzione dei costi degli input produttivi nella manifattura, seppure meno accentuata rispetto ai mesi estivi.

**Figura 21**



**Tavola 6**

**Indicatori di inflazione in Italia**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

| PERIODO     | IPCA            |                                     | NIC (1)         |                 |
|-------------|-----------------|-------------------------------------|-----------------|-----------------|
|             | Indice generale | Al netto di energetici e alimentari | Indice generale | Indice generale |
| 2020        | -0,1            | 0,5                                 | -0,2            | -4,4            |
| 2021        | 1,9             | 0,8                                 | 1,9             | 13,0            |
| 2022        | 8,7             | 3,3                                 | 8,1             | 42,8            |
| 2023 – gen. | 10,7            | 5,2                                 | 10,0            | 11,6            |
| feb.        | 9,8             | 5,5                                 | 9,1             | 10,0            |
| mar.        | 8,1             | 5,3                                 | 7,6             | 3,0             |
| apr.        | 8,6             | 5,3                                 | 8,2             | -3,5            |
| mag.        | 8,0             | 5,1                                 | 7,6             | -6,8            |
| giu.        | 6,7             | 4,9                                 | 6,4             | -8,2            |
| lug.        | 6,3             | 4,7                                 | 5,9             | -13,8           |
| ago.        | 5,5             | 4,0                                 | 5,4             | -16,1           |
| set.        | 5,6             | 4,1                                 | 5,3             | -18,3           |
| ott.        | 1,8             | 3,8                                 | 1,7             | -12,4           |
| nov.        | 0,6             | 3,3                                 | 0,7             | -16,3           |
| dic.        | 0,5             | 3,0                                 | 0,6             | ....            |

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

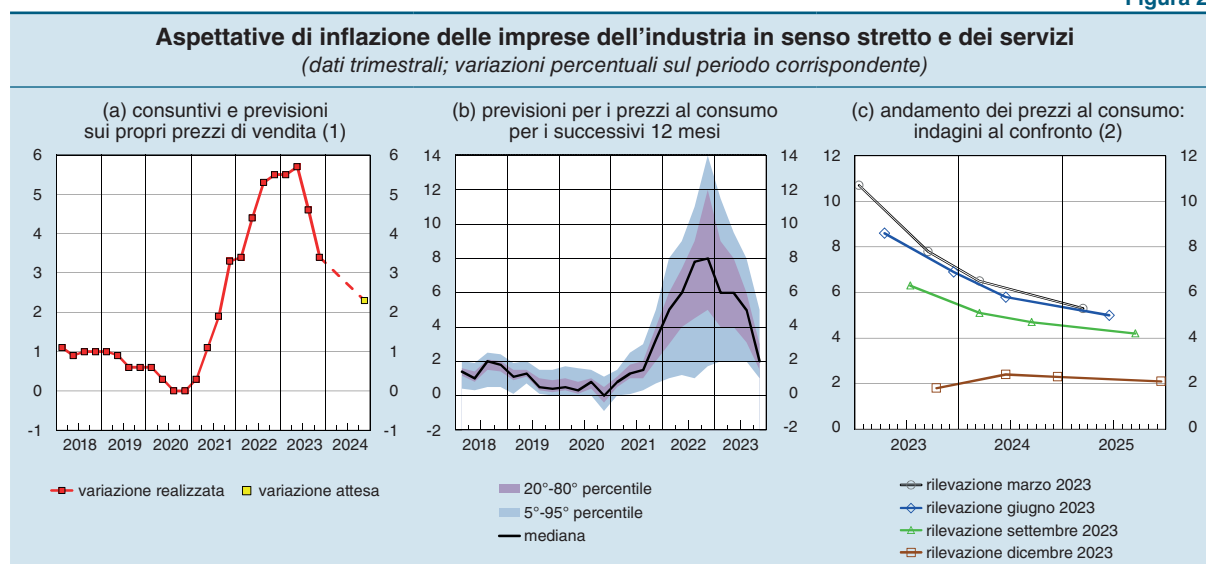
Nel terzo trimestre la dinamica delle retribuzioni contrattuali si è rafforzata. Nonostante la lieve flessione, i margini di profitto (mark-up) – misurati dal rapporto tra il deflatore della produzione e i costi variabili unitari – rimangono nel complesso al di sopra di quelli antecedenti la crisi sanitaria. In prospettiva ci si attende un rafforzamento della dinamica retributiva nel corso del 2024; queste pressioni potrebbero tuttavia essere assorbite, almeno in parte, dal ritorno dei mark-up sui livelli medi pre-pandemici, a fronte verosimilmente di una domanda aggregata debole (cfr. il paragrafo 2.5).

### Le aspettative di inflazione delle imprese scendono a livelli prossimi al 2 per cento

Secondo le inchieste dell'Istat, in dicembre la quota di famiglie che prevedevano un indebolimento delle pressioni inflazionistiche nei prossimi dodici mesi si confermava preponderante; in novembre le attese sull'inflazione al consumo su un orizzonte di tre anni, rilevate dalla *Consumer Expectations Survey* della BCE, hanno registrato una flessione rispetto alla fine del terzo trimestre, portandosi su un valore mediano del 2,9 per cento (dal 3,1).

Nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta fra novembre e dicembre dalla Banca d'Italia, la crescita dei listini delle aziende prevista per i successivi dodici mesi si è ulteriormente attenuata (in media al 2,3 per cento; fig. 22), soprattutto nell'industria. Le imprese hanno segnalato inoltre un forte calo delle attese sull'inflazione al consumo in tutti gli orizzonti, ritornate su valori prossimi al 2 per cento (2,3 a dodici mesi e 2,1 fra tre e cinque anni).

Figura 22



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

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

## 2.7 LE BANCHE

*La dinamica dei prestiti erogati a imprese e famiglie continua a riflettere la marcata debolezza della domanda di finanziamenti e la rigidità dei criteri di offerta, coerentemente con l'orientamento restrittivo della politica monetaria. Il costo del credito erogato a entrambi i settori è ancora aumentato; l'effetto dei rialzi dei tassi ufficiali si è trasmesso più intensamente che in passato all'onere dei finanziamenti alle aziende. La restrizione monetaria continua a determinare una riduzione della raccolta, per effetto sia della riallocazione dai depositi a vista verso*

strumenti finanziari più remunerativi, sia del calo del rifinanziamento presso l'Eurosistema. Nel terzo trimestre il tasso di deterioramento del credito è rimasto contenuto.

### La dinamica del credito si è mantenuta nel complesso fiacca

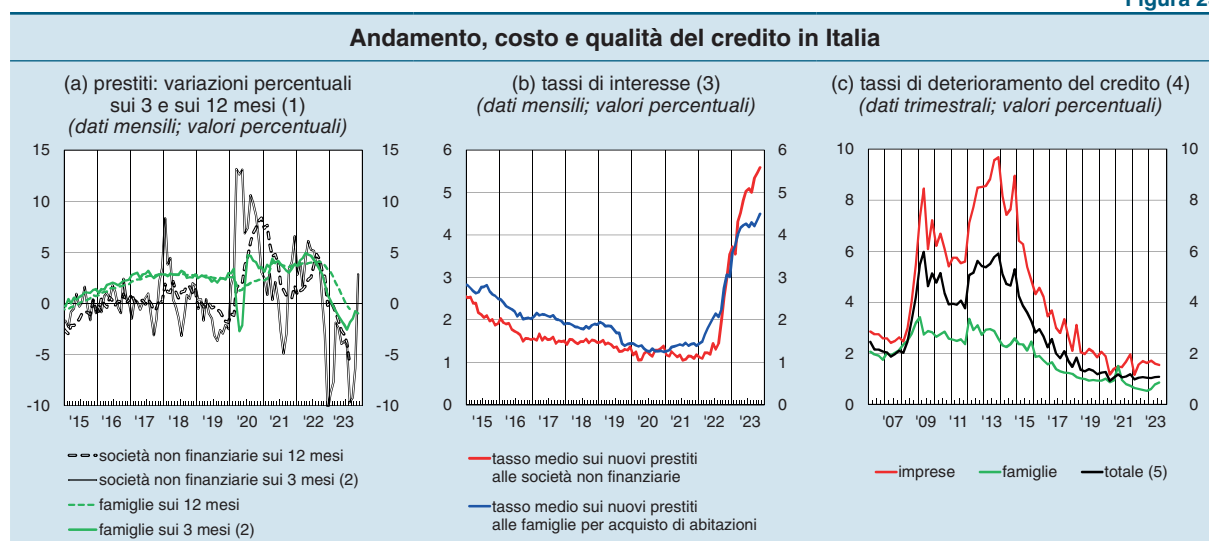
La variazione dei prestiti alle aziende è stata negativa fino a ottobre dello scorso anno ed è tornata positiva in novembre (2,9 per cento sui tre mesi e in ragione d'anno; fig. 23.a)<sup>8</sup>. La dinamica dei finanziamenti alle imprese continua a riflettere ingenti rimborsi, in parte indotti dalla minore convenienza a rinnovare i debiti in scadenza, mentre la concessione di nuovi prestiti è nel complesso in linea con le regolarità storiche (cfr. il paragrafo 1.2). I finanziamenti concessi alle famiglie sono ulteriormente scesi, sebbene a un ritmo più contenuto (-1,0 per cento).

I prestiti alle aziende continuano a diminuire sui dodici mesi (-4,8 per cento); la riduzione rimane più forte per quelle con meno di 20 addetti (-9,2 per cento, contro -4,4 per le imprese di grande dimensione). La flessione si è acuita nel settore delle costruzioni e si è attenuata in quello dei servizi, mentre è rimasta sostanzialmente invariata nella manifattura.

### Nel terzo trimestre dello scorso anno è proseguito l'indebolimento della domanda di prestiti

Le banche italiane intervistate lo scorso ottobre nell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)<sup>9</sup> hanno segnalato nel terzo trimestre una nuova diminuzione della domanda di prestiti da parte delle imprese, di entità confrontabile con il minimo osservato durante la crisi del debito sovrano; il calo sarebbe riconducibile principalmente all'aumento dei tassi

Figura 23



Fonte: Centrale dei rischi e segnalazioni di vigilanza.

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

<sup>8</sup> Il miglioramento del tasso di crescita dei prestiti sui tre mesi in novembre risente anche del flusso dei finanziamenti relativo al mese di agosto, che è stato particolarmente negativo.

<sup>9</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, *October 2023 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 24 ottobre 2023.



di interesse, nonché al più basso fabbisogno per la spesa in investimenti fissi e al maggiore ricorso all'autofinanziamento<sup>10</sup> (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 4, 2023). Gli intermediari indicano inoltre un nuovo inasprimento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese, ancora guidato dalla più alta percezione del rischio e da una minore tolleranza verso lo stesso. Anche la domanda da parte delle famiglie si sarebbe ridotta, con riferimento sia ai prestiti per l'acquisto di abitazioni sia al credito al consumo; i criteri di offerta sono rimasti nuovamente invariati per i primi, mentre sono stati resi più stringenti per il secondo. Per il quarto trimestre gli intermediari hanno dichiarato di attendersi politiche di offerta stabili relativamente al credito alle imprese e un ulteriore irrigidimento per quello alle famiglie.

### I rialzi dei tassi ufficiali continuano a trasmettersi al costo del credito

Rispetto allo scorso agosto, il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è salito di 6 decimi (al 5,6 per cento in novembre; fig. 23.b). Il costo dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato di 2 decimi (al 4,5 per cento). Nel confronto con la fine del 2021, il tasso applicato ai nuovi

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) |               |
|-------------------------------------------------|--------------------------|---------------|----------------------------------------|---------------|
|                                                 | Agosto 2023              | Novembre 2023 | Agosto 2023                            | Novembre 2023 |
| <b>Attività</b>                                 |                          |               |                                        |               |
| Prestiti a residenti (3)                        | 1.675                    | 1.673         | -4,2                                   | -3,6          |
| di cui: a imprese (4)                           | 625                      | 625           | -6,2                                   | -4,8          |
| a famiglie (5)                                  | 673                      | 673           | -0,6                                   | -1,2          |
| Attività verso controparti centrali (6)         | 30                       | 38            | -9,3                                   | 6,0           |
| Titoli di debito (7)                            | 516                      | 492           | -4,5                                   | -6,7          |
| di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche (8) | 374                      | 356           | -6,7                                   | -8,4          |
| Attività verso Eurosystem (9)                   | 207                      | 239           | -38,4                                  | -30,2         |
| Attività sull'estero (10)                       | 515                      | 525           | 4,2                                    | 5,5           |
| Altre attività (11)                             | 847                      | 866           | 1,0                                    | 0,0           |
| <b>Totale attivo</b>                            | <b>3.790</b>             | <b>3.833</b>  | <b>-5,0</b>                            | <b>-4,3</b>   |
| <b>Passività</b>                                |                          |               |                                        |               |
| Depositi di residenti (3) (12) (13)             | 1.780                    | 1.767         | -5,4                                   | -4,2          |
| Depositi di non residenti (10)                  | 402                      | 415           | 25,5                                   | 31,7          |
| Passività verso controparti centrali (6)        | 110                      | 103           | 3,2                                    | -8,7          |
| Obbligazioni (13)                               | 233                      | 247           | 18,3                                   | 19,7          |
| Passività verso Eurosystem (9)                  | 179                      | 161           | -58,5                                  | -61,1         |
| Passività da cessione di crediti                | 121                      | 118           | 4,3                                    | 5,7           |
| Capitale e riserve                              | 352                      | 360           | 4,7                                    | 5,0           |
| Altre passività (14)                            | 614                      | 662           | 1,7                                    | 0,5           |
| <b>Totale passivo</b>                           | <b>3.790</b>             | <b>3.833</b>  | <b>-5,0</b>                            | <b>-4,3</b>   |
| di cui: totale raccolta (15)                    | 2.674                    | 2.655         | -7,9                                   | -7,0          |

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 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.

<sup>10</sup> In Italia il ricorso all'autofinanziamento riflette anche la disponibilità di elevate riserve di liquidità accumulate durante la pandemia che, in presenza di costi di finanziamento più elevati, hanno indotto le imprese a ridurre il rinnovo dei prestiti in scadenza e ad anticipare i rimborsi di quelli originati negli anni precedenti.

prestiti ha subito un rialzo di 4,4 punti percentuali per le imprese e di 3,1 punti per i mutui alle famiglie; il costo dei finanziamenti in essere è salito di 3,7 e di 1,5 punti percentuali, rispettivamente. La trasmissione dei rialzi dei tassi ufficiali al costo dei prestiti erogati alle società non finanziarie, più marcata di quanto suggerito dalle regolarità storiche, rispecchia anche il maggiore rischio percepito dagli intermediari, in parte generato dai forti e ravvicinati incrementi operati all'inizio della fase restrittiva<sup>11</sup>.

**Prosegue la flessione della raccolta bancaria** In novembre la raccolta delle banche è scesa del 7,0 per cento sui dodici mesi (da -7,9 in agosto). La flessione dei depositi di residenti si è attenuata (-4,2 per cento, da -5,4; tav. 7) e la crescita dei depositi di non residenti si è rafforzata (32,0 per cento, da 26) anche a seguito del più cospicuo ricorso ai pronti contro termine in concomitanza con il rimborso dei finanziamenti TLTRO3 giunti a scadenza. La dinamica dei depositi dei residenti continua a risentire della diminuzione di quelli in conto corrente (-9,4 per cento in novembre), che ha più che compensato l'espansione degli altri depositi (13,5 per cento); quest'ultima è sostenuta dal più veloce adeguamento dei loro rendimenti alle variazioni dei tassi di riferimento.

Nel contesto appena descritto di riduzione generalizzata della liquidità dell'Eurosistema e di riallocazione del risparmio verso attività più remunerative, il costo marginale della raccolta<sup>12</sup> è ulteriormente aumentato, al 2,2 per cento (dal 2,0 in agosto; era sostanzialmente nullo alla fine del 2021).

**Il tasso di deterioramento del credito è rimasto su livelli contenuti** Nel terzo trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti si è mantenuto stabile all'1,1 per cento (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 23.c). L'indicatore è sceso per i prestiti alle imprese, all'1,5 per cento, mentre è lievemente aumentato per quelli alle famiglie, allo 0,9.

L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti dei gruppi bancari significativi e delle banche meno significative è rimasta invariata nel terzo trimestre del 2023, al lordo e al netto delle rettifiche di valore (tav. 8). Per i primi il tasso di copertura di questi crediti è lievemente cresciuto, mentre si è leggermente ridotto per le seconde.

**Migliora la redditività delle banche** Nei primi nove mesi del 2023 la redditività è aumentata rispetto allo stesso periodo del 2022 sia per le banche significative sia, sebbene in misura inferiore, per quelle meno significative. Il marcato incremento del rendimento annualizzato del capitale e delle

Tavola 8

| Principali indicatori<br>delle banche italiane significative (1)<br>(valori percentuali) |                             |                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| VOCI                                                                                     | Giugno<br>2023              | Settembre<br>2023           |
| <b>Crediti deteriorati (2)</b>                                                           |                             |                             |
| Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti                                             | 2,4                         | 2,4                         |
| Incidenza netta sul totale dei finanziamenti                                             | 1,1                         | 1,1                         |
| Tasso di copertura (3)                                                                   | 54,1                        | 54,3                        |
| <b>Patrimonio di vigilanza</b>                                                           |                             |                             |
| Common equity tier 1 (CET1) ratio                                                        | 16,0                        | 16,2                        |
| VOCI                                                                                     | Primi 9<br>mesi del<br>2022 | Primi 9<br>mesi del<br>2023 |
| <b>Redditività</b>                                                                       |                             |                             |
| ROE (4)                                                                                  | 8,9                         | 13,8                        |
| Margine di interesse (5)                                                                 | 11,6                        | 50,9                        |
| Margine di intermediazione (5)                                                           | 2,3                         | 22,4                        |
| Costi operativi (5)                                                                      | 2,1                         | -1,4                        |
| Risultato di gestione (5)                                                                | 2,8                         | 65,7                        |
| Rettifiche di valore su crediti (5)                                                      | -1,1                        | -39,7                       |

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

<sup>11</sup> M. Bottero e A. Conti, *In the thick of it: an interim assessment of monetary policy transmission to credit conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 810, 2023.  
<sup>12</sup> Si tratta del costo che la banca sosterebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, ha riflesso principalmente la crescita del margine di interesse<sup>13</sup>, che ha più che compensato la diminuzione degli altri ricavi. Per i gruppi significativi i costi operativi sono leggermente scesi e le rettifiche di valore su crediti si sono ridotte in modo deciso<sup>14</sup>; per le banche meno significative, invece, i costi sono saliti e le rettifiche su crediti si sono mantenute sostanzialmente stabili.

Nel terzo trimestre il livello di patrimonializzazione di entrambe le categorie di banche è aumentato; il miglioramento è riconducibile soprattutto al contributo positivo della redditività e, in misura più contenuta, alla flessione delle attività ponderate per il rischio.

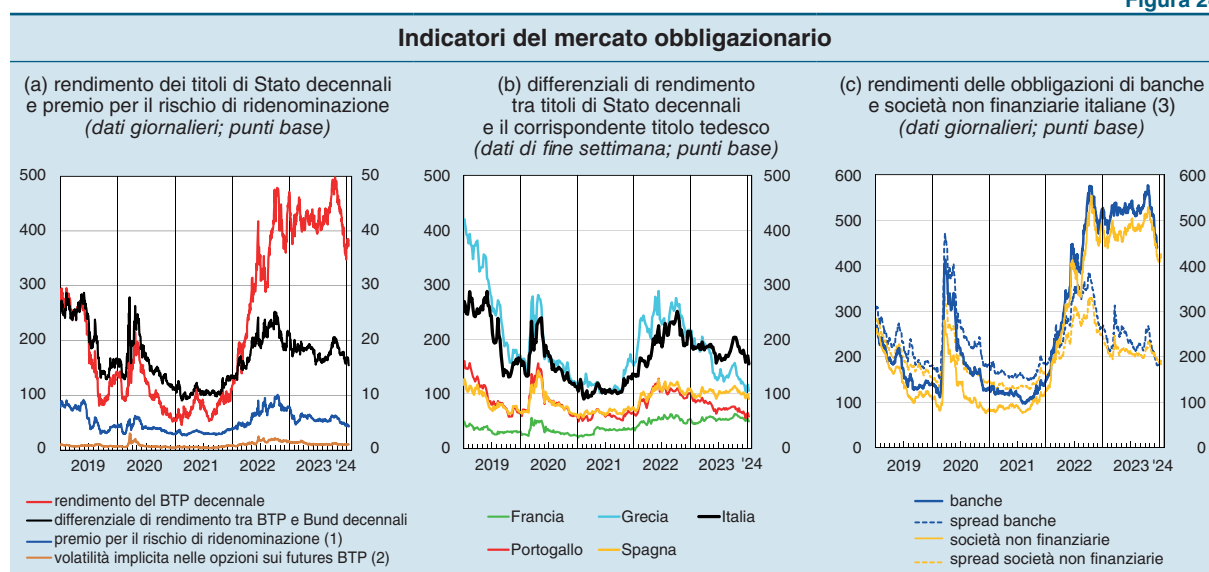
## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

*Le condizioni dei mercati finanziari italiani sono divenute sensibilmente più distese da novembre, beneficiando del miglioramento della fiducia degli investitori, in gran parte indotto da attese di un orientamento meno restrittivo della politica monetaria da parte delle principali banche centrali. Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti titoli tedeschi è sceso in misura marcata.*

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

Il rendimento dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale ha segnato alla fine della prima decade di gennaio una consistente flessione rispetto al corrispondente periodo di ottobre, collocandosi al 3,7 per cento, con una contrazione di circa 120 punti base (fig. 24.a). Vi ha contribuito principalmente

Figura 24



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. La figura riporta inoltre il differenziale di rendimento delle obbligazioni dei due settori rispetto al tasso privo di rischio corretto per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*).

<sup>13</sup> La netta crescita del margine d'interesse rispetto ai primi nove mesi del 2022 risente dell'aumento dei tassi di interesse che ha determinato un incremento del differenziale tra tassi attivi e passivi per il settore bancario.

<sup>14</sup> La forte diminuzione nel confronto con il periodo corrispondente dello scorso anno è in parte riconducibile alle elevate svalutazioni sulle esposizioni verso Russia e Ucraina effettuate dai maggiori due gruppi nel primo trimestre del 2022.

il calo dei tassi privi di rischio delle maggiori economie avanzate, determinato da attese di un orientamento meno restrittivo delle politiche monetarie nel 2024 e dalla diminuzione dell'incertezza sul mercato dei titoli di Stato. Contemporaneamente si è ridotto in misura rilevante anche il differenziale rispetto al corrispondente titolo tedesco (di circa 50 punti base, a 155 punti; fig. 24.b), beneficiando della minore spesa per interessi sul debito pubblico dovuta in prospettiva alla discesa dei rendimenti a lungo termine, nonché ai giudizi favorevoli sul debito italiano espressi dalle principali agenzie di rating lo scorso autunno. Sono inoltre migliorate le condizioni di liquidità nel mercato dei titoli di Stato ed è sceso il rischio di ridenominazione percepito dagli investitori; quest'ultimo è tornato sui valori prevalenti prima dell'invasione russa dell'Ucraina e ben al di sotto dei picchi raggiunti nell'estate del 2022 (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dello spread sui titoli di Stato decennali italiani*, in *Bollettino economico*, 3, 2022).

#### **I costi della raccolta obbligazionaria privata sono scesi**

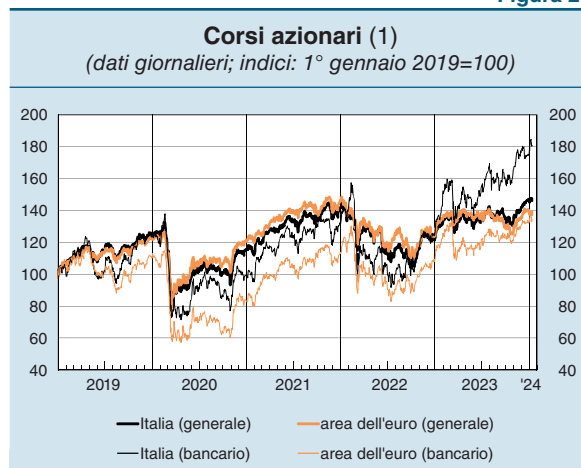
I rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie italiane e dell'area dell'euro sono diminuiti di circa 90 punti base rispetto alla prima decade di ottobre (fig. 24.c), mentre quelli delle obbligazioni bancarie hanno segnato una flessione ancora più marcata (115 punti base in Italia e 90 nell'area), raggiungendo i minimi dall'estate del 2022. Questo andamento è legato soprattutto al calo dei tassi privi di rischio e, in misura minore, alla maggiore propensione al rischio degli investitori. Nel terzo trimestre dello scorso anno sia le società non finanziarie sia le banche italiane hanno effettuato rimborsi netti di titoli obbligazionari (per 1,1 e 5,2 miliardi di euro, rispettivamente). In particolare le banche hanno fortemente ridotto le loro emissioni lorde a circa 10,5 miliardi, un valore molto contenuto nel confronto storico e superiore solo a quello del quarto trimestre del 2020, principalmente a seguito delle elevate emissioni del primo semestre. In autunno, secondo dati preliminari di fonte Bloomberg, le emissioni lorde delle banche sono tornate ad aumentare, riportandosi su livelli in linea con quelli dei trimestri precedenti, mentre le società non finanziarie hanno diminuito ulteriormente le loro emissioni di titoli obbligazionari.

#### **I corsi azionari sono saliti**

Dalla prima decade di ottobre le quotazioni azionarie in Italia e nell'area dell'euro sono cresciute in modo netto, rispettivamente del 10,7 e del 7,4 per cento (fig. 25), e la volatilità è rimasta contenuta. Il buon andamento del mercato azionario è stato favorito da una più alta propensione al rischio degli investitori, riconducibile alle attese di politiche monetarie meno restrittive nelle principali economie.

Le aspettative di una riduzione dei tassi di interesse ufficiali nel corso del 2024 hanno pesato soprattutto sulle valutazioni degli istituti di credito italiani, sulla cui redditività svolge un ruolo primario il margine di interesse. Tuttavia tale effetto è stato più che compensato da utili superiori alle attese e dal miglioramento delle valutazioni formulate dall'agenzia di rating Moody's riguardo al merito di credito di diversi istituti. Nel complesso i corsi del comparto bancario hanno segnato un incremento del 13,4 per cento in Italia (del 8,1 nell'area). La valutazione positiva del settore da parte degli investitori è inoltre confermata dal rapporto tra valutazione di mercato e valore contabile delle azioni (*price-to-book ratio*), salito del 40 per cento in Italia nel corso del 2023 (del 20 nell'area dell'euro). Da circa un anno questo rapporto si colloca in media per le banche italiane su un livello superiore rispetto a quello degli istituti di credito dell'area.

**Figura 25**



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Indici generali e bancari Datastream.

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Le informazioni preliminari disponibili segnalano per il 2023 una riduzione sia del disavanzo sia dell'incidenza del debito sul prodotto rispetto all'anno precedente. A dicembre è stata approvata la manovra di bilancio per il prossimo triennio, che nelle valutazioni ufficiali accresce l'indebitamento netto del 2024 di 0,7 punti percentuali del PIL nel confronto con il quadro a legislazione vigente. Il Consiglio della UE ha approvato la proposta di riforma complessiva del PNRR; è stata erogata la quarta rata nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

**Nel 2023  
l'indebitamento netto  
si sarebbe ridotto  
marcatamente...**

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche nei primi undici mesi del 2023 è stato pari a 91,5 miliardi di euro, 47,5 in più rispetto al corrispondente periodo del 2022. Tuttavia, tenendo conto dei dati preliminari relativi a dicembre<sup>15</sup> e di una stima dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno e l'indebitamento netto (operazioni finanziarie e differenze cassa-competenza), si può valutare che quest'ultimo nel complesso del 2023 si sia collocato, in rapporto al PIL, su un livello significativamente più basso di quello dell'anno precedente (pari all'8 per cento; tav. 9).

Il fabbisogno del 2023 è fortemente influenzato dall'utilizzo in compensazione di parte dei crediti edilizi per Superbonus e Bonus facciate maturati e contabilizzati nell'indebitamento netto tra il 2020 e il 2022. Di contro, nel 2023 l'indebitamento netto (ma non il fabbisogno) risente della registrazione per competenza dei nuovi crediti maturati nel corso dell'anno, un elemento la cui stima puntuale è comunque ancora soggetta a margini di incertezza (cfr. il paragrafo 2.9 in *Bollettino economico*, 4, 2023).

**Tavola 9**

| Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)<br>(in percentuale del PIL) |       |       |       |       |       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VOCI                                                                                                           | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
| Indebitamento netto                                                                                            | 8,0   | 5,3   | 4,3   | 3,6   | 2,9   |
| Avanzo primario                                                                                                | -3,8  | -1,5  | -0,2  | 0,7   | 1,6   |
| Spesa per interessi                                                                                            | 4,3   | 3,8   | 4,2   | 4,3   | 4,6   |
| Indebitamento netto strutturale                                                                                | 8,7   | 5,9   | 4,8   | 4,3   | 3,5   |
| Debito (2)                                                                                                     | 141,7 | 140,2 | 140,1 | 139,9 | 139,6 |

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2023 (NADEF 2023), pubblicata il 30 settembre.

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

Un miglioramento del quadro di finanza pubblica nel confronto con il 2022 emerge anche dalle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat. Nei primi nove mesi del 2023 l'indebitamento netto e il disavanzo primario in rapporto al PIL sono scesi rispettivamente di circa 1,7 e 1,4 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, riflettendo una riduzione dell'incidenza delle spese sul prodotto.

**... e il rapporto tra il  
debito e il PIL sarebbe  
nuovamente sceso**

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.855 miliardi, circa 97 in più rispetto alla fine del 2022. Sulla base dei dati preliminari di dicembre si può tuttavia stimare che nel 2023 il debito in rapporto al PIL sia diminuito per il terzo anno consecutivo (dopo il picco di quasi il 155 per cento nel 2020) collocandosi su un valore nell'ordine del 140 per cento.

<sup>15</sup> A dicembre il fabbisogno del settore statale è stato di 0,5 miliardi.



L'onere medio del debito valutato alla fine dello scorso settembre era pari al 3 per cento, leggermente inferiore al valore osservato alla fine del 2022, principalmente a causa di una più bassa rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione (fig. 26). La vita media residua del debito ammontava a 7,8 anni in novembre, in linea con il dato di dicembre 2022.

**È stata approvata in via definitiva la manovra di bilancio per il triennio 2024-26**

Lo scorso dicembre il Parlamento ha approvato la legge di bilancio per il 2024 e ha convertito in legge il DL 145/2023.

Nello stesso mese il Governo ha approvato in esame definitivo due decreti relativi rispettivamente alla fiscalità internazionale (D.lgs. 209/2023) e alle imposte sui redditi (D.lgs. 216/2023), in attuazione della legge delega della riforma fiscale<sup>16</sup>. Secondo le valutazioni ufficiali queste misure (che definiscono nel complesso la manovra di bilancio) accrescono il disavanzo nel confronto con il quadro a legislazione vigente di 0,2 e di 0,7 punti di PIL nel 2023<sup>17</sup> e nel 2024, rispettivamente; hanno invece un impatto nullo sul deficit nella media del biennio successivo (tav. 10).

Tra le misure espansive della manovra, l'intervento principale è costituito dalla proroga al solo 2024 della riduzione dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti: a questa voce sono destinati quasi 11 miliardi, al netto degli effetti indotti sulle imposte. Viene inoltre disposta una diminuzione del prelievo dell'Irpef, anche in questo caso soltanto per l'anno in corso, soprattutto attraverso una revisione della struttura delle aliquote e una contestuale riduzione delle detrazioni per i contribuenti con redditi più elevati; il costo di questa misura è di 4,3 miliardi. Tra le maggiori spese, la voce più rilevante è costituita dallo stanziamento di risorse per il rinnovo dei contratti del pubblico impiego e per il rifinanziamento del servizio sanitario nazionale, con un impatto complessivo sul disavanzo (al netto dei conseguenti effetti sulle entrate) di 3,4 miliardi nel 2024 e di 5,4 in media nel biennio 2025-26. La manovra istituisce anche un fondo per l'attuazione della delega fiscale, accantonando 3,9 miliardi nel 2025 e oltre 3 a partire dal 2026.

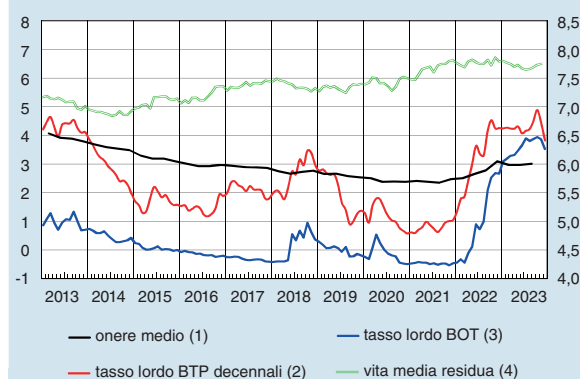
Al finanziamento delle misure espansive contribuiscono: (a) l'utilizzo delle disponibilità del preesistente Fondo per la riduzione della pressione fiscale; (b) l'abolizione dell'Aiuto alla crescita economica (ACE); (c) alcune misure contro l'evasione fiscale; (d) l'introduzione di un'imposizione minima per le imprese multinazionali; (e) la riduzione delle spese dei Ministeri e delle Amministrazioni locali; (f) la riprogrammazione temporale dei fondi dei Ministeri per spese in conto capitale.

<sup>16</sup> *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2024-26*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5<sup>a</sup> della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 13 novembre 2023.

<sup>17</sup> L'ampliamento del disavanzo nel 2023, disposto dal DL 145/2023, è servito principalmente a finanziare: (a) l'anticipo del conguaglio per l'adeguamento all'inflazione dei trattamenti pensionistici; (b) un incremento dell'indennità di vacanza contrattuale per il personale delle Amministrazioni statali; (c) alcune spese per le infrastrutture ferroviarie originariamente previste per il 2024.

**Figura 26**

**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: Istat, per la spesa per interessi.

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



**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche della legge di bilancio per il 2024,  
della legge di conversione del DL 145/2023 e di due decreti legislativi attuativi della riforma fiscale (1)**  
(milioni di euro)

| VOCI                                                                                                                          | 2023          | 2024           | 2025          | 2026           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| <b>USO DELLE RISORSE (C=A-B)</b>                                                                                              | <b>7.154</b>  | <b>35.110</b>  | <b>21.279</b> | <b>18.134</b>  |
| <b>Maggiori spese (A)</b>                                                                                                     | <b>7.109</b>  | <b>13.604</b>  | <b>19.335</b> | <b>17.577</b>  |
| <b>Spese correnti</b>                                                                                                         | <b>5.678</b>  | <b>9.646</b>   | <b>17.389</b> | <b>15.731</b>  |
| Rinnovo dei contratti pubblici                                                                                                | 2.000         | 3.000          | 5.000         | 5.000          |
| Anticipo del conguaglio dell'indicizzazione pensioni (anno 2023)                                                              | 2.038         | -2.038         | 0             | 0              |
| Incremento del Fondo sanitario nazionale                                                                                      | 5             | 1.875          | 2.754         | 2.905          |
| Istituzione del Fondo per l'attuazione della delega fiscale                                                                   | 0             | 0              | 3.875         | 3.098          |
| Modifiche requisiti pensionamento (Quota 103, APE sociale, Opzione donna)                                                     | 0             | 344            | 1.130         | 608            |
| Definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni (Sezione II; effetto netto) (2)                                           | 0             | 1.675          | 329           | 146            |
| Altre spese correnti                                                                                                          | 1.635         | 4.791          | 4.302         | 3.974          |
| <b>Spese in conto capitale</b>                                                                                                | <b>1.431</b>  | <b>3.958</b>   | <b>1.946</b>  | <b>1.846</b>   |
| Infrastrutture ferroviarie e opere pubbliche (effetto netto)                                                                  | 1.000         | 235            | 190           | 100            |
| Ponte sullo Stretto di Messina                                                                                                | 0             | 410            | 650           | 800            |
| Credito di imposta per l'acquisto di beni strumentali (3)                                                                     | 0             | 1.800          | 0             | 0              |
| Altre spese in conto capitale                                                                                                 | 431           | 1.513          | 1.106         | 946            |
| <b>Minori entrate (B)</b>                                                                                                     | <b>-45</b>    | <b>-21.506</b> | <b>-1.944</b> | <b>-558</b>    |
| Decontribuzione lavoratori dipendenti (incluse lavoratrici madri e donne vittime di violenza)                                 | 0             | -15.485        | -561          | -273           |
| Modifiche alla struttura dell'Irpef                                                                                           | 0             | -4.280         | 17            | -140           |
| Incentivi all'assunzione                                                                                                      | 0             | 0              | -1.337        | 0              |
| Misure fiscali per il welfare aziendale                                                                                       | 0             | -610           | -23           | 2              |
| Riduzione canone RAI                                                                                                          | 0             | -430           | 0             | 0              |
| Posticipo <i>plastic tax</i> e <i>sugar tax</i>                                                                               | 0             | -329           | 115           | -64            |
| Riduzione imposta sostitutiva premi produttività (effetto netto)                                                              | 0             | -223           | -7            | 1              |
| Altre minori entrate                                                                                                          | -45           | -149           | -149          | -83            |
| <b>REPERIMENTO RISORSE (D=E-F)</b>                                                                                            | <b>3.966</b>  | <b>19.459</b>  | <b>16.807</b> | <b>22.098</b>  |
| <b>Maggiori entrate (E)</b>                                                                                                   | <b>1.548</b>  | <b>8.388</b>   | <b>10.635</b> | <b>8.989</b>   |
| Effetti riflessi della decontribuzione                                                                                        | 0             | 4.125          | 64            | 66             |
| Effetti riflessi del rinnovo dei contratti pubblici                                                                           | 970           | 1.455          | 2.425         | 2.425          |
| Effetti riflessi dell'anticipo del conguaglio dell'indicizzazione pensioni (anno 2023)                                        | 566           | -566           | 0             | 0              |
| Abolizione ACE                                                                                                                | 0             | 0              | 4.820         | 2.814          |
| Estensione della ritenuta a titolo di acconto agli agenti di commercio                                                        | 0             | 583            | 778           | 778            |
| Rivalutazione valore terreni e partecipazioni (effetto netto)                                                                 | 0             | 534            | 50            | 50             |
| Incremento ritenuta per pagamenti relativi ai bonifici attestanti deduzioni o detrazioni                                      | 0             | 518            | 622           | 622            |
| Rimodulazione di alcune imposte sulla produzione                                                                              | 0             | 32             | 644           | 436            |
| Aumento IVA prodotti infanzia e igiene intima femminile e accise sui tabacchi                                                 | 0             | 271            | 263           | 288            |
| <i>Global minimum tax</i>                                                                                                     | 0             | 0              | 424           | 428            |
| Modifica delle procedure di pignoramento                                                                                      | 0             | 0              | 243           | 486            |
| Altre maggiori entrate (effetto netto)                                                                                        | 12            | 1.434          | 299           | 592            |
| <b>Minori spese (F)</b>                                                                                                       | <b>-2.418</b> | <b>-11.071</b> | <b>-6.172</b> | <b>-13.109</b> |
| <b>Spese correnti</b>                                                                                                         | <b>-1.700</b> | <b>-7.015</b>  | <b>-2.061</b> | <b>-2.054</b>  |
| Riduzione della dotazione del Fondo per la riduzione della pressione fiscale                                                  | 0             | -4.064         | 0             | 0              |
| Spending review                                                                                                               | 0             | -1.370         | -1.380        | -1.353         |
| Altre minori spese correnti                                                                                                   | -1.700        | -1.581         | -681          | -701           |
| <b>Spese in conto capitale</b>                                                                                                | <b>-718</b>   | <b>-4.056</b>  | <b>-4.111</b> | <b>-11.055</b> |
| Riprogrammazioni Ministero della Difesa e definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni (Sezione II; effetto netto) (4) | 0             | -2.554         | -3.598        | -10.678        |
| Riduzione fondi di bilancio                                                                                                   | -158          | -34            | -14           | 0              |
| Spending review                                                                                                               | 0             | -46            | -88           | -130           |
| Altre minori spese in conto capitale                                                                                          | -560          | -1.422         | -412          | -247           |
| <b>Variazione netta entrate (G=B+E)</b>                                                                                       | <b>1.503</b>  | <b>-13.118</b> | <b>8.691</b>  | <b>8.431</b>   |
| <b>Variazione netta spese (H=A+F)</b>                                                                                         | <b>4.691</b>  | <b>2.533</b>   | <b>13.163</b> | <b>4.468</b>   |
| correnti                                                                                                                      | 3.978         | 2.631          | 15.328        | 13.677         |
| in conto capitale                                                                                                             | 713           | -98            | -2.165        | -9.209         |
| <b>Variazione dell'indebitamento netto (I=H-G)</b>                                                                            | <b>3.188</b>  | <b>15.651</b>  | <b>4.472</b>  | <b>-3.963</b>  |
| in percentuale del PIL (5)                                                                                                    | 0,2           | 0,7            | 0,2           | -0,2           |

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute negli atti parlamentari della legge di bilancio 2024, della L. 191/2023 di conversione del DL 145/2023 e di due decreti legislativi attuativi della legge delega della riforma fiscale (il D.lgs. 209/2023 e il D.lgs. 216/2023). – (2) Comprende l'effetto netto dei definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni della Sezione II della legge di bilancio per la parte di spesa corrente. L'effetto netto tiene conto della maggiore spesa per il Fondo destinato all'attuazione della manovra di bilancio 2024-26, istituito con il DL 145/2023 e successivamente abrogato in sede di legge di bilancio nella Sezione II. – (3) Relativo alla Zona economica speciale unica del Mezzogiorno. – (4) Comprende l'effetto netto dei definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni della Sezione II per la parte di spesa in conto capitale. – (5) Viene considerato il PIL nominale programmatico riportato nella NADEF 2023.

**La Commissione europea si è espressa sui programmi di finanza pubblica**

Alla fine di novembre, nell'opinione sul *Documento programmatico di bilancio 2024*, la Commissione europea ha ritenuto che, nel complesso, i programmi dell'Italia per l'anno in corso non siano pienamente in linea con le raccomandazioni del Consiglio del 14 luglio 2023, e ha pertanto invitato il nostro paese a tenersi pronto ad attuare le misure necessarie per rispettarle<sup>18</sup>.

In particolare la Commissione ha previsto che non tutti i risparmi derivanti dal venire meno delle misure di sostegno a fronte dei rincari energetici saranno usati per la riduzione del disavanzo nel 2024, il che rappresenterebbe un rischio di deviazione da quanto raccomandato. Inoltre nell'anno in corso la dinamica della spesa primaria finanziata da risorse nazionali – in considerazione di alcuni fattori connessi con il Superbonus – sarebbe più alta del limite massimo indicato a luglio. Riguardo alle recenti modifiche proposte dal Governo in materia di tassazione sulle famiglie e sulle imprese, viene ricordato che i frequenti cambiamenti nel sistema fiscale ne accrescono la complessità, determinando maggiore incertezza nell'economia. D'altra parte la Commissione ha valutato che l'Italia, come raccomandato, preserverà gli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale e l'ha esortata a continuare ad assorbire efficacemente sia le sovvenzioni del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, sia gli altri fondi della UE.

**È stata ceduta una quota rilevante delle azioni di Banca Monte dei Paschi di Siena**

Lo scorso 20 novembre il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) ha ceduto a investitori istituzionali italiani ed esteri il 25 per cento del capitale sociale di Banca Monte dei Paschi di Siena, per un controvalore di 0,9 miliardi; di conseguenza la partecipazione detenuta dal MEF nel capitale della banca è scesa a circa il 39 per cento. Nelle intenzioni dell'Esecutivo

l'operazione rappresenta la prima fase di un più ampio processo di valorizzazione dell'istituto di credito.

**È stata approvata la proposta di revisione complessiva del PNRR e incassata la quarta rata**

Alla fine di novembre la Commissione europea, a seguito del conseguimento dei 28 traguardi e obiettivi previsti dal PNRR per il pagamento della quarta rata (16,5 miliardi, di cui 2 in sovvenzioni e 14,5 in prestiti), ha dato parere positivo al relativo versamento. Quest'ultimo è stato effettuato il 28 dicembre, portando a circa 102 miliardi il totale delle risorse sinora ricevute dal nostro paese (di cui quasi 41 a titolo di sovvenzioni); il giorno seguente

il Governo ha richiesto il pagamento della quinta rata, pari a 10,6 miliardi. L'8 dicembre il Consiglio della UE ha approvato definitivamente la proposta di revisione complessiva del PNRR presentata dal Governo lo scorso agosto (cfr. il riquadro: *Le revisioni al Piano nazionale di ripresa e resilienza*).

**LE REVISIONI AL PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA**

Lo scorso 8 dicembre il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la proposta di revisione del PNRR inviata in agosto dal Governo italiano alla Commissione<sup>1</sup>. Le modifiche comportano

<sup>1</sup> Nella stessa data il Consiglio ha approvato altre 12 proposte di revisione, oltre a quella italiana. Considerando anche le richieste convalidate negli scorsi mesi, i piani nazionali di ripresa e resilienza di tutti gli Stati membri sono stati oggetto di modifica.

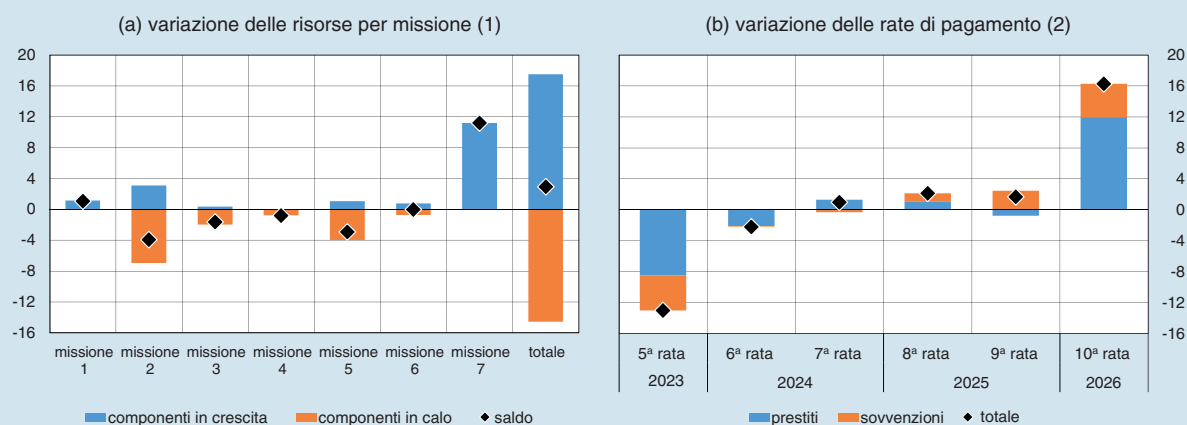
<sup>18</sup> Un giudizio analogo è stato dato sui documenti programmatici di bilancio di altri otto paesi, tra cui Germania e Paesi Bassi. Una valutazione più severa è stata attribuita a quelli di Belgio, Croazia, Finlandia e Francia, che sono stati ritenuti a rischio di non essere in linea con le raccomandazioni.

la cancellazione di 4 interventi e la rimodulazione<sup>2</sup> di altri 87, nonché l'introduzione di 29 nuove misure. Di queste ultime, 22 (5 riforme e 17 investimenti) confluiscono in un'ulteriore missione dedicata agli interventi relativi al programma *REPowerEU*, che si aggiunge alle 6 previste dal Piano originario.

Nella nuova formulazione del PNRR i fondi a disposizione salgono da 191,5 a 194,4 miliardi di euro. La differenza è in larga parte riconducibile ai proventi derivanti dal sistema di scambio delle quote di emissioni di gas a effetto serra<sup>3</sup>, già assegnati al nostro paese in seguito all'approvazione di *REPowerEU* da parte del Consiglio della UE. Le modifiche approvate generano una cospicua riallocazione di risorse tra le missioni del Piano, come anche all'interno di ciascuna di esse (figura, pannello a). Si riduce soprattutto la dotazione delle missioni 2 (rivoluzione verde e transizione ecologica) e 5 (inclusione e coesione). La prima risente in particolare del defianziamento degli interventi per la resilienza, la valorizzazione del territorio e l'efficienza energetica dei Comuni, per un importo pari a 6 miliardi; per la seconda rileva il taglio di alcuni interventi per infrastrutture sociali, famiglie, comunità e terzo settore e per la coesione territoriale. La missione 1 (digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo) è l'unica tra

**Figura**

**Impatto delle revisioni sulla dotazione delle missioni e sulle rate di pagamento**  
(miliardi di euro)



Fonte: portale Italia Domani; Commissione europea, *Analisi del piano per la ripresa e la resilienza dell'Italia*, SWD(2023) 392 final, che accompagna il documento *Proposta di decisione di esecuzione del Consiglio che modifica la decisione di esecuzione (UE) (ST 10160/21; ST 10160/21 ADD 1 REV 2), del 13 luglio 2021, relativa all'approvazione della valutazione del piano per la ripresa e la resilienza dell'Italia*, COM(2023) 765 final, 2023; Consiglio dell'Unione europea, *Decisione di esecuzione del Consiglio che modifica la decisione di esecuzione del 13 luglio 2021, relativa all'approvazione della valutazione del piano per la ripresa e la resilienza dell'Italia*, Bruxelles, 5 dicembre 2023.

(1) Elaborazioni basate sui saldi delle risorse a livello di componente per ciascuna missione del PNRR. Le missioni sono gli ambiti tematici cui afferiscono i provvedimenti del PNRR. Missione 1: digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo; missione 2: rivoluzione verde e transizione ecologica; missione 3: infrastrutture per una mobilità sostenibile; missione 4: istruzione e ricerca; missione 5: inclusione e coesione; missione 6: salute; missione 7: *REPowerEU*. – (2) Importi al lordo del prefinanziamento iniziale. Si riportano solo le rate che non sono state ancora ricevute. L'anno indicato sull'asse delle ascisse è riferito al periodo di conseguimento dei traguardi e obiettivi previsti.

<sup>2</sup> Le rimodulazioni riguardano le risorse a disposizione per ciascun intervento, oppure i livelli o i tempi di raggiungimento dei traguardi e degli obiettivi previsti (per maggiori dettagli sulla struttura e sul funzionamento del Piano, cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR: risultati raggiunti e scadenze nel 2022* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2021). Gran parte delle revisioni è motivata dalla sussistenza di circostanze oggettive secondo l'art. 21 del regolamento UE/2021/241; tra queste rilevano soprattutto l'aumento del costo delle opere a causa dell'inflazione e l'individuazione di alternative migliori per il perseguimento delle finalità di una determinata misura. Altre revisioni minori hanno riguardato 25 interventi, in relazione ai quali sono stati corretti errori materiali nella formulazione dei traguardi e degli obiettivi da raggiungere.

<sup>3</sup> Una quota minoritaria (0,14 miliardi) deriva dall'adeguamento del contributo finanziario legato alle sovvenzioni, in base a quanto disposto dall'art. 18 del regolamento UE/2021/241.

quelle presenti nel Piano originario per la quale si osserva un aumento di risorse; ciò è in prevalenza attribuibile alla componente destinata a sostenere digitalizzazione, innovazione e competitività delle imprese.

La missione aggiuntiva legata a *REPowerEU* ha una dotazione di 11,2 miliardi e finanzia 17 progetti di investimento. Tra questi si segnala in particolare il credito di imposta Transizione 5.0, che mette a disposizione 6,3 miliardi per sostenere gli investimenti verdi e digitali delle imprese. Altre misure riguardano l'efficientamento energetico degli immobili pubblici, il potenziamento del parco ferroviario regionale con treni a zero emissioni e il miglioramento delle reti per il trasporto dell'elettricità e del gas.

Complessivamente la nuova formulazione del Piano prevede 7 riforme aggiuntive, tra cui: l'estensione dell'approccio orientato ai risultati del PNRR anche alle politiche di sviluppo e coesione; il riordino degli incentivi alle imprese; la semplificazione del quadro normativo e autorizzativo in materia di energie rinnovabili; la riforma dei sussidi dannosi per l'ambiente.

La revisione del PNRR ha ripercussioni anche sul numero e sulla cadenza temporale dei traguardi e degli obiettivi da raggiungere ogni semestre: questi infatti aumentano da 527 a 617 e, rispetto alla precedente versione del Piano, risultano posticipate le relative scadenze (quasi il 30 per cento si concentra nel primo semestre del 2026, l'ultimo periodo di rendicontazione). Dalla rimodulazione dei tempi deriverà una riduzione della quinta e della sesta rata e un incremento complessivo di quelle successive (in particolare dell'ultima; figura, pannello b). Allo stesso tempo si registra una parziale riallocazione dell'ammontare finanziato da sovvenzioni verso le rate conclusive.

