



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2024

2 | 2024



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2024
Aprile

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 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

Marianna Riggi e Fabrizio Colonna (coordinamento), Antonio Dalla Zuanna, Valerio Ercolani, Nicolò Gnocato, Daniele Pianeselli, Giacomo Romanini, Luca Rossi, Stefano Schiaffi

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

Riquadri: Francesco Corsello, Riccardo Degasperi, Davide Delle Monache, Giacomo Romanini

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.2024.2>

Aggiornato con i dati disponibili all'11 aprile 2024, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	10
1.3 I mercati finanziari internazionali	19
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	21
2.2 Le imprese	24
2.3 Le famiglie	26
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	28
2.5 Il mercato del lavoro	31
2.6 La dinamica dei prezzi	34
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	36
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 La finanza pubblica	39

INDICE DEI RIQUADRI

Le pressioni di fondo dell'inflazione: un nuovo indicatore	12
Le tensioni nel Mar Rosso e il loro possibile impatto macroeconomico	14
Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia	22
Il saldo dei redditi primari e il recente rialzo dei tassi di interesse	29

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

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

SINTESI

L'economia mondiale segna un miglioramento trainato dagli Stati Uniti

All'inizio dell'anno sono emersi segnali di rafforzamento dell'economia globale, più diffusi nei servizi. Negli Stati Uniti i consumi si sono mantenuti particolarmente robusti e l'occupazione è cresciuta oltre le attese; di contro, la domanda aggregata resta debole in Cina, anche per il perdurare della crisi del settore immobiliare. Secondo le stime più recenti dell'FMI, nel 2024 il PIL mondiale continuerà a crescere di poco più del 3 per cento, frenato anche dalle politiche monetarie restrittive. Le tensioni nel Medio Oriente hanno finora avuto un impatto limitato sull'interscambio di merci. In base a nostre stime, quest'anno il commercio internazionale si espanderà del 2,4 per cento, meno del prodotto mondiale. Restano significativi i rischi al ribasso per l'economia globale, connessi con un eventuale aggravamento dei conflitti in corso.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'orientamento delle politiche monetarie rimane restrittivo

Nei primi mesi dell'anno si è arrestata la disinflazione negli Stati Uniti. In marzo la Federal Reserve e la Bank of England hanno lasciato invariati i tassi di riferimento e comunicato che l'orientamento rimarrà restrittivo fino al consolidarsi del calo dell'inflazione; la Banca del Giappone ha innalzato i tassi ufficiali per la prima volta dal 2007, portandoli su livelli positivi, e ha interrotto la strategia di controllo della curva dei rendimenti. Gli investitori hanno posticipato il momento in cui si attendono un allentamento monetario negli Stati Uniti. Nonostante l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni, le condizioni finanziarie nelle maggiori economie avanzate restano distese.

Nell'area dell'euro l'attività economica ristagna e la disinflazione prosegue

All'inizio del 2024 il PIL dell'area dell'euro ha continuato a ristagnare per la debolezza dell'industria, a fronte di segnali di recupero nel terziario. Continua il sentiero discendente dell'inflazione al consumo, soprattutto per

i beni industriali non energetici e alimentari, mentre quella dei servizi rimane su livelli elevati. Gli indicatori che stimano la dinamica di fondo dei prezzi al netto delle fluttuazioni più erratiche sono scesi marcatamente dall'inizio del 2023. Nelle nostre valutazioni i recenti rincari del trasporto marittimo dovuti alle tensioni nel Mar Rosso non comporteranno pressioni inflazionistiche significative. Secondo le proiezioni di marzo degli esperti della BCE, quest'anno l'inflazione diminuirà al 2,3 per cento, tornando in linea con l'obiettivo nel 2025 e nel 2026.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi di riferimento e ha modificato l'assetto operativo

In aprile il Consiglio direttivo della BCE ha lasciato invariati i tassi di interesse ufficiali. Ha inoltre annunciato che sarà opportuno ridurre il livello di restrizione della politica monetaria qualora la propria valutazione circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria dovesse accrescere ulteriormente la sua fiducia che l'inflazione stia convergendo stabilmente verso l'obiettivo. In seguito alla revisione dell'assetto operativo, il Consiglio continuerà a definire l'orientamento della politica monetaria attraverso il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema.

In Italia la debolezza della fase ciclica si è estesa al primo trimestre del 2024

Secondo nostre stime, in Italia l'attività economica è aumentata in misura contenuta nel primo trimestre del 2024, risultando ancora frenata dalla flessione della manifattura, a fronte di una ripresa nei servizi. La fiacchezza dei consumi, che recupererebbero solo in parte il calo della fine dello scorso anno, si sarebbe accompagnata a un lieve incremento degli investimenti privati, sostenuti dall'autofinanziamento.

Il saldo di conto corrente resta positivo

Nel quarto trimestre del 2023 il conto corrente si è confermato in avanzo: il

miglioramento del saldo mercantile e di quello dei servizi ha più che compensato il deterioramento di quello dei redditi da capitale. Su quest'ultimo ha influito il rialzo dei tassi di interesse ufficiali in atto da luglio del 2022: l'Italia detiene una posizione creditoria netta verso l'estero, che si è ulteriormente rafforzata, ma risulta in debito nelle voci più sensibili ai tassi di riferimento. Gli investitori non residenti hanno continuato a effettuare acquisti netti di titoli di debito pubblici e privati.

Il tasso di occupazione rimane su livelli elevati e le retribuzioni accelerano gradualmente

L'occupazione, dopo essere fortemente salita alla fine dello scorso anno, in special modo nei servizi e nelle costruzioni, è rimasta stabile nei primi due mesi del 2024, pur continuando a crescere nella componente a tempo indeterminato. Il tasso di disoccupazione resta su livelli storicamente bassi. La dinamica del costo del lavoro dovrebbe intensificarsi nel corso dell'anno; sarà sospinta dai rinnovi contrattuali recentemente siglati e da quelli attesi, in particolare nel terziario. I margini di profitto, ancora elevati soprattutto nei servizi, offrono alle imprese spazio per assorbire i futuri rialzi salariali senza innescare pressioni inflazionistiche.

È proseguito il calo dell'inflazione di fondo

L'inflazione al consumo è rimasta su valori contenuti; quella di fondo è ulteriormente diminuita per effetto del forte rallentamento dei prezzi dei beni, a fronte di una riduzione meno accentuata della componente dei servizi. Le imprese e le famiglie hanno rivisto al ribasso le loro attese di inflazione, nel breve e nel medio termine. Nonostante le tensioni riguardanti il commercio marittimo nel Mar Rosso, è continuata la discesa dei prezzi dei beni intermedi.

La restrizione monetaria continua a trasmettersi al credito

Il costo del credito resta su livelli elevati e frena ancora la domanda di prestiti delle imprese e delle famiglie. L'alta percezione del rischio da parte delle banche concorre a mantenere rigidi i criteri di offerta. Continua la flessione della raccolta bancaria: la contrazione dei depositi in

conto corrente e del rifinanziamento presso l'Eurosistema è stata solo in parte compensata dall'aumento degli altri depositi e della raccolta obbligazionaria.

Il Governo ha approvato il Documento di economia e finanza 2024

Nel 2023 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito al 7,2 per cento del PIL; il calo è stato inferiore a quanto programmato lo scorso autunno a causa dei maggiori costi del Superbonus. L'incidenza del debito sul prodotto si è ridotta di circa 3 punti percentuali, al 137,3 per cento, principalmente per effetto del differenziale fra onere medio del debito e crescita nominale dell'economia. Il Governo ha approvato il Documento di economia e finanza 2024, presentando – in considerazione della riforma in corso delle regole di bilancio europee – l'evoluzione dei conti solo nel quadro tendenziale. L'indebitamento netto diminuirebbe fino al 2,2 per cento nel 2027; l'incidenza del debito sul prodotto aumenterebbe di 2,5 punti percentuali nel complesso del triennio 2024-26, in conseguenza dei riflessi di cassa dei crediti di imposta per l'edilizia maturati negli scorsi anni, per poi ridursi leggermente nel 2027.

Nel prossimo biennio la crescita si intensificherebbe e l'inflazione rimarrebbe inferiore al 2 per cento

Nelle nostre proiezioni il PIL crescerebbe dello 0,6 per cento nel 2024 (dello 0,8 escludendo la correzione per le giornate lavorative), dell'1,0 nel 2025 e dell'1,2 nel 2026, beneficiando della ripresa dei redditi reali e della domanda estera. Quest'anno l'inflazione diminuirebbe all'1,3 per cento, principalmente per il contributo negativo della componente energetica, risalendo fino all'1,7 nel 2025 e nel 2026. L'inflazione di fondo, sostenuta dalla dinamica dei costi unitari del lavoro, si collocherebbe al 2 per cento nella media di quest'anno e scenderebbe all'1,7 nel prossimo biennio. I rischi per la crescita sono orientati al ribasso; derivano da un impatto della restrizione monetaria più accentuato del previsto, da effetti più marcati della riduzione degli incentivi al comparto edilizio e dalla possibilità che la debolezza del commercio mondiale persista più a lungo rispetto a quanto stimato. I rischi sull'inflazione sono invece bilanciati.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nei primi mesi dell'anno sono emersi segnali di miglioramento dell'economia mondiale, più diffusi nei servizi. Negli Stati Uniti i consumi si sono mantenuti particolarmente robusti e l'occupazione è cresciuta oltre le attese; in Cina invece la domanda continua a risentire della crisi nel settore immobiliare. Dall'inizio del 2024 i prezzi del greggio hanno segnato un netto rialzo, mentre quelli del gas naturale sono diminuiti. La Federal Reserve e la Bank of England hanno lasciato i tassi di riferimento invariati; la Banca del Giappone ha innalzato i tassi ufficiali per la prima volta dal 2007 e ha annunciato la fine della strategia di controllo della curva dei rendimenti.

Negli Stati Uniti la crescita del PIL ha di nuovo sopravanzato le aspettative

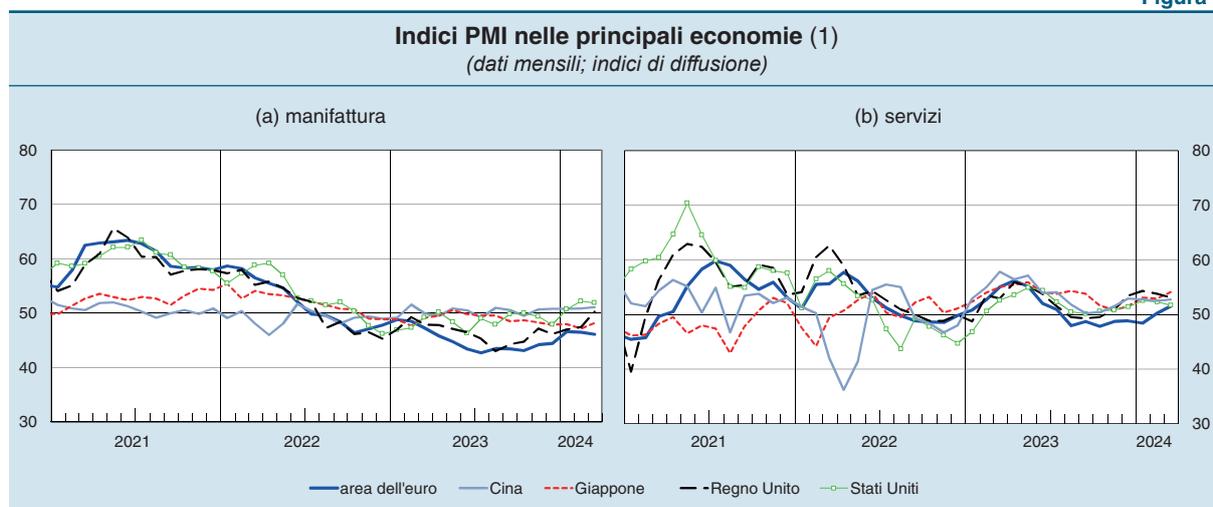
Nel quarto trimestre il prodotto negli Stati Uniti è aumentato del 3,4 per cento (un dato superiore alle attese; tav. 1), sospinto dai consumi che nei primi mesi dell'anno si sono ancora espansi nella componente dei servizi. In Cina l'attività economica ha accelerato ma rimane frenata dalla crisi del settore immobiliare, per il quale sono state annunciate ulteriori misure di supporto (cfr. il riquadro: *La crisi del settore immobiliare cinese e le possibili ricadute sull'economia globale*, in *Bollettino economico*, 4, 2023). Nel Regno Unito il PIL si è contratto per il secondo trimestre consecutivo, per effetto della forte riduzione della domanda estera.

Tavola 1

VOCI	Crescita del PIL e scenari macroeconomici (variazioni percentuali, se non diversamente specificato)						
	Crescita			Previsioni		Revisioni (2)	
	2023	2023 3° trim. (1)	2023 4° trim. (1)	2024	2025	2024	2025
Mondo	3,2	–	–	3,2	3,2	0,1	0,0
Giappone	1,9	-3,2	0,4	0,9	1,0	0,0	0,2
Regno Unito	0,1	-0,5	-1,2	0,6	1,6	0,0	0,0
Stati Uniti	2,5	4,9	3,4	2,8	1,9	0,7	0,2
Brasile	2,9	2,0	2,1	2,2	2,1	0,5	0,2
Cina	5,2	4,9	5,2	4,6	4,1	0,0	0,0
India (3)	7,7	8,1	8,4	6,8	6,5	0,3	0,0
Russia	3,6	5,6	5,1	3,2	1,8	0,6	0,7

Fonte: per i dati sulla crescita dei singoli paesi, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, FMI, *IMF World Economic Outlook*, aprile 2024.

(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 FMI, *IMF World Economic Outlook Update*, gennaio 2024. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.



Fonte: Markit e Standard & Poor's.

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

La dinamica dell'attività globale è migliore nei servizi, peggiore nella manifattura

Gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) delle imprese delineano un quadro eterogeneo nei mesi invernali: nella manifattura, pur migliorando a livello globale, restano inferiori alla soglia di espansione nell'area dell'euro e in Giappone (fig. 1.a); nei servizi sono invece emersi più diffusi segnali di crescita (fig. 1.b).

Il commercio mondiale si è espanso lievemente

Il volume degli scambi commerciali è aumentato nell'ultimo trimestre del 2023, benché a ritmi contenuti. La prosecuzione degli attacchi alle navi mercantili nel Mar Rosso ha determinato la necessità di percorrere rotte più lunghe che circumnavigano l'Africa: ne è conseguito un incremento pronunciato dei costi di trasporto, che si è tuttavia in parte riassorbito dall'inizio dell'anno, con il riassetto dell'offerta nei servizi di trasporto marittimo (cfr. il riquadro: *Le tensioni nel Mar Rosso e il loro possibile impatto macroeconomico*). In marzo i PMI globali relativi ai nuovi ordinativi esteri sono saliti rispetto a dicembre, sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. In base a nostre stime l'interscambio mondiale crescerà del 2,4 per cento nell'anno in corso, meno del tasso di espansione del PIL mondiale.

La crescita globale proseguirebbe invariata nel 2024

Secondo le proiezioni pubblicate in aprile dal Fondo monetario internazionale, nel 2024 l'incremento del PIL mondiale sarà del 3,2 per cento, come nel 2023; la stima è stata rivista leggermente al rialzo grazie ai dati sul prodotto statunitense migliori delle attese. Un eventuale aggravarsi dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente costituisce un rischio al ribasso per l'attività economica e al rialzo per l'inflazione.

Il prezzo del greggio sale dai minimi del quarto trimestre...

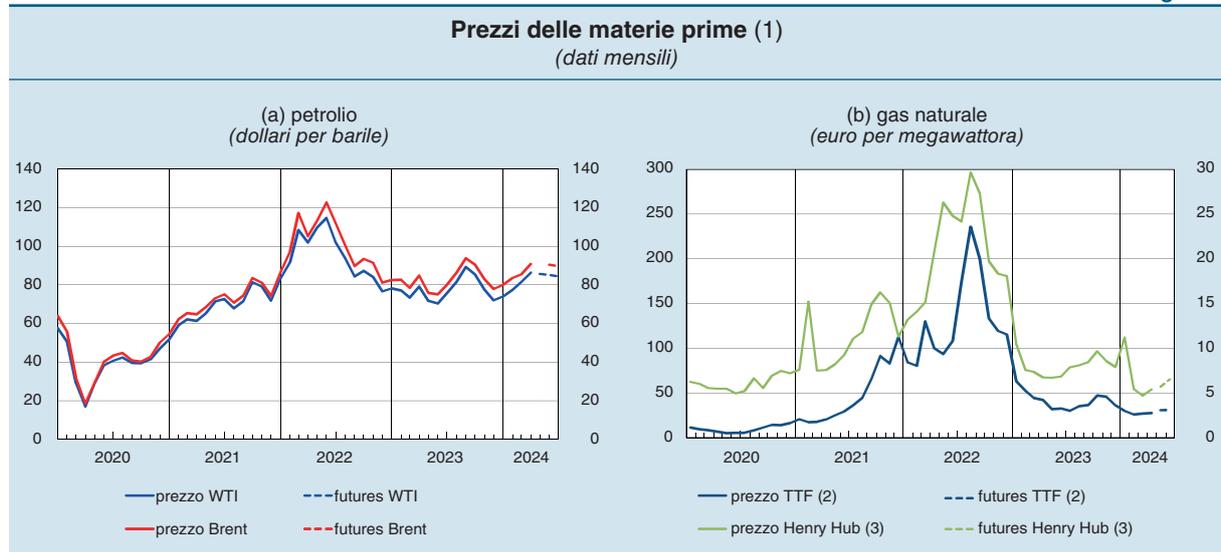
Il prezzo del Brent è salito del 20 per cento rispetto alle quotazioni registrate dall'inizio dell'anno (fig. 2.a), collocandosi in aprile sopra i 90 dollari al barile. Le pressioni al rialzo sono state generate dall'aumento della domanda di petrolio, superiore alle attese, nonché dall'estensione dei tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ e dalle tensioni in Medio Oriente.

... mentre quello del gas naturale si riduce

La quotazione di riferimento del gas naturale per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) ha continuato a flettere, portandosi al di sotto dei valori dell'estate 2021, prima delle interruzioni dei flussi dalla Russia (fig. 2.b). Il contenimento

dei prezzi è stato favorito sia da temperature invernali superiori alla media stagionale – che hanno limitato i consumi per riscaldamento – sia dalla debolezza dell'attività industriale. L'elevato livello degli stoccaggi in Europa ha inoltre contribuito a ridurre le necessità di ulteriori approvvigionamenti.

Figura 2



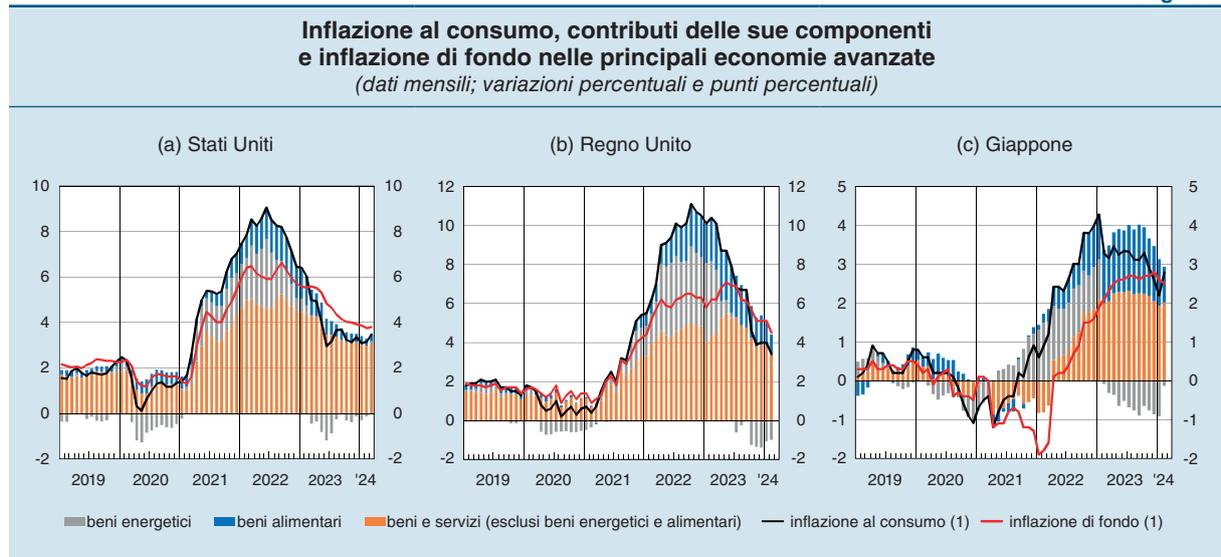
Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a marzo 2024; il dato di aprile 2024 si riferisce alla media dei dati giornalieri dall'1° al 12 aprile 2024. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 12 aprile 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.

Negli Stati Uniti si è arrestata la disinflazione e prosegue la restrizione monetaria

Dall'inizio dell'anno l'inflazione al consumo è risalita negli Stati Uniti, principalmente a causa della dinamica dei prezzi dell'energia (fig. 3.a); nel Regno Unito i prezzi hanno decelerato grazie al contributo di tutte le principali categorie (fig. 3.b). In entrambi i paesi il calo dell'inflazione al netto di beni

Figura 3



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) Variazioni percentuali sui 12 mesi; l'inflazione di fondo esclude i beni energetici e alimentari.

alimentari ed energetici (scesa rispettivamente al 3,8 e al 4,5 per cento) si è concentrato nella componente dei beni, a fronte della maggiore persistenza nei servizi. In Giappone l'inflazione di fondo si è ridotta lievemente (fig. 3.c), ma si colloca su livelli ancora elevati nel confronto con quelli degli ultimi 25 anni. In marzo la Federal Reserve e la Bank of England hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento per la quinta riunione consecutiva, al 5,25-5,50 e al 5,25 per cento, rispettivamente. Le due banche centrali hanno inoltre comunicato che l'orientamento della politica monetaria rimarrà restrittivo, in attesa di ulteriori dati che confermino il consolidarsi della disinflazione. Le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee sui tassi di riferimento, pubblicate in marzo, continuano a indicare l'attesa di un allentamento monetario negli Stati Uniti nel corso dell'anno. In marzo la Banca del Giappone ha innalzato i tassi ufficiali per la prima volta dal 2007 (di 10 punti base), portandoli in un intervallo compreso tra 0,0 e 0,1 per cento, e ha contestualmente posto fine alla strategia di controllo della curva dei rendimenti. In Cina la debolezza della domanda e il protrarsi della crisi del settore immobiliare dall'autunno 2021 hanno contribuito alla decisione della banca centrale, assunta in febbraio, di ridurre il tasso sui prestiti a cinque anni di 25 punti base, al 3,95 per cento.

1.2 L'AREA DELL'EURO

La stagnazione nell'area dell'euro, in atto dall'autunno 2022, è continuata nei primi mesi del 2024. Persiste la debolezza del ciclo manifatturiero e di quello delle costruzioni, mentre nel terziario vi sono segnali di recupero. Il processo di disinflazione prosegue interessando tutte le principali componenti del paniere, tranne i servizi. Nella riunione di aprile il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha lasciato invariati i tassi di interesse ufficiali. In marzo erano state apportate modifiche all'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria.

Nel quarto trimestre del 2023 il PIL è rimasto stabile...

Alla fine del 2023 il prodotto dell'area dell'euro ha ristagnato per il quinto trimestre consecutivo

(tav. 2), espandendosi in tutti i principali paesi ad eccezione della Germania, dove gli investimenti sono scesi notevolmente e l'attività non cresce in modo sostanziale dalla fine del 2022. Nel complesso dell'area, all'incremento degli investimenti fissi, e in misura marginale dei consumi delle famiglie, si sono contrapposti gli apporti negativi della variazione delle scorte e della domanda estera netta. Il valore aggiunto è diminuito nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni (nonostante la dinamica molto favorevole in Italia), mentre è salito appena nei servizi.

... e resterebbe invariato anche nel primo di quest'anno

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che il PIL dell'area sarebbe rimasto pressoché invariato nel primo trimestre. Alla debolezza della manifattura, che sulla base della produzione industriale di gennaio e febbraio e degli indici PMI in marzo è proseguita nei mesi invernali, si affiancano alcuni segnali positivi per i servizi. Il ciclo delle costruzioni resta fiacco nel complesso dell'area; vi incidono le condizioni particolarmente restrittive di accesso al credito.

Tavola 2

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2023	2023 3° trim. (1)	2023 4° trim. (1)	2024 marzo (2)
Francia	0,7	0,0	0,1	2,4
Germania	-0,3	0,0	-0,3	2,3
Italia	0,9	0,2	0,2	1,2
Spagna	2,5	0,4	0,6	3,3
Area dell'euro	0,4	-0,1	0,0	(2,4)

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). Per l'area dell'euro, stima preliminare.

Le indicazioni qualitative segnalano un andamento della domanda ancora debole. Nella media del primo trimestre le attese dei consumatori sulla situazione economica generale sono rimaste stabili e su valori inferiori alla loro media di lungo periodo; l'indice PMI relativo agli ordini dall'estero si è mantenuto al di sotto della soglia di espansione. Il mercato del lavoro resta tuttavia robusto: nei primi mesi dell'anno l'occupazione ha continuato a crescere e il tasso di disoccupazione si è confermato su valori minimi dall'avvio dell'Unione monetaria (al 6,5 per cento in febbraio).

In marzo l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto al netto delle componenti più erratiche, è tornato positivo per la prima volta dall'inizio del 2023, ma rimane in contrazione nella media del primo trimestre (fig. 4).

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

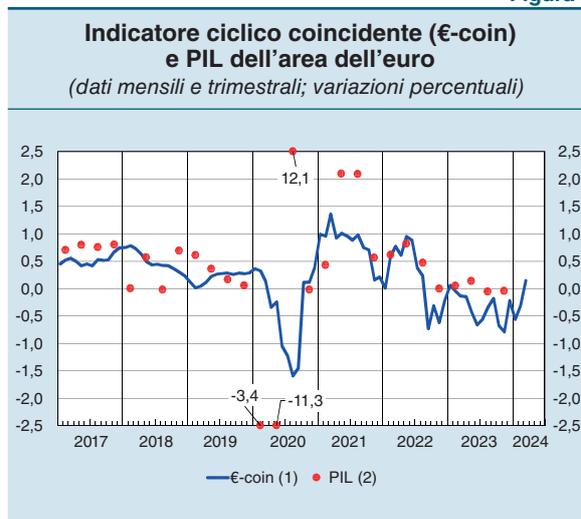
Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in marzo¹, il prodotto dell'area crescerà dello 0,6 per cento nel 2024, dell'1,5 nel 2025 e dell'1,6 nel 2026. Nel confronto con lo scorso dicembre, le stime sono state riviste al ribasso di 2 decimi di punto percentuale per il 2024, rispecchiando soprattutto gli effetti di trascinarsi derivanti dai dati per il 2023 meno favorevoli rispetto alle attese, nonché l'indebolimento del quadro prospettico.

L'inflazione è ancora diminuita

In marzo, sulla base delle stime preliminari, l'inflazione al consumo è scesa al 2,4 per cento sui dodici mesi (fig. 5), grazie al rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici e di quelli alimentari. Da dicembre l'inflazione dei servizi ha interrotto la sua discesa, stabilizzandosi su livelli elevati, al 4,0 per cento. Al netto delle componenti alimentari ed energetiche la dinamica complessiva dei prezzi è nuovamente diminuita, portandosi al 2,9 per cento.

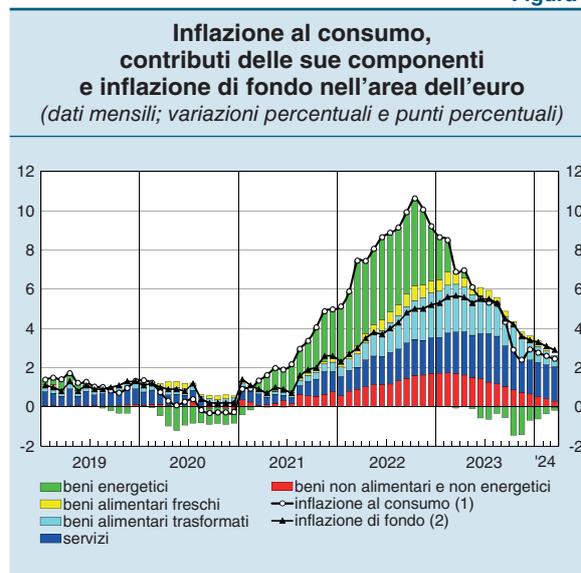
Le misure di fondo, che depurano il segnale dalle fluttuazioni più erratiche, mostrano che il sentiero discendente dell'inflazione prosegue ininterrotto dall'inizio del 2023 (cfr. il riquadro: *Le pressioni di fondo dell'inflazione: un nuovo indicatore*). La disinflazione continua a diffondersi fra le componenti del

Figura 4



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche; ultimo dato: marzo 2024. La metodologia di costruzione e i dati aggiornati dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat; stime preliminari per marzo 2024.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

¹ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, marzo 2024.

paniere: in febbraio la quota di voci con variazioni dei prezzi superiori al 4 per cento era di poco inferiore al 40 per cento, dopo essersi progressivamente ridotta dal valore massimo di circa il 70 per cento, raggiunto nel primo semestre dello scorso anno.

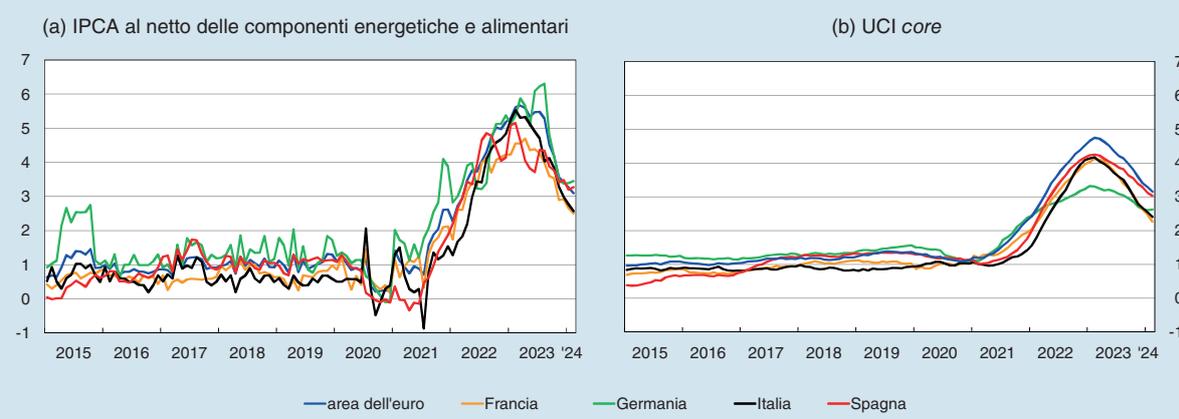
LE PRESSIONI DI FONDO DELL'INFLAZIONE: UN NUOVO INDICATORE

L'inflazione al consumo, misurata come variazione sui dodici mesi del prezzo di un paniere rappresentativo di beni e servizi, è un indicatore soggetto ad ampie fluttuazioni di breve termine. Tale volatilità è in larga parte ascrivibile alle voci di spesa – tra cui i beni alimentari ed energetici – più direttamente influenzate dagli andamenti dei prezzi delle materie prime.

La Banca centrale europea conduce la politica monetaria con un obiettivo di inflazione di medio termine: è pertanto interessata a monitorare misure di fondo che depurino la dinamica dei prezzi da oscillazioni transitorie. Uno degli indicatori, diffuso regolarmente dagli istituti nazionali di statistica, è costituito dall'inflazione *core*, che esclude i prezzi dei beni energetici e alimentari¹, ed è dunque meno erratica di quella generale. Anche questa misura può tuttavia risentire di fattori transitori, ad esempio andamenti stagionali, errori di misurazione, interventi fiscali temporanei, effetti statistici relativi alla ponderazione delle diverse componenti del paniere². Tali fluttuazioni di breve durata sono tipicamente più accentuate a livello dei singoli paesi rispetto al dato aggregato per l'area dell'euro (figura, pannello a).

Figura

Confronto tra inflazione al netto delle componenti energetiche e alimentari e indicatore UCI core
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Un'altra metodologia spesso utilizzata per calcolare l'andamento di fondo dell'inflazione al consumo consiste nell'escludere in via temporanea le componenti che mostrano variazioni dei prezzi anomale in un periodo specifico. L'esclusione si basa su un criterio meramente statistico: è possibile ad esempio utilizzare il tasso di inflazione mediano o calcolare quello medio omettendo i valori estremi (*trimmed mean*)³.

¹ Quella riportata è la definizione adottata dalla BCE; alcuni istituti nazionali di statistica e talune organizzazioni internazionali si riferiscono spesso all'inflazione *core* come la misura che tra i beni alimentari esclude soltanto quelli freschi.

² La ponderazione delle componenti all'interno dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo viene aggiornata con frequenza annuale e il cambiamento dei pesi può creare distorsioni temporanee nelle misure di inflazione.

³ Per una disamina più dettagliata, cfr. il riquadro: *Misure dell'inflazione di fondo: una guida analitica per l'area dell'euro*, in BCE, *Bollettino economico*, 5, 2023, pp. 64-71.

In un recente lavoro a cura di economisti della Banca d'Italia è stata proposta una nuova misura di fondo dell'inflazione, denominata *underlying composite inflation* (UCI). Al fine di cogliere la dinamica dei prezzi persistente e diffusa tra le componenti del paniere, questo indicatore elimina le fluttuazioni con periodicità inferiore a un anno e quelle idiosincratice, ossia non connesse con i comovimenti tra le diverse voci⁴. L'UCI è stimato utilizzando una banca dati finemente disaggregata delle componenti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, che comprende dati a frequenza mensile a partire dal 2001⁵. La stima viene effettuata per i principali paesi e, separatamente, per il complesso dell'area dell'euro.

L'inflazione valutata attraverso l'indicatore UCI stimato sulle componenti *core* (figura, pannello b) mostra una dinamica relativamente stabile nel corso del 2020, nonostante le accentuate fluttuazioni transitorie dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari (figura, pannello a) ascrivibili alle conseguenze della pandemia. A partire dal 2021 gli indicatori UCI *core* nell'area e nei principali paesi sono via via aumentati, fino a raggiungere un picco all'inizio del 2023, per poi scendere ininterrottamente. In Italia, Francia, Spagna e nell'area dell'euro l'andamento ciclico dell'indicatore UCI *core* negli ultimi anni è qualitativamente simile, pur toccando livelli massimi differenti⁶. Nel caso della Germania l'UCI *core* è invece salito più rapidamente ma ha raggiunto un picco meno elevato. La dinamica dei prezzi in Germania negli anni più recenti è stata infatti molto influenzata da fattori specifici e di natura transitoria, tra cui ad esempio gli interventi governativi per calmierare i servizi di trasporto⁷, che hanno determinato uno scostamento significativo tra le pressioni di fondo misurate dall'indicatore UCI e la serie ufficiale dell'inflazione *core*.

⁴ La metodologia si basa su un modello a fattori dinamico che consente l'estrazione di alcune componenti comuni nel dominio delle frequenze (cfr. V. Aprigliano e F. Corsello, *Underlying Composite Inflation (UCI): a novel indicator to track inflation developments*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

⁵ La metodologia econometrica e il dataset utilizzato sono simili a quelli usati per l'indicatore relativo alla componente comune e persistente dell'inflazione (*persistent and common component of inflation*, PCCI), sviluppato dalla BCE (cfr. M. Bańbura ed E. Bobeica, *PCCI: a data-rich measure of underlying inflation in the euro area*, European Central Bank, Statistics Paper Series, 38, 2020). L'indicatore PCCI è tuttavia calcolato unicamente per il complesso dell'area dell'euro e si differenzia dall'UCI non solo nel grado di disaggregazione utilizzato per stimare il modello a fattori dinamico, ma soprattutto nella tecnica di sintesi del segnale comune a partire dalle componenti individuali. L'indicatore PCCI è regolarmente diffuso dalla BCE.

⁶ Le componenti più volatili escluse dall'indicatore UCI incidono in modo più accentuato sulla dinamica dei prezzi dei singoli paesi, maggiormente esposta a fenomeni transitori (ad es. gli effetti di misure fiscali), mentre hanno un impatto nel complesso più contenuto sul dato di inflazione dell'area, che è il risultato di un'aggregazione ponderata degli indici dei prezzi dei paesi.

⁷ Nei mesi estivi del 2023 l'inflazione dei servizi in Germania è stata sospinta in modo marcato dal confronto con i prezzi dell'anno precedente (effetto base). I prezzi del trasporto pubblico erano stati infatti fortemente ridotti tra giugno e agosto del 2022 a seguito dell'iniziativa governativa finalizzata a mitigare l'impatto dell'inflazione sulle famiglie, il cosiddetto *9-Euro-Ticket*. Inoltre in questi anni, e specialmente a causa della pandemia, il governo tedesco ha talvolta ridotto per un periodo limitato le imposte indirette su alcuni beni e servizi (come quelli di ristorazione), determinando distorsioni temporanee all'inflazione di fondo in Germania.

I prezzi degli input intermedi scendono; la dinamica salariale rimane sostenuta

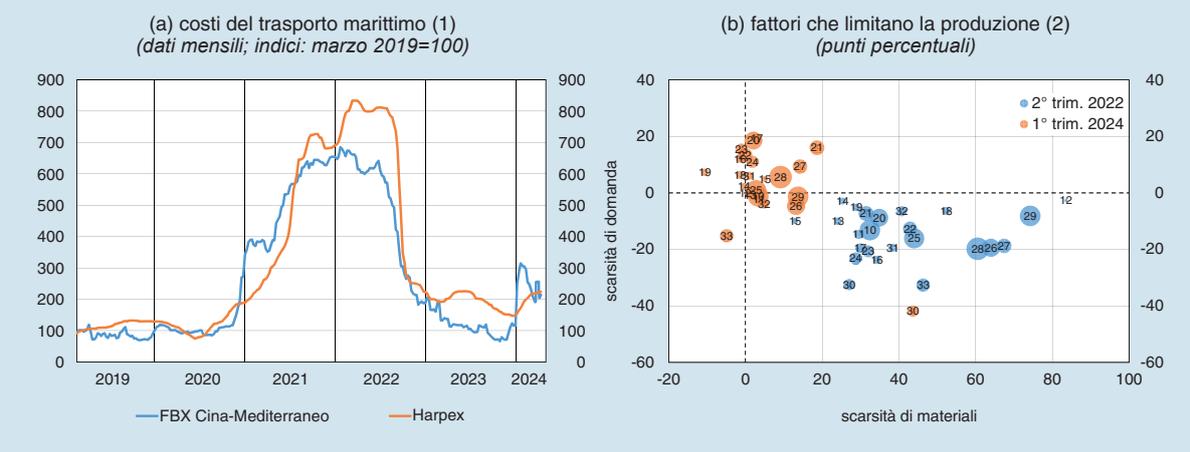
In febbraio la crescita dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno è rimasta negativa su base annua per il decimo mese consecutivo, per via del calo dei prezzi dei beni energetici, intermedi e alimentari e del rallentamento delle altre componenti. Secondo nostre valutazioni le tensioni nel Mar Rosso, pur rappresentando un rischio al rialzo sui prezzi ai primi stadi della catena del valore, avrebbero impatti limitati sui costi di produzione nell'area (cfr. il riquadro: *Le tensioni nel Mar Rosso e il loro possibile impatto macroeconomico*). Nel quarto trimestre le retribuzioni contrattuali sono cresciute del 4,5 per cento su base annua (da 4,7 nel terzo). Anche le retribuzioni di fatto hanno decelerato, così come il costo del lavoro per unità di prodotto (al 5,5 per cento dal 6,3). All'inizio del 2024 in Francia, nei Paesi Bassi e in Spagna sono emersi segnali di rallentamento delle retribuzioni; la dinamica salariale si è invece intensificata in Germania e in Italia (cfr. il paragrafo 2.5).

LE TENSIONI NEL MAR ROSSO E IL LORO POSSIBILE IMPATTO MACROECONOMICO

Dallo scorso novembre le tensioni nel Mar Rosso hanno determinato un considerevole aumento dei rischi di navigazione e un conseguente calo dei transiti nell'area esposta agli attacchi delle milizie Huthi. Il dirottamento dei traffici dal Canale di Suez alle rotte attraverso il Capo di Buona Speranza ha comportato un allungamento dei tempi di consegna delle merci (cfr. il riquadro: *Il commercio marittimo e gli attacchi alle navi nel Mar Rosso*, in *Bollettino economico*, 1, 2024). Ciò si è tradotto in notevoli rialzi delle tariffe di trasporto mercantile (figura A, pannello a). Rincarì particolarmente consistenti hanno interessato le spedizioni di container lungo la rotta dalla Cina al Mediterraneo, come segnalato dall'indice composito relativo all'andamento delle tariffe di trasporto dei container sulle principali rotte commerciali internazionali (*Freightos Baltic index*, FBX). I prezzi hanno tuttavia segnato una decisa flessione dalla fine di gennaio, in seguito al riassetto delle rotte e alla riorganizzazione dell'offerta nei servizi di trasporto marittimo. Il calo non si è ancora esteso all'indice che misura a livello globale l'andamento dei prezzi di noleggio delle navi (Harpex), che tipicamente segue la dinamica dell'FBX con un ritardo di qualche settimana.

Figura A

Costi del trasporto marittimo e ostacoli alla produzione nell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e Commissione europea.

(1) Dati aggiornati al 10 aprile 2024. – (2) L'asse delle ascisse riporta, come differenza rispetto alla media di lungo periodo, la quota di imprese per cui la scarsità di materiali rappresenta un ostacolo alla produzione, secondo le indagini sulle imprese condotte nell'ambito delle *business and consumer surveys* della Commissione europea; l'asse delle ordinate mostra, sempre come differenza dalla media di lungo periodo, la quota delle imprese per le quali la scarsità di domanda rappresenta un ostacolo alla produzione, secondo la stessa indagine. I numeri nei cerchi colorati si riferiscono ai settori manifatturieri della classificazione NACE rev. 2. La dimensione dei cerchi è proporzionata al peso del rispettivo settore nell'indice di produzione industriale. Il quadrante in basso a destra del grafico del pannello b indica carenza di materiali e alta domanda.

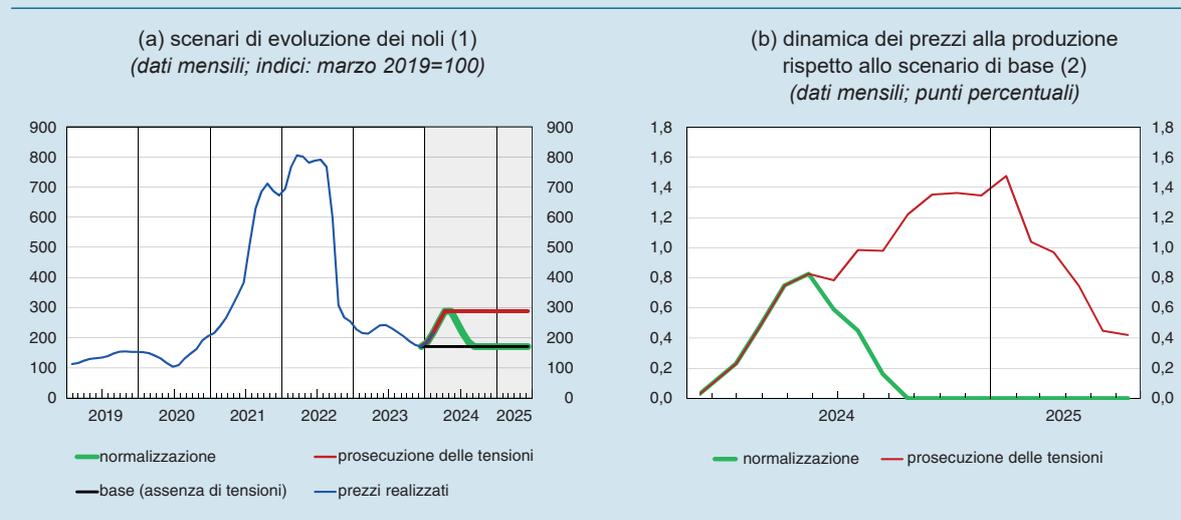
I rischi che il recente aumento dei costi di trasporto marittimo si traduca in forti pressioni inflative in Europa appaiono al momento limitati. Innanzitutto i rincari registrati da novembre, seppure molto marcati, risultano nettamente inferiori a quelli eccezionalmente elevati del biennio 2021-22. Inoltre, diversamente dal periodo post-pandemico – connotato da un significativo recupero della domanda globale e da rilevanti strozzature lungo le catene di approvvigionamento (figura A, pannello b) – non sono emersi ostacoli alla capacità dei porti di smistare i container in arrivo; secondo gli analisti del settore la capacità di trasporto via mare è attualmente più che adeguata ad assorbire le conseguenze dell'allungamento dei tempi di spedizione. Infine, in presenza di una domanda globale debole, le scorte di magazzino delle imprese europee, rilevate dai sondaggi PMI, possono attenuare le possibili tensioni sull'approvvigionamento dall'Asia.

Secondo i risultati dell'indagine telefonica presso le imprese (*Corporate Telephone Survey, CTS*) condotta dalla BCE nella prima settimana di gennaio, un numero molto limitato di aziende ha segnalato preoccupazione per le proprie catene di fornitura.

Uno studio econometrico condotto da economisti della Banca d'Italia mostra che nei periodi di bassa domanda o di alte giacenze, come quello in corso, la correlazione tra crescita dei costi di trasporto e inflazione è quasi nulla. Il lavoro, sfruttando l'eterogeneità settoriale nella dipendenza dal trasporto marittimo per gli approvvigionamenti, quantifica gli effetti dei recenti rincari nei noli marittimi sull'inflazione dell'area dell'euro, distinguendoli da quelli riconducibili a movimenti della domanda: l'impatto sull'andamento dei prezzi al consumo sarebbe molto contenuto. Secondo queste valutazioni infatti anche in uno scenario particolarmente pessimistico, in cui i noli marittimi si stabilizzassero su livelli superiori al picco raggiunto in aprile (figura B, pannello a; linea rossa, scenario di prosecuzione delle tensioni), la crescita dei prezzi alla produzione manifatturiera nell'area sarebbe, dopo dodici mesi, più alta di circa 1,4 punti percentuali rispetto all'ipotesi di costi di trasporto invariati dallo scorso ottobre, prima dell'inizio delle tensioni (figura B, pannello b). Ciò comporterebbe un rialzo dell'inflazione al consumo pari al più a 0,3 punti percentuali. In uno scenario meno pessimistico, in cui i noli ritornassero sui livelli precedenti le tensioni entro la seconda metà del 2024 (figura B, pannello a; linea verde, scenario di normalizzazione), la crescita dei prezzi alla produzione manifatturiera sarebbe, dopo cinque mesi, più alta di appena 0,8 punti percentuali rispetto all'ipotesi di costi di trasporto invariati dallo scorso ottobre. Questo indurrebbe un aumento dell'inflazione al consumo al massimo di 0,15 punti percentuali.

Figura B

Noli marittimi: possibili effetti sui prezzi alla produzione nell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Refinitiv.

(1) Andamento dei costi di trasporto marittimo nei vari scenari, in base all'Harpex. Nell'area in grigio sono evidenziati i tre scenari. – (2) Effetti sulla dinamica dei prezzi alla produzione (al netto dei beni non energetici) espressi come deviazione dallo scenario di riferimento di assenza di tensioni.

Le proiezioni dell'inflazione sono state riviste al ribasso

Le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in marzo indicano che l'inflazione si ridurrebbe al 2,3 per cento nel 2024, raggiungendo il 2,0 nel 2025 e l'1,9 nel 2026. Nel confronto con le stime dello scorso dicembre il profilo dell'inflazione al consumo risulta inferiore di 4 decimi nel 2024, a causa soprattutto della revisione al ribasso della componente energetica.

Anche l'inflazione di fondo continuerebbe a diminuire gradualmente, collocandosi al 2,6 per cento nel 2024, al 2,1 nel 2025 e al 2,0 nel 2026. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe ridursi nel 2024 e nel biennio successivo, beneficiando sia del rallentamento delle retribuzioni sia di una dinamica più favorevole della produttività.

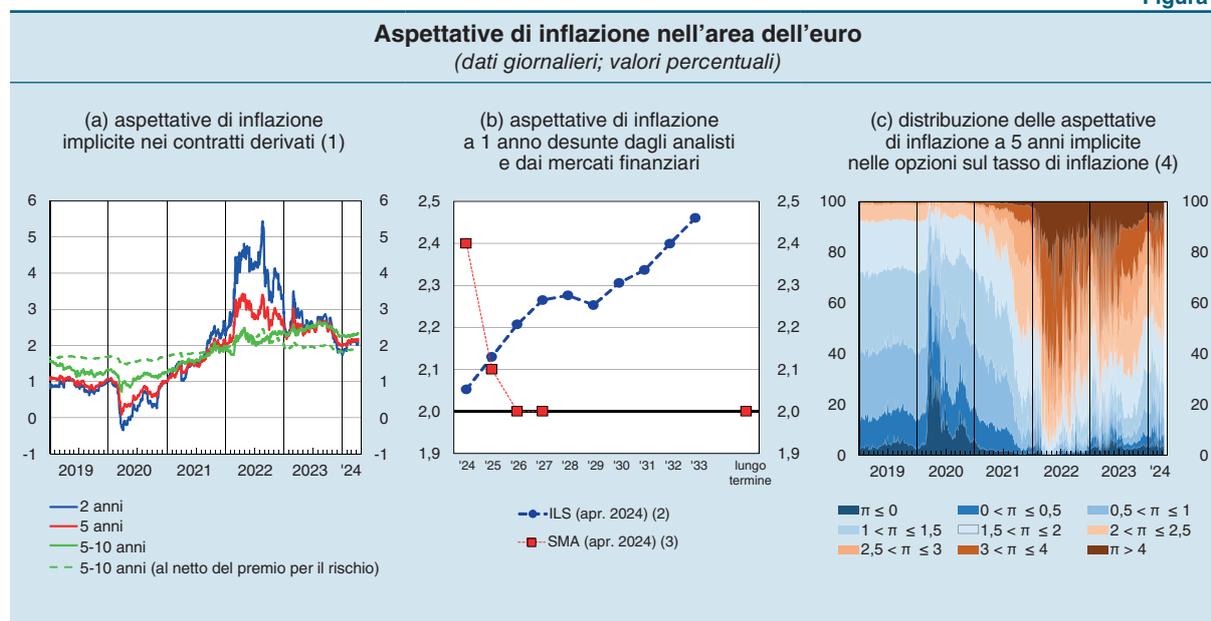
Si riduce la quota di imprese dei servizi che prevedono di aumentare i propri prezzi

Sulla base delle indagini della Commissione europea, in marzo la percentuale di imprese che prevedono di apportare aumenti ai propri listini nei tre mesi successivi si è attenuata nei servizi, nel commercio al dettaglio e nelle costruzioni; è invece lievemente risalita nell'industria, pur rimanendo su valori bassi. In febbraio le attese delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo, secondo la *Consumer Expectations Survey* della BCE, sono diminuite sull'orizzonte a dodici mesi (il valore mediano è passato dal 3,3 al 3,1 per cento), mantenendosi stabili su quello a tre anni (al 2,5 per cento).

Le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono in linea con l'obiettivo

Tra la metà di gennaio e la metà di aprile i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sono rimasti sostanzialmente stabili sia sugli orizzonti a due e cinque anni (al 2,1 e al 2,2 per cento, rispettivamente; fig. 6.a), sia su quello tra cinque e dieci anni in avanti (al 2,3 per cento). Con riferimento a quest'ultimo, i rendimenti, valutati al netto delle stime del premio per il rischio di inflazione, continuano a collocarsi 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 25 e il 27 marzo 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, il rischio che l'inflazione risulti inferiore all'1,5 per cento in media nei prossimi cinque anni è bilanciato rispetto a quello che si porti al di sopra del 2,5 (29 per cento per entrambi; fig. 6.c).

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 1 anno impliciti negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 25 e il 27 marzo 2024. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali...

Nella riunione di aprile il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi di riferimento (fig. 7). Le condizioni di finanziamento rimangono restrittive e continuano a frenare la domanda, contribuendo in modo sostanziale alla disinflazione in atto. Il Consiglio ha annunciato che sarà opportuno ridurre l'attuale grado di restrizione della politica monetaria qualora la propria valutazione circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria dovesse accrescere ulteriormente la sua fiducia che l'inflazione stia convergendo stabilmente verso l'obiettivo. Il Consiglio ha ribadito che continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati della restrizione monetaria.

... e ha modificato l'assetto operativo della politica monetaria

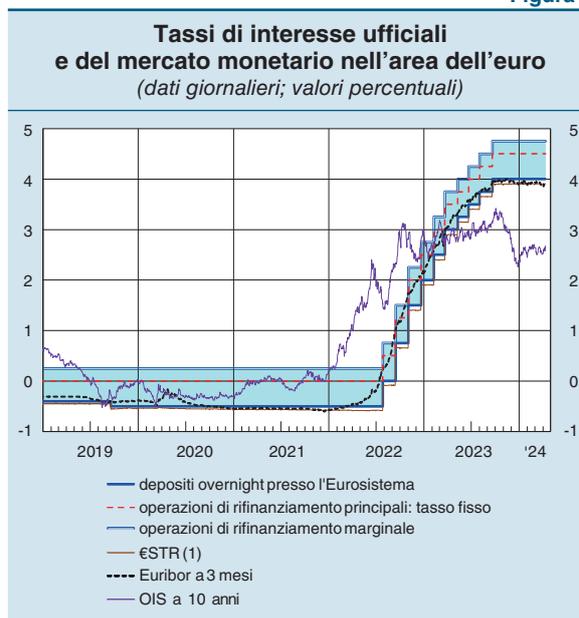
In marzo il Consiglio direttivo ha inoltre apportato modifiche all'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria, al fine di assicurarne l'adeguatezza durante il processo di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema². Il Consiglio continuerà a indirizzare l'orientamento della politica monetaria attraverso il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale; il differenziale tra questo tasso e quello sulle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotto a 15 punti base a partire dal 18 settembre 2024. In una fase successiva l'Eurosistema fornirà liquidità non solo attraverso le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a più lungo termine con scadenza a tre mesi, ma anche mediante operazioni strutturali di rifinanziamento a più lungo termine e un portafoglio strutturale di titoli.

L'ammontare del portafoglio detenuto dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) continua a diminuire a un ritmo misurato e prevedibile (era pari a 2.932 miliardi di euro alla fine di marzo). Con riferimento al programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), il Consiglio direttivo ha confermato che nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio, per 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 141 miliardi per l'area e a 55 per l'Italia.

Mercati e analisti si attendono una riduzione dei tassi di riferimento da giugno

Dalla metà di gennaio le attese di riduzione dei tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR si sono attenuate. I mercati si aspettano un primo taglio di 25 punti base in giugno e un calo complessivo di circa 100 punti base entro la fine dell'anno. Aspettative simili sono rilevate tra gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA.

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.

² Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Modifiche all'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria*, marzo 2024.

La dinamica dei finanziamenti a famiglie e imprese rimane debole

Tra novembre e febbraio il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e quello sui nuovi mutui sono lievemente scesi (al 5,1 e al 3,8 per cento, dal 5,2 e dal 4,0, rispettivamente; fig. 8), pur restando su valori elevati.

In febbraio la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro, valutata sui tre mesi e in ragione d'anno, si è indebolita (0,8 per cento, da 1,5 in novembre; fig. 8), con andamenti eterogenei tra i principali paesi. Il credito alle imprese è tornato a ridursi in Italia (cfr. il paragrafo 2.7), ha rallentato in Francia e ha lievemente accelerato in Germania, dove tuttavia la componente a medio-lungo termine, tipicamente associata a esigenze di investimento, ha decelerato; in Spagna la dinamica dei finanziamenti alle aziende è tornata positiva, mentre la componente a medio-lungo termine si è contratta. La crescita dei prestiti alle famiglie nell'area è rimasta pressoché stabile, su livelli contenuti (0,5 per cento, da 0,3).

Tali andamenti continuano a riflettere non solo la debolezza della domanda di credito, influenzata dall'elevato costo dei finanziamenti e dalla stagnazione dell'attività economica, ma anche l'irrigidimento dei criteri di offerta.

La Commissione europea ha presentato una valutazione del Dispositivo per la ripresa e la resilienza

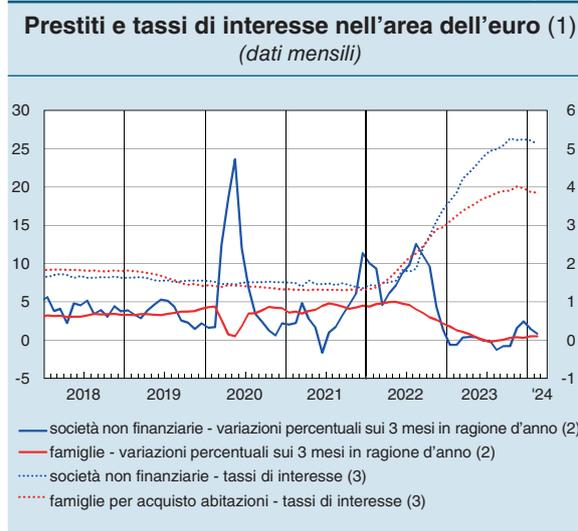
In febbraio la Commissione europea ha presentato una valutazione intermedia sul Dispositivo per la ripresa e la resilienza, dopo tre anni dall'entrata in vigore del relativo regolamento. Le risorse erogate nel triennio agli Stati membri dell'Unione europea ammontano a quasi 225 miliardi di euro (di cui 144 in sovvenzioni e il

resto in prestiti), su un totale disponibile di quasi 650³; la quota dei traguardi e obiettivi giudicati conseguiti in modo soddisfacente dalla Commissione o dichiarati realizzati dai paesi stessi ha raggiunto quasi il 40 per cento di quelli previsti per l'intero programma. Secondo le stime della Commissione, il Dispositivo sta inoltre sostenendo efficacemente la crescita economica: circa metà dell'aumento degli investimenti pubblici nell'Unione tra il 2019 e il 2025 sarebbe finanziato dal bilancio comunitario. Il programma *Next Generation EU* (NGEU), di cui il Dispositivo costituisce la componente più rilevante, innalzerebbe – rispetto a uno scenario controfattuale – il PIL reale della UE fino all'1,4 per cento nel 2026 e l'occupazione fino allo 0,8 nel breve termine.

Nell'ambito del Dispositivo, dalla metà di gennaio sono stati erogati ai paesi membri 4,8 miliardi, di cui 0,6 all'Italia (cfr. il paragrafo 2.9). Anche per finanziare le attività dei piani di ripresa e resilienza, nello stesso periodo la Commissione ha emesso titoli per 51,4 miliardi; il rendimento medio all'emissione per gli strumenti con durata fino a sei mesi e oltre due anni si è collocato al 3,7 e al 3,1 per cento, rispettivamente. Nel complesso i titoli emessi dalla Commissione (per

³ La dotazione del Dispositivo differisce da quella iniziale (quasi 724 miliardi) principalmente perché entro la scadenza di agosto 2023 i prestiti richiesti sono stati inferiori ai fondi originariamente disponibili.

Figura 8



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.

tutti i suoi programmi, inclusi quelli di sostegno all'Ucraina)⁴ e in circolazione allo scorso 10 aprile ammontano a quasi 500 miliardi.

Lo scorso 10 febbraio il Parlamento e il Consiglio della UE hanno raggiunto un accordo sulla riforma del Patto di stabilità e crescita che ricalca, con limitate modifiche, quello conseguito dal Consiglio lo scorso dicembre (cfr. il paragrafo 1.2 in *Bollettino economico*, 1, 2024).

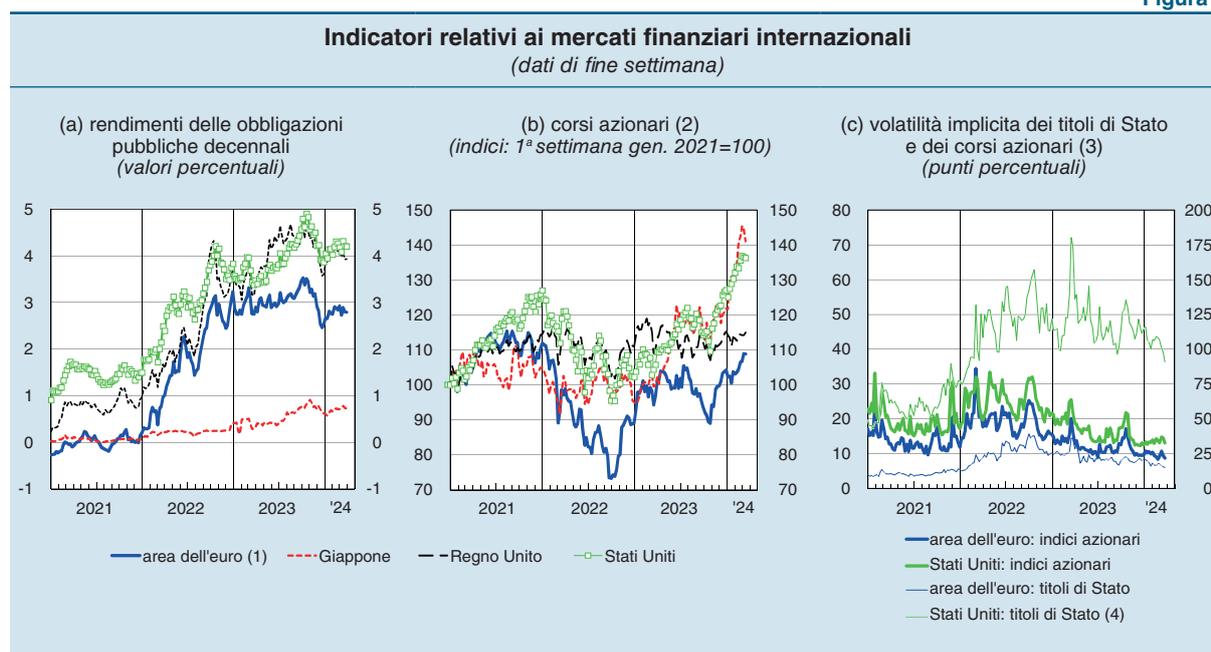
1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Negli Stati Uniti le sorprese al rialzo su crescita, occupazione e inflazione hanno indotto gli investitori a posticipare le prospettive di un allentamento monetario. Ciò ha determinato una risalita dei rendimenti delle obbligazioni e l'apprezzamento del dollaro; le condizioni dei mercati finanziari sono rimaste comunque generalmente distese.

Sono cresciuti i tassi di interesse sui titoli pubblici ma anche le quotazioni azionarie

Dopo il forte calo osservato nello scorcio del 2023, nel primo trimestre i rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine sono tornati a salire nelle principali economie avanzate (fig. 9.a). L'inversione di tendenza è stata determinata dal posticipo, nelle attese degli investitori, dell'allentamento monetario della Federal Reserve a causa della robustezza della crescita

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.

⁴ Lo scorso 6 febbraio il Parlamento e il Consiglio della UE hanno raggiunto un accordo preliminare sulla creazione di un fondo di supporto per la ripresa, la ricostruzione e l'ammodernamento dell'Ucraina, anche in vista del suo percorso di adesione all'Unione. Tale fondo ammonterebbe a 50 miliardi di euro (di cui 33 sotto forma di prestiti e 17 di sovvenzioni).

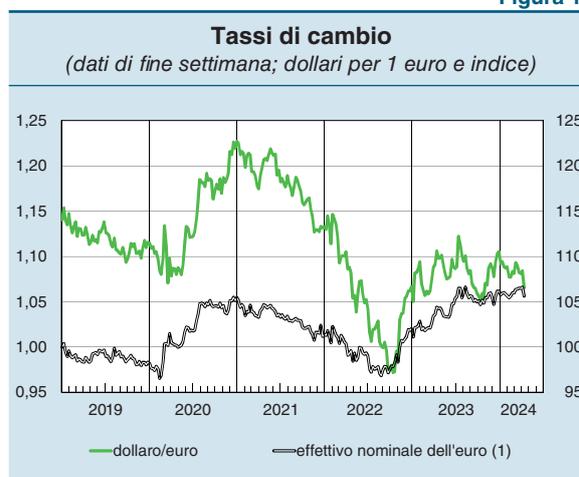
economica e del mercato del lavoro nonché della maggiore incertezza riguardo la rapidità della disinflazione negli Stati Uniti. Ciò nonostante i mercati azionari hanno registrato rialzi cospicui in Giappone e negli Stati Uniti (fig. 9.b); vi ha contribuito la pubblicazione di profitti superiori alle attese specialmente per le imprese operanti nel settore tecnologico. La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici azionari è rimasta contenuta (fig. 9.c).

Il dollaro si è apprezzato rispetto alle altre principali valute

Le quotazioni del dollaro – che dall’inizio dell’anno si è apprezzato del 3,7 per cento rispetto all’euro (fig. 10) e dell’1,9 sul renminbi – hanno rispecchiato l’andamento dei rendimenti sui titoli pubblici statunitensi.

Il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica contro le valute dei principali partner commerciali dell’area si è invece mantenuto pressoché invariato. Lo yen si è deprezzato rapidamente nella prima metà di gennaio nei confronti del dollaro e dell’euro; l’andamento è proseguito nonostante il rialzo dei tassi e l’abbandono della politica di controllo della curva dei rendimenti da parte della Banca del Giappone in marzo (cfr. il paragrafo 1.1).

Figura 10



Fonte: BCE e Refinitiv.

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

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Nell'ultimo trimestre del 2023 il PIL in Italia ha continuato a crescere, pur se a ritmi contenuti. Al calo dei consumi si è contrapposto il deciso incremento degli investimenti. Questi ultimi sono aumentati soprattutto nel comparto edile, che ha beneficiato dell'accelerazione dei lavori in vista della riduzione degli incentivi fiscali. Secondo nostre stime, la lenta espansione del prodotto è proseguita nei primi mesi dell'anno in corso, con un contributo positivo dei servizi a fronte della perdurante debolezza della manifattura.

Il lieve incremento del PIL nello scorcio del 2023...

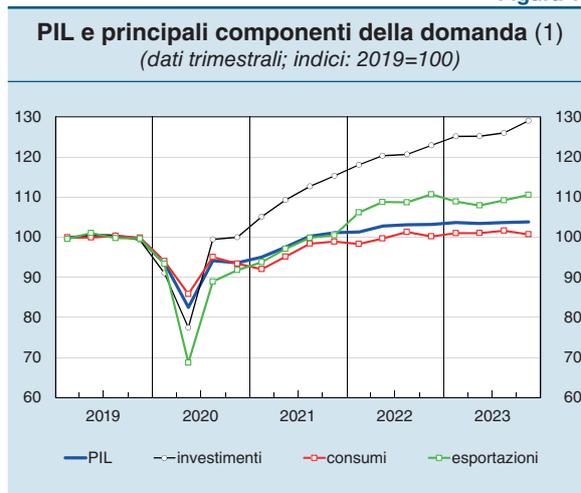
Nel quarto trimestre dello scorso anno il PIL ha segnato una lieve espansione sul periodo precedente (0,2 per cento; fig. 11 e tav. 3). Lo ha sospinto soprattutto la crescita degli investimenti in costruzioni (3,8 per cento). Anche l'interscambio con l'estero ha sostenuto la dinamica del prodotto (cfr. il paragrafo 2.4). Per contro, i consumi delle famiglie sono diminuiti a causa di un calo significativo degli acquisti di servizi, in particolare di alloggio e ristorazione; la spesa per beni non durevoli è rimasta stabile, quella in beni durevoli è salita.

Il valore aggiunto è molto aumentato nelle costruzioni, riflettendo l'accelerazione nel completamento dei lavori in vista della graduale riduzione degli incentivi fiscali; l'attività si è mantenuta invece sostanzialmente stabile sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi. Sulla base dei conti annuali, nel 2023 il PIL è cresciuto dello 0,9 per cento (dal 4,0 nel 2022, rivisto da 3,7).

... proseguirebbe nel primo trimestre

Dai nostri modelli previsivi emerge che nel primo trimestre il prodotto sarebbe lievemente aumentato. La produzione industriale ha continuato a scendere, anche a

Figura 11



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 3

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

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

Fonte: Istat.

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

causa della debolezza della fase congiunturale dei nostri principali partner commerciali, in particolare della Germania; nei servizi gli indicatori anticipatori segnalano un recupero dell'attività. Il comparto delle costruzioni avrebbe rallentato a seguito della rimodulazione degli incentivi, rimanendo in espansione: la produzione è nuovamente cresciuta in gennaio e, secondo le indagini condotte dall'Istat, l'ammontare dei lavori in corso o ancora da eseguire resta elevato nonostante il calo delle nuove commesse. Dal lato della domanda, la fiacchezza dei consumi si sarebbe accompagnata a un ulteriore lieve incremento degli investimenti. L'indicatore Ita-coin è tornato positivo nella media del primo trimestre, evidenziando una ripresa anche per la dinamica del PIL al netto delle componenti più erratiche. Sulla base delle nostre proiezioni più recenti, il prodotto crescerebbe dello 0,6 per cento nel 2024, dell'1,0 nel 2025 e dell'1,2 nel 2026 (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia*).

LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ITALIA

Lo scorso 5 aprile sono state pubblicate le proiezioni per l'economia italiana relative al triennio 2024-26¹ che aggiornano, alla luce delle informazioni congiunturali più recenti, quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema e diffuse lo scorso 15 dicembre. In linea con le valutazioni delle principali organizzazioni internazionali, lo scenario previsivo assume che nel prossimo triennio gli scambi mondiali tornino a espandersi a ritmi vicini al 3 per cento, con un progressivo calo dei prezzi delle materie prime energetiche (cfr. il paragrafo 1.1). Coerentemente con le attese dei mercati, le condizioni monetarie e creditizie si allenterebbero gradualmente nel corso dell'orizzonte di previsione².

Si stima che la crescita del prodotto resti contenuta nella prima parte dell'anno e si rafforzi nei trimestri successivi. In media d'anno il PIL aumenterebbe dello 0,6 per cento nel 2024, dell'1,0 nel 2025 e dell'1,2 nel 2026 (tavola). Escludendo la correzione per le giornate lavorative, l'incremento del PIL sarebbe pari allo 0,8 per cento nel 2024, allo 0,9 nel 2025 e all'1,3 nel 2026. L'andamento dell'attività economica beneficerebbe della ripresa del reddito disponibile e della domanda estera. Gli investimenti risentirebbero degli elevati costi di finanziamento e, nel settore edilizio, della riduzione degli incentivi alla riqualificazione delle abitazioni, i cui effetti sarebbero solo in parte compensati dall'impulso delle

Tavola

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

	PIL (1)				Inflazione (2)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Banca d'Italia (aprile)	1,0	0,6	1,0	1,2	5,9	1,3	1,7	1,7
Commissione europea (febbraio)	0,6	0,7	1,2	–	5,9	2,0	2,3	–
OCSE (febbraio)	0,7	0,7	1,2	–	5,9	1,8	2,2	–
FMI (aprile)	0,9	0,7	0,7	–	5,9	1,7	2,0	–
Consensus Economics (aprile)	0,9	0,7	1,0	–	5,7	1,6	1,8	–
<i>per memoria</i> : Banca d'Italia (dicembre)	0,7	0,6	1,1	1,1	6,0	1,9	1,8	1,7

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 5 aprile 2024; Commissione europea, *European Economic Forecast. Winter 2024*, febbraio 2024; OCSE, *OECD Economic Outlook*, febbraio 2024; FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2024; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, aprile 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).

¹ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 5 aprile 2024.

² Le proiezioni sono state formulate sulla base delle informazioni disponibili fino al 22 marzo per le ipotesi tecniche e internazionali e al 29 marzo per i dati congiunturali. Lo scenario tiene conto degli effetti della manovra di bilancio per il 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)*.

misure del PNRR. L'occupazione crescerebbe a un tasso corrispondente a circa la metà di quello del valore aggiunto: la produttività tornerebbe ad aumentare dopo tre anni di contrazione. Il tasso di disoccupazione scenderebbe lentamente, collocandosi al 7,4 per cento nel 2026.

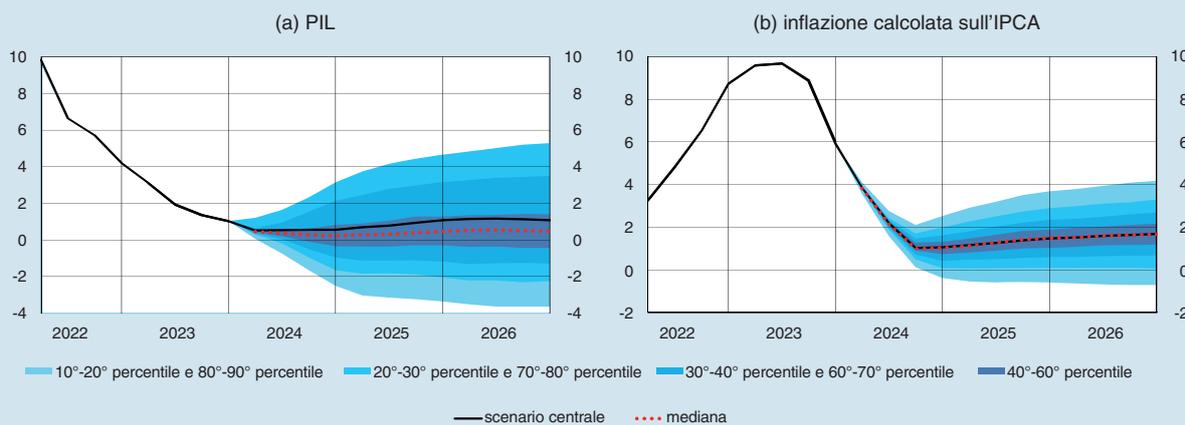
L'inflazione al consumo, pari al 5,9 per cento nella media del 2023, diminuirebbe in maniera netta quest'anno portandosi all'1,3 per cento, per poi salire moderatamente nel biennio 2025-26, ma rimanendo ben al di sotto del 2 per cento. La variazione contenuta dei prezzi nell'anno in corso riflette soprattutto il contributo negativo della componente energetica, che si normalizzerebbe nei prossimi due anni. L'inflazione di fondo, ancora sostenuta dalla dinamica dei costi unitari del lavoro, scenderebbe in modo più graduale, a circa il 2 per cento nella media di quest'anno, per ridursi ulteriormente nel prossimo biennio (attorno all'1,7 per cento).

Rispetto alle stime pubblicate in dicembre, la crescita del PIL è invariata. I consumi delle famiglie sarebbero sospinti da ipotesi più favorevoli riguardo ai prezzi delle materie prime. I costi di finanziamento, sebbene ancora elevati, sarebbero inferiori a quelli sottostanti allo scenario di dicembre: ne risulterebbe una dinamica più favorevole degli investimenti in beni strumentali. L'impatto di questi fattori sarebbe in gran parte compensato da un maggiore rallentamento nel comparto edilizio. Tale settore sarebbe interessato da una progressiva normalizzazione dell'attività, rispetto ai livelli molto elevati raggiunti lo scorso anno per via dei generosi incentivi alla riqualificazione energetica degli immobili. Le stime di inflazione sono invece corrette al ribasso, soprattutto quest'anno, per effetto principalmente della più rapida discesa dei prezzi dei beni energetici. Nel confronto con quelle degli altri previsori, le proiezioni della Banca d'Italia prefigurano un'espansione dell'attività sostanzialmente analoga; le stime di inflazione sono invece inferiori, soprattutto per il 2024.

I rischi per la crescita sono orientati al ribasso (figura, pannello a) e derivano dalla possibilità che il commercio mondiale resti debole più a lungo di quanto ipotizzato, in connessione con l'incertezza sulla ripresa dell'economia cinese e con un possibile aggravarsi delle tensioni internazionali. L'impatto della restrizione monetaria in corso potrebbe inoltre essere più accentuato del previsto e incidere più intensamente sulla domanda interna. Infine, il ridimensionamento degli incentivi alla riqualificazione

Figura

Distribuzione di probabilità delle previsioni relative alla crescita e all'inflazione (1)



(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).

delle abitazioni potrebbe tradursi in una correzione dell'attività nel comparto edilizio più marcata di quanto prefigurato.

I rischi sull'inflazione sono invece bilanciati (figura, pannello b). Quelli al ribasso provengono da un andamento meno favorevole della domanda; pressioni al rialzo superiori alle attese potrebbero invece scaturire dall'aggravarsi delle tensioni internazionali, con nuovi rincari delle materie prime e dei beni intermedi.

2.2 LE IMPRESE

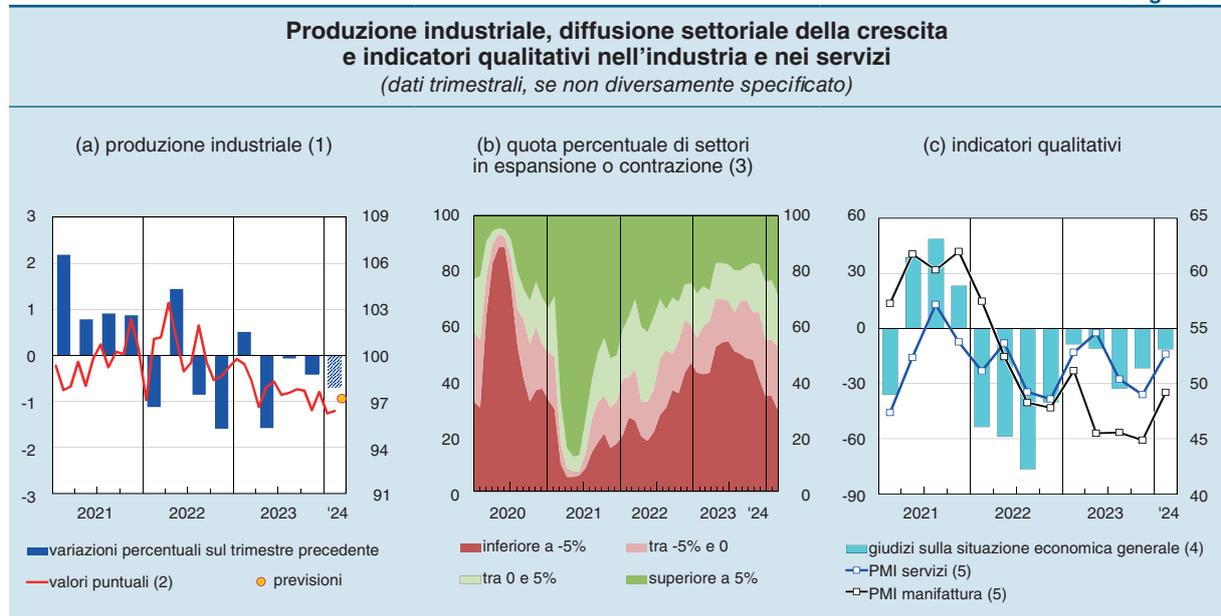
Le informazioni disponibili indicano che la produzione industriale, penalizzata in particolare dalla debolezza della domanda, è diminuita nel primo trimestre dell'anno in corso, proseguendo la tendenza negativa in atto dalla seconda metà del 2022. Il terziario, dopo aver ristagnato alla fine del 2023, mostra segnali di recupero.

Nel primo trimestre l'attività industriale è nuovamente diminuita

Nella media del bimestre gennaio-febbraio la produzione industriale si è ridotta rispetto al quarto trimestre (fig. 12.a). Il calo ha interessato tutti i principali raggruppamenti; la debolezza perdura nei comparti a maggiore intensità energetica e si è diffusa ad altri in cui l'attività era stata resiliente nel corso del 2023, come la farmaceutica e la fabbricazione di mezzi di trasporto.

Tuttavia, sebbene circa il 30 per cento dei settori continui a registrare flessioni superiori al 5 per cento nel confronto con l'anno precedente, tale quota si è ridotta rispetto al 55 per cento toccato nella metà del 2023 (fig. 12.b).

Figura 12



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per marzo 2024, l'ultima barra quella per il 1° trimestre. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Scala di destra. – (3) Dati mensili. La quota di settori in espansione o contrazione (a livello di classe Ateco) è calcolata sulla base delle medie mobili su 3 mesi dei tassi di crescita tendenziali degli indici settoriali di produzione industriale corretti per gli effetti di calendario. – (4) Dati trimestrali. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 aprile 2024). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

Secondo le nostre stime per marzo – che tengono conto dei consumi di elettricità e di gas e del traffico autostradale e su rotaia, nonché degli indicatori qualitativi sulla fiducia e sulle aspettative delle imprese (fig. 12.c) – nella media del primo trimestre l'attività industriale sarebbe scesa di circa lo 0,5 per cento (-0,4 nel periodo precedente), risentendo della fiacchezza della domanda, della debolezza del ciclo manifatturiero tedesco e delle condizioni di finanziamento restrittive (cfr. il paragrafo 2.7).

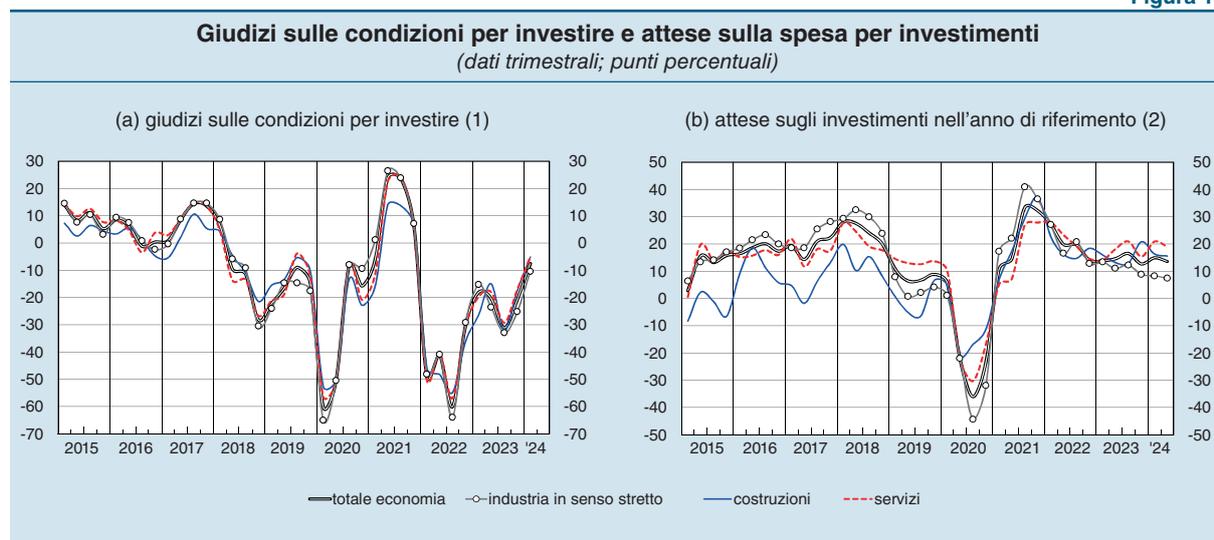
Migliorano le valutazioni delle imprese dei servizi e si attenua il pessimismo nella manifattura

Gli indici di fiducia basati sulle indagini condotte dall'Istat sono saliti nella media del primo trimestre del 2024 rispetto al quarto del 2023, per effetto soprattutto del miglioramento dei giudizi delle imprese che offrono servizi di mercato. Le valutazioni delle aziende operanti negli altri settori sono invece rimaste sostanzialmente stabili: su valori elevati per il commercio al dettaglio e le costruzioni, nonostante la rimodulazione degli incentivi, e su valori bassi per il manifatturiero. Le imprese industriali continuano a individuare nella carenza della domanda il principale fattore che limita la propria produzione. Anche dagli indicatori PMI e dalle inchieste della Banca d'Italia condotte tra febbraio e marzo¹ emergono segnali di ottimismo per il trimestre tra le aziende dei servizi; vi sono inoltre prime indicazioni che le difficoltà sofferte dalla manifattura nei mesi invernali abbiano iniziato ad attenuarsi.

Gli investimenti si sono rafforzati nel quarto trimestre, più marcatamente nelle costruzioni

Gli investimenti hanno accelerato nel quarto trimestre del 2023 (2,4 per cento, da 0,7 nel terzo). La crescita ha interessato tutte le principali componenti, risultando più decisa nelle costruzioni, che hanno beneficiato dell'intensificazione dei lavori in vista della riduzione degli incentivi edilizi da gennaio. Nelle indagini della Banca d'Italia le imprese valutavano che le condizioni per investire fossero ancora in peggioramento nei primi mesi dell'anno, seppure in misura molto meno pronunciata rispetto alla fine del 2023 (fig. 13.a; cfr. il paragrafo 2.7). Tuttavia il saldo tra la percentuale di aziende che si attendono nel 2024 un'espansione della spesa nominale per investimenti e la quota di quelle che ne prevedono una riduzione resta positivo in tutti i principali settori; è meno accentuato tra le imprese industriali (fig. 13.b).

Figura 13



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

¹ Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 aprile 2024.

Il debito delle imprese in rapporto al prodotto è rimasto stabile

Nel quarto trimestre la liquidità detenuta dalle aziende è nuovamente aumentata, in particolare nella componente dei depositi a vista. Nello stesso periodo l'utilizzo delle fonti di finanziamento esterne (rappresentate dal debito complessivo) è lievemente salito in termini nominali, pur mantenendosi stabile in percentuale del PIL (al 63 per cento). Il debito delle imprese in rapporto al prodotto continua a collocarsi molto al di sotto della media dell'area dell'euro (95 per cento).

2.3 LE FAMIGLIE

La spesa delle famiglie si è contratta nel quarto trimestre del 2023, soprattutto quella per servizi; secondo gli indicatori congiunturali è rimasta debole all'inizio dell'anno in corso. Le condizioni di finanziamento restrittive continuano a gravare sul ciclo immobiliare; gli operatori del settore tuttavia prefigurano un miglioramento nei prossimi mesi.

I consumi delle famiglie sono diminuiti in autunno...

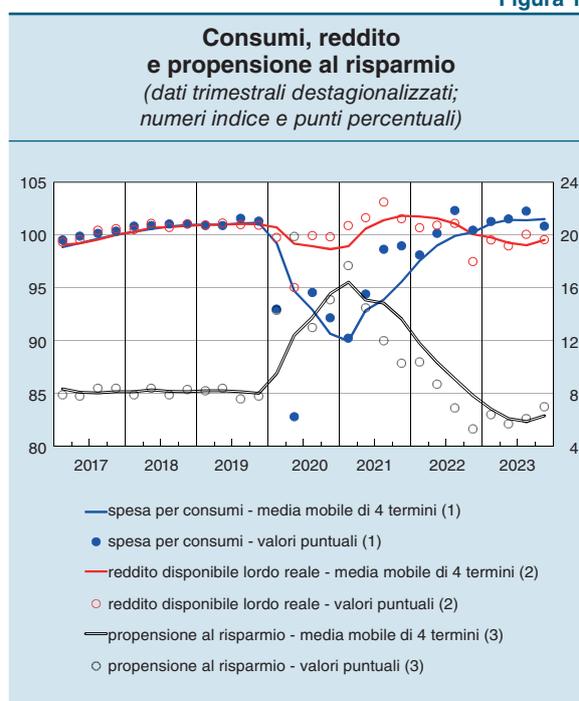
La spesa delle famiglie è scesa dell'1,4 per cento in termini reali nel quarto trimestre del 2023 (dopo essere aumentata dello 0,7

nel terzo), tornando così lievemente al di sotto dei volumi pre-pandemici. La flessione è dovuta al calo significativo dei consumi di servizi e di beni semidurevoli, a fronte di una sostanziale stabilità della spesa in beni non durevoli e di un'espansione degli acquisti di quelli durevoli. Sebbene le condizioni dell'occupazione si siano mantenute favorevoli (cfr. il paragrafo 2.5), i consumi hanno risentito della diminuzione del reddito disponibile reale, nonché della risalita della propensione al risparmio sui valori pre-pandemici (fig. 14). Quest'ultima, dopo il decumulo dei risparmi accantonati durante la pandemia², sarebbe sospinta anche dal miglioramento delle opportunità di risparmio connesso con i tassi nominali elevati e con il calo dell'inflazione attesa. Nel complesso del 2023 i consumi sono cresciuti nonostante la contrazione del reddito reale.

... e resterebbero deboli anche nei primi mesi dell'anno in corso

Secondo nostre stime i consumi privati sono rimasti deboli all'inizio del 2024. L'indicatore di Confcommercio segnala un lieve incremento degli acquisti di servizi e un calo della spesa in beni; tali evidenze risultano coerenti con la diminuzione in termini reali dei prelievi e dei pagamenti elettronici. Il clima di fiducia dei consumatori è tuttavia salito considerevolmente nella media del primo trimestre nel confronto con gli ultimi tre mesi del 2023 (fig. 15);

Figura 14



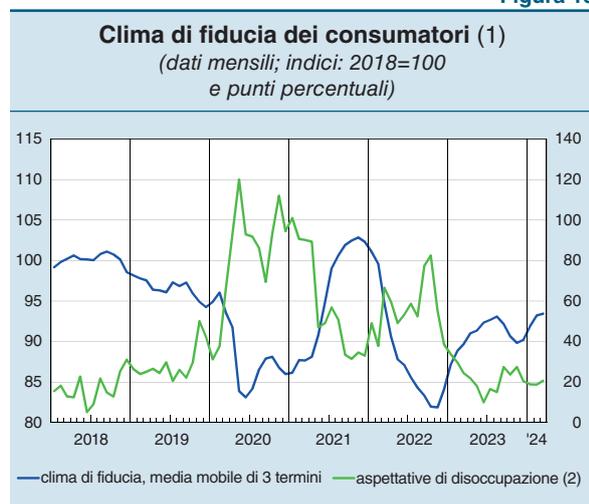
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(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; scala di destra.

² A. Colabella, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 797, 2023.

ciò rispecchia soprattutto il miglioramento dei giudizi sulla situazione economica, sia generale sia personale, nonché valutazioni più ottimistiche sulle possibilità future di risparmio.

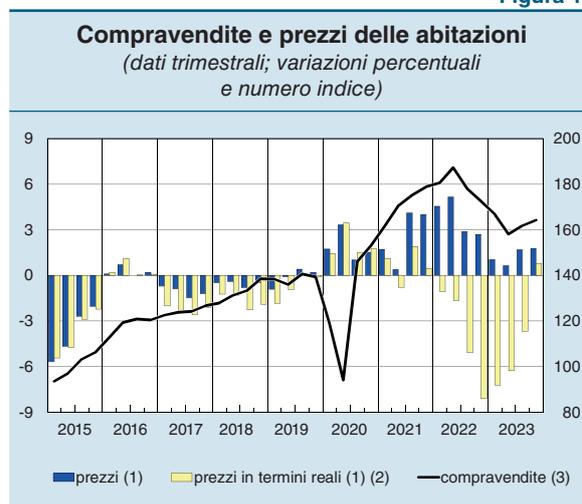
Figura 15



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 3 mesi terminanti rispettivamente in aprile, maggio e giugno del 2020 è costruita sulla base delle sole 2 osservazioni disponibili. – (2) Saldo 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.

Emergono segnali di recupero nel mercato immobiliare

I prezzi delle abitazioni nel quarto trimestre del 2023 si sono mantenuti invariati rispetto al terzo, salendo dell'1,8 per cento nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, per via soprattutto del rialzo di quelli degli immobili di nuova costruzione. Al netto dell'inflazione al consumo, le quotazioni risultano dello 0,8 per cento più alte che alla fine del 2022. Le compravendite, seppure in aumento rispetto ai mesi precedenti, restano inferiori al 2022 (fig. 16). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto dalla Banca d'Italia tra gennaio e febbraio del 2024, si è attenuato il pessimismo degli agenti immobiliari nelle attese sia a breve sia a lungo termine, sebbene le prospettive sui prezzi continuino a indicare un rallentamento. Anche le nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it suggeriscono un lieve recupero della domanda nei primi mesi dell'anno. Gli operatori intervistati nell'ambito del sondaggio congiunturale hanno confermato la tendenza al rialzo dei canoni di affitto. Vi incide la maggiore domanda di immobili in locazione, determinata anche dal peggioramento delle condizioni di accesso ai prestiti per l'acquisto di abitazioni; gli agenti riportano infatti un ulteriore forte calo nel quarto trimestre del 2023 della quota di transazioni finanziate con mutuo, corrispondente a poco più del 55 per cento del totale (era circa il 65 nel terzo trimestre e l'80 nel 2019).

Diminuisce l'incidenza degli oneri legati al servizio del debito sul reddito disponibile

Nel quarto trimestre il debito delle famiglie si è ridotto sia in termini nominali sia in rapporto al reddito disponibile (al 58,6 per cento; 87,9 nell'area dell'euro). Anche in rapporto al PIL il debito delle famiglie è diminuito, collocandosi al 37,8 per cento, contro il 53,6 dell'area. È scesa l'incidenza sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito, passata dal 10 al 9,5 per cento, a seguito di una decelerazione della spesa totale per interessi e di una riduzione dei rimborsi delle quote di capitale, in presenza di una minore consistenza del debito.

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

Nel quarto trimestre dello scorso anno le esportazioni sono aumentate in volume, beneficiando della moderata ripresa del commercio mondiale; le importazioni sono rimaste invece sostanzialmente stabili. Il conto corrente è risultato in avanzo, riflettendo il miglioramento del saldo mercantile e dei servizi, a fronte del deterioramento di quello dei redditi. Gli investitori non residenti hanno continuato a effettuare acquisti netti di titoli emessi dal settore privato e, in misura più limitata, da quello pubblico. Si è ridotto il saldo debitorio TARGET. La posizione creditoria netta sull'estero è cresciuta.

Le esportazioni sono aumentate nel quarto trimestre...

Nel quarto trimestre le esportazioni in volume hanno continuato a salire (1,2 per cento), sia nella componente dei beni sia in quella dei servizi (tav. 4). La prima è stata trainata prevalentemente dalle vendite nei mercati esterni all'area dell'euro, in particolare Turchia e paesi OPEC; tra i settori, vi hanno contribuito principalmente le esportazioni dei prodotti petroliferi raffinati verso paesi dell'area del Mediterraneo e Stati Uniti e, in misura minore, quelle degli apparecchi elettrici e della meccanica. Le esportazioni di servizi sono state caratterizzate da una dinamica ancora più sostenuta, beneficiando soprattutto dell'aumento dei flussi turistici internazionali in Italia.

Le importazioni in volume sono salite in misura molto più contenuta (0,2 per cento); all'incremento degli acquisti di servizi si è contrapposto il nuovo calo di quelli dei beni, per via delle minori importazioni dai paesi esterni all'area, in particolare dalla Russia e dai paesi OPEC. La flessione più consistente ha riguardato i prodotti dell'industria mineraria. Nel quarto trimestre i prezzi all'importazione sono cresciuti, interamente per effetto dei beni energetici.

... ma quelle di beni sarebbero scese nei primi mesi del 2024

Secondo nostre valutazioni, basate su dati di commercio estero parziali relativi a gennaio e febbraio, le esportazioni di beni in volume al netto della stagionalità sono scese nel primo trimestre del 2024, a fronte di una più pronunciata flessione delle corrispondenti importazioni. Gli attacchi al traffico navale nel Mar Rosso e il conseguente allungamento dei tempi di navigazione lungo la rotta che circumnaviga il continente africano hanno verosimilmente contribuito al calo delle importazioni dalla Cina e da altre economie asiatiche. Non emerge invece un peg-

Tavola 4

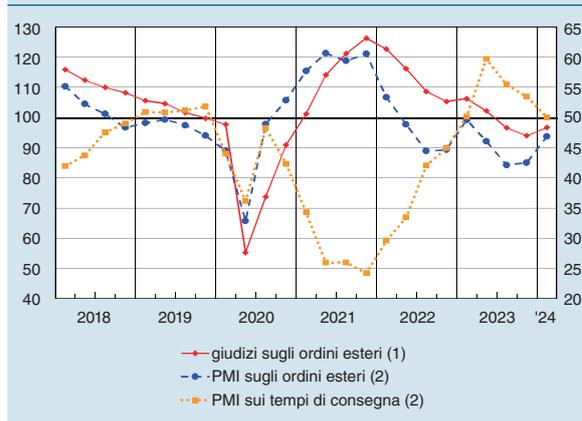
Esportazioni e importazioni in volume (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2023		2023		
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Esportazioni	0,2	-1,6	-0,9	1,2	1,2
Beni	-1,5	-2,4	-1,5	1,2	0,9
in paesi dell'area dell'euro	-1,7	-2,5	-1,4	0,5	0,1
in paesi esterni all'area (2)	-1,3	-2,3	-1,6	1,6	1,6
Servizi	8,2	2,2	2,1	1,3	2,5
Importazioni	-0,5	0,6	0,9	-1,9	0,2
Beni	-1,6	0,5	0,2	-2,0	-0,6
da paesi dell'area dell'euro	4,2	4,7	-2,7	0,5	1,0
da paesi esterni all'area (2)	-6,8	-3,5	3,1	-4,3	-2,3
Servizi	4,3	1,4	3,9	-1,9	3,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero. (1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi 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 valore 100 rappresenta pertanto un saldo tra le risposte "in aumento" e quelle "in diminuzione" in linea con la media storica. 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". Valori sopra il 50 indicano un miglioramento, sotto il 50 un peggioramento. Media trimestrale. Scala di destra.

Figura 18

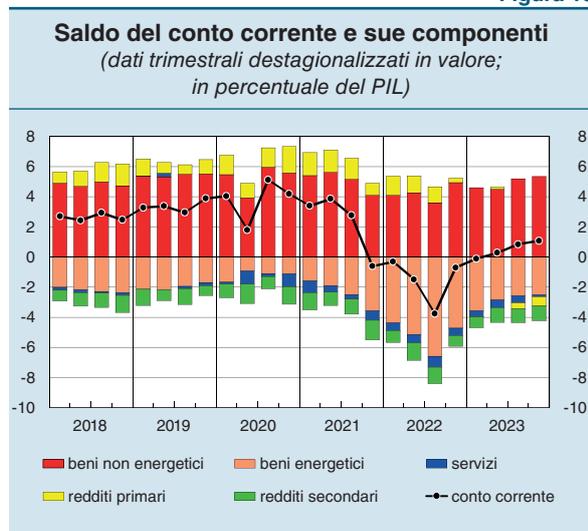


Tavola 5

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2023	2023			
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Conto corrente	10,6	-8,5	-0,4	11,0	8,5
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	10,9	-0,6	1,5	4,4	5,7
per memoria: in % del PIL (1)	0,5	-0,1	0,3	0,8	1,1
Conto capitale	16,0	2,7	1,8	3,6	7,8
Conto finanziario	36,1	-9,8	9,5	21,2	15,2
Investimenti diretti	-4,8	2,9	-9,2	6,7	-5,2
Investimenti di portafoglio	-28,6	21,4	-23,4	-1,3	-25,3
Derivati	-0,2	-0,8	-0,3	-0,4	1,3
Altri investimenti (2)	67,0	-33,7	40,6	17,1	43,1
Variazione riserve ufficiali	2,7	0,5	1,8	-0,9	1,4
Errori e omissioni	9,5	-4,0	8,1	6,6	-1,1

(1) Il dato annuale per il 2023 è riferito al saldo di conto corrente non corretto per la stagionalità. – (2) Include la variazione del saldo TARGET.

giornamento dei tempi di consegna delle merci nella media del primo trimestre (fig. 17): l'elevato livello delle scorte di materie prime e semilavorati potrebbe aver consentito alle imprese italiane di far fronte a possibili ritardi nelle forniture, specialmente in assenza di forti pressioni dal lato della domanda (cfr. il riquadro: *Le tensioni nel Mar Rosso e il loro possibile impatto macroeconomico* del capitolo 1). Nella media del trimestre, l'indicatore degli ordini esteri desunto dall'indagine dell'Istat presso le imprese manifatturiere e il corrispondente indice PMI, seppure in miglioramento, continuano a segnalare una domanda estera debole.

Alla fine del 2023 il saldo di conto corrente è risultato in avanzo

Nel quarto trimestre dello scorso anno il saldo di conto corrente, al netto di fattori stagionali, ha registrato un avanzo (1,1 per cento del PIL; fig. 18 e tav. 5), superiore rispetto al trimestre precedente: il miglioramento del saldo mercantile e di quello dei servizi ha più che compensato il deterioramento di quello dei redditi da capitale, su cui continua a influire il rialzo dei tassi di interesse (cfr. il riquadro: *Il saldo dei redditi primari e il recente rialzo dei tassi di interesse*).

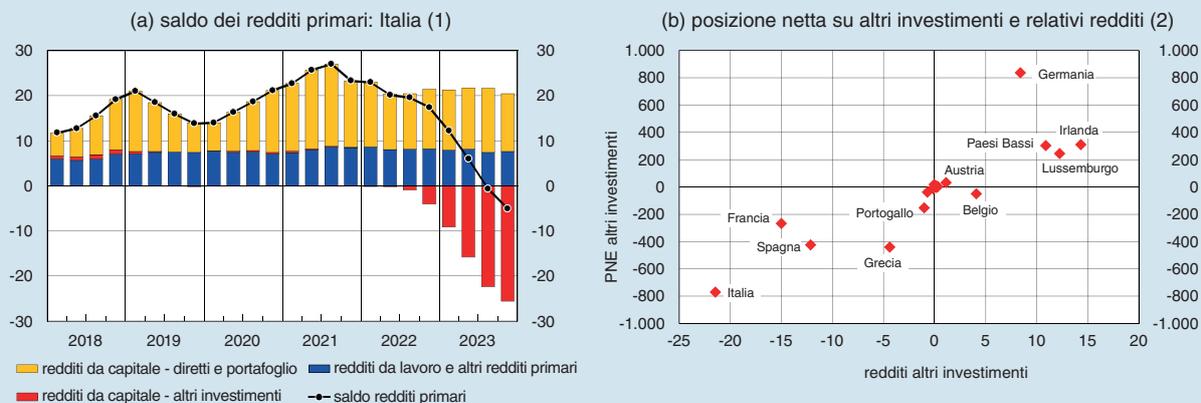
IL SALDO DEI REDDITI PRIMARI E IL RECENTE RIALZO DEI TASSI DI INTERESSE

Nel 2023 il saldo dei redditi primari della bilancia dei pagamenti – che registra transazioni tra soggetti residenti e non residenti derivanti dalla remunerazione dei fattori produttivi (lavoro e capitale) – è diminuito di 23 miliardi di euro rispetto all'anno precedente, chiudendo in disavanzo per la prima volta dal 2015. A fronte della stabilità della componente legata ai redditi da lavoro, il peggioramento del saldo dei redditi primari ha rispecchiato la dinamica di quello dei redditi da capitale. Vi ha inciso il rialzo dei tassi ufficiali, il cui impatto dipende non solo dalla posizione creditoria o debitoria del Paese ma anche da altri fattori, tra cui la composizione, per tipologia di strumento e per scadenza, di attività e passività sull'estero¹.

Il deterioramento del saldo dei redditi da capitale si è concentrato nella componente degli "altri investimenti" (figura, pannello a), che includono soprattutto prestiti e depositi a breve o brevissimo termine con controparti non residenti. I rendimenti di queste posizioni hanno prontamente reagito

¹ In Italia, dove al netto delle riserve ufficiali in oro la posizione netta verso l'estero (PNE) è sostanzialmente in pareggio, la scadenza delle passività è in media più breve di quella delle attività; inoltre tra queste ultime c'è una quota significativamente maggiore di titoli azionari.

Saldo dei redditi primari e redditi da altri investimenti (miliardi di euro)



al rapido aumento dei tassi ufficiali in atto dalla seconda metà del 2022, contribuendo ad ampliare il deficit in Italia e negli altri paesi debitori netti in tale componente (figura, pannello b).

L'effetto è stato piuttosto accentuato nel nostro paese, la cui posizione netta debitoria su "altri investimenti" ammontava a 772 miliardi nella media del 2023; su questa pesa in particolare il saldo TARGET (negativo per 598 miliardi), che è remunerato al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali². L'incremento di quest'ultimo si è quindi riflesso in un peggioramento del saldo dei redditi primari della Banca d'Italia di 18,7 miliardi. Sono inoltre saliti gli interessi netti versati dalle banche italiane a controparti non residenti (5,2 miliardi).

Il rialzo dei tassi di interesse ha avuto invece effetti ben più limitati sul saldo dei redditi da capitale derivanti dagli investimenti di portafoglio, sui quali l'Italia detiene una posizione netta creditoria verso l'estero (pari a 559 miliardi nella media del 2023). Una quota significativa delle attività di portafoglio è infatti costituita da investimenti in azioni (diretti o tramite fondi di investimento) e in titoli obbligazionari a medio e lungo termine³, i cui rendimenti riflettono la crescita dei tassi ufficiali in modo più graduale. Dal lato delle passività, si sono inoltre ridotte le cedole legate all'inflazione sui titoli indicizzati, che costituiscono circa un sesto dello stock di titoli pubblici italiani detenuti da non residenti. Infine, le altre voci che più contribuiscono alla posizione netta creditoria verso l'estero dell'Italia producono redditi da capitale non legati direttamente ai tassi di interesse (come gli investimenti diretti, che dipendono dalla profittabilità delle imprese) oppure non generano redditi (ad es. le riserve ufficiali in oro).

² L'impatto negativo sul conto economico della Banca d'Italia dell'aumento degli interessi passivi sul saldo TARGET è stato compensato dagli interessi attivi ridistribuiti all'Istituto dalle banche centrali nazionali (BCN) con saldo attivo TARGET nell'ambito del meccanismo di calcolo del reddito monetario dell'Eurosistema. Questo viene ripartito fra le BCN in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE: il risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2023, considerando anche tutti gli altri fattori che lo hanno determinato, è stato negativo per 1,1 miliardi (importo regolato a gennaio 2024; cfr. il bilancio dell'esercizio 2023). A differenza del conto economico della Banca d'Italia, nella bilancia dei pagamenti confluiscono esclusivamente le transazioni effettuate con soggetti non residenti; di conseguenza sono stati registrati gli interessi sul saldo TARGET versati dalla Banca d'Italia alla BCE (soggetto non residente a fini statistici), ma non ad esempio gli interessi attivi o passivi relativi a operazioni di politica monetaria con controparti residenti.

³ Le obbligazioni a tasso fisso sono circa quattro volte quelle a tasso variabile. Nel 2023 la vita media residua delle attività era pari a 8,7 anni. Dal lato delle passività, la durata media residua era lievemente inferiore (6,7 anni).

Gli investitori esteri hanno acquistato titoli di debito pubblici e privati

Nel quarto trimestre il saldo del conto finanziario è stato positivo per 15,2 miliardi di euro (tav. 5), sostenuto dagli acquisti netti di titoli di portafoglio italiani, pari a 21,9 miliardi, soprattutto privati. Gli investimenti esteri in titoli pubblici sono stati di 7,6 miliardi, interamente concentrati in quelli a lungo termine, in un contesto di emissioni nette da parte del Tesoro per 9,1 miliardi.

La quota di debito pubblico detenuta all'estero è marginalmente salita.

Nello stesso periodo i residenti hanno venduto attività estere di portafoglio per 3,4 miliardi, in particolare da fondi di investimento, a fronte di maggiori acquisti di titoli domestici da parte delle famiglie. Il settore bancario residente ha ridotto la raccolta netta all'estero per 18,2 miliardi; quello pubblico ha ricevuto afflussi netti per 21,3 miliardi, in relazione all'incasso della terza e della quarta rata dei prestiti del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR).

Il saldo debitorio su TARGET è ulteriormente diminuito

Nel quarto trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET è scesa di 34,4 miliardi (a 520,9 alla fine

di dicembre; fig. 19), proseguendo il significativo miglioramento in atto da metà 2023 riconducibile in prevalenza al calo dei prestiti erogati dall'Eurosistema alle istituzioni creditizie nell'ambito delle operazioni TLTRO3 (cfr. il paragrafo 1.2). Nei primi tre mesi dell'anno in corso il saldo debitorio è ulteriormente diminuito (di 20,0 miliardi, a 500,9 alla fine di marzo; fig. 19).

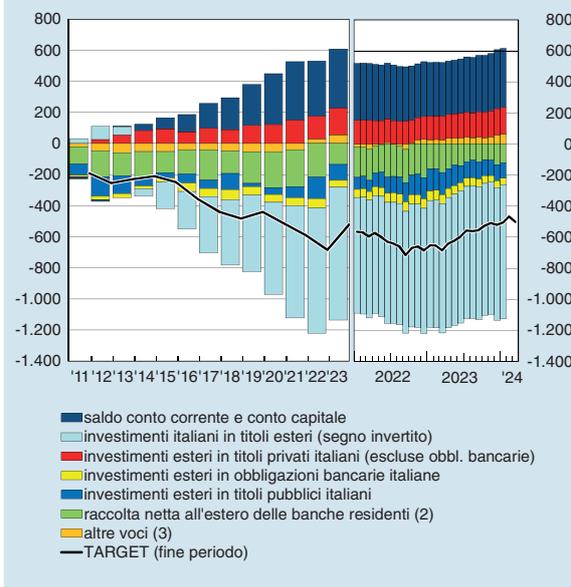
La posizione creditoria netta sull'estero si è nuovamente rafforzata

Alla fine di dicembre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 154,6 miliardi di euro, pari

al 7,4 per cento del PIL; l'incremento rispetto alla fine di settembre (34,8 miliardi) è riconducibile sia all'avanzo complessivo di conto corrente e di conto capitale sia ad aggiustamenti di valutazione positivi, in particolare legati al favorevole andamento delle quotazioni di azioni e fondi comuni.

Figura 19

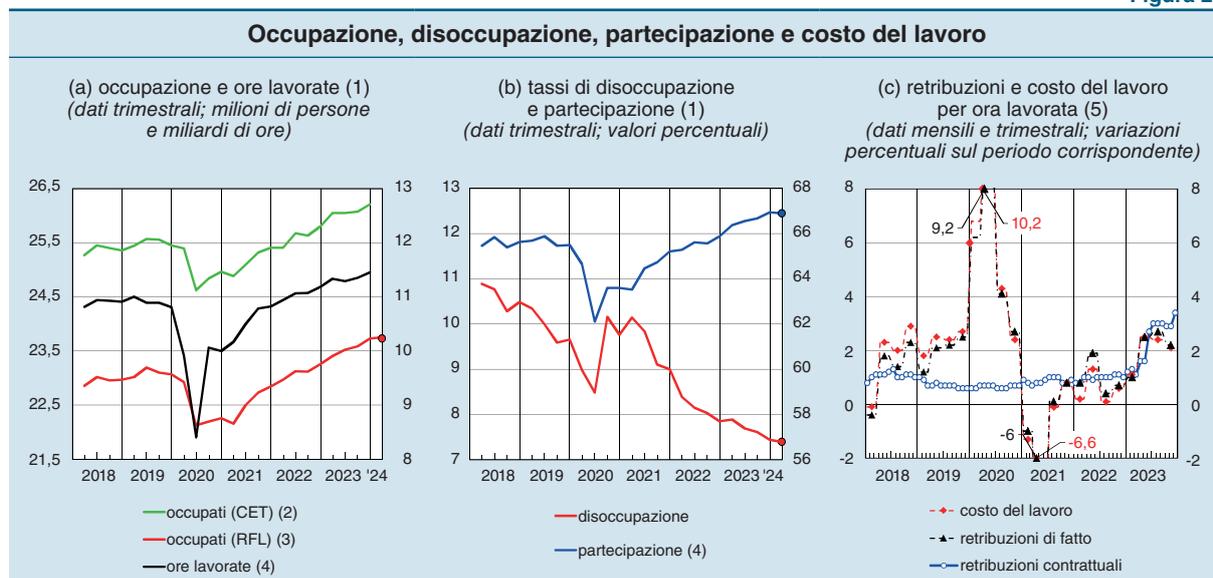
Saldo TARGET e flussi cumulati della bilancia dei pagamenti (1)
(dati annuali e mensili; miliardi di euro)



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

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre dello scorso anno è proseguita l'espansione dell'occupazione, che ha tuttavia ristagnato nei primi mesi del 2024, con un aumento del lavoro a tempo indeterminato compensato da un calo di quello a termine e autonomo. I tassi di partecipazione e occupazione si sono stabilizzati su valori storicamente elevati; la disoccupazione si mantiene su livelli bassi. Alla fine del 2023 nel settore privato non agricolo le retribuzioni di fatto sono cresciute a tassi più contenuti rispetto al trimestre precedente. La dinamica salariale dovrebbe tuttavia intensificarsi nei prossimi mesi, sostenuta sia dai pagamenti previsti da accordi contrattuali già siglati, sia dai rinnovi attesi.



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 1° trimestre 2024 indicano la media del bimestre gennaio-febbraio. — (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.

L'occupazione a tempo indeterminato ha continuato a crescere

Secondo i dati dei *Conti economici trimestrali* (CET), nel quarto trimestre del 2023 è proseguita l'espansione del numero di occupati (0,5 per cento; fig. 20.a), interamente dovuta ai lavoratori dipendenti a tempo indeterminato; è rimasto stabile il numero dei posti di lavoro a termine e si è ridotto quello degli autonomi³.

L'occupazione ha ristagnato nell'industria in senso stretto dove prosegue la debolezza dell'attività (cfr. il paragrafo 2.2); è invece ulteriormente aumentata nelle costruzioni e in diversi comparti dei servizi privati, in particolare quelli professionali e amministrativi. Le ore lavorate hanno continuato a crescere (0,8 per cento), sospinte anche da un incremento delle ore per addetto, che già lo scorso anno avevano superato i valori pre-pandemici.

La partecipazione al mercato del lavoro è su livelli massimi

Il tasso di partecipazione è ancora salito nello scorcio del 2023 (al 66,9 per cento; fig. 20.b), il valore più alto dall'inizio della rilevazione; il numero assoluto di persone attive sul mercato del lavoro (occupate o in cerca di un impiego e disponibili a lavorare) è tornato sui livelli precedenti la crisi sanitaria,

nonostante l'invecchiamento della popolazione che ha portato negli ultimi quattro anni a un calo di più di 800.000 unità fra 15 e 64 anni. Il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito (al 7,4 per cento, oltre 2 punti percentuali in meno rispetto al 2019).

Nei primi mesi del 2024 l'occupazione ha ristagnato

Secondo i dati dell'RFL, nel periodo gennaio-febbraio l'occupazione è rimasta complessivamente costante rispetto al bimestre precedente: l'aumento del lavoro a tempo indeterminato è stato compensato dal calo di quello a termine e autonomo. È diminuito il numero di occupati nella fascia di età 15-34 anni,

dopo l'espansione registrata alla fine del 2023; il tasso di partecipazione e quello di occupazione si

³ Le statistiche sugli addetti per tipo di contratto sono di fonte *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), che fornisce indicazioni coerenti con i dati CET sulla crescita dell'occupazione nel totale dell'economia.

sono mantenuti su valori elevati. Le aspettative delle imprese sull'occupazione nei tre mesi successivi, rilevate all'inizio dell'anno dalla Commissione europea, restano positive.

Il costo del lavoro ha rallentato alla fine del 2023...

Negli ultimi tre mesi del 2023 le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono salite del 3,1 per cento su base annua (fig. 20.c), sostanzialmente in linea con il trimestre precedente. L'incremento è stato maggiore nel complesso dell'economia (4,5 per cento, dal 3,0), principalmente per l'erogazione anticipata e in un'unica soluzione dell'indennità di vacanza contrattuale relativa al 2024 nelle Amministrazioni statali⁴.

Nel settore privato non agricolo la crescita dei minimi contrattuali non si è però interamente trasmessa al costo orario del lavoro, che ha invece decelerato nel trimestre invernale (al 2,1 per cento, dal 2,4). Nella manifattura l'aumento delle retribuzioni contrattuali (4,9 per cento), in larga misura ascrivibile alla clausola di indicizzazione nel contratto dei metalmeccanici⁵, è stato in parte assorbito dal rallentamento delle altre componenti salariali. Nei servizi privati invece il tasso di crescita del costo del lavoro, pur mantenendosi moderato, è risultato in rialzo (all'1,9 per cento, dall'1,2 del trimestre precedente). Nel complesso del settore privato non agricolo il costo del lavoro per unità di prodotto ha decelerato (salendo del 3,7 per cento dal 4,9) anche per effetto dell'affievolirsi del calo della produttività (-1,6 per cento, da -2,4), in atto dall'inizio del 2021 (cfr. il riquadro: *Il calo della produttività oraria del lavoro: le dinamiche di impresa*, in *Bollettino economico*, 4, 2023).

... accelerando nei primi mesi del 2024

Secondo nostre elaborazioni⁶, le retribuzioni contrattuali del settore privato hanno accelerato nei primi mesi del 2024, in seguito agli accordi raggiunti nei settori della chimica, del legno e degli alimentari⁷. In marzo è stato inoltre rinnovato il contratto del commercio, che riguarda quasi 2 milioni di lavoratori: i minimi aumenteranno gradualmente, di circa il 10 per cento entro la fine del quadriennio di validità⁸. Nel corso dell'anno la crescita salariale continuerà a intensificarsi progressivamente per via dei rinnovi attesi, in particolare nel turismo – dove il contratto nazionale è scaduto da oltre due anni – e nella metalmeccanica, i cui minimi retributivi verranno incrementati a giugno in linea con l'inflazione al netto dei beni energetici importati registrata nel 2023.

⁴ Poiché il pagamento è stato effettuato per intero alla fine del 2023, i dati di gennaio di quest'anno, non ancora disponibili, segneranno una variazione negativa rispetto a dicembre delle retribuzioni nel pubblico impiego. Come previsto dal DL 145/2023, l'anticipo ha riguardato i dipendenti a tempo indeterminato delle Amministrazioni statali, mentre per quelle non statali è stata lasciata agli enti interessati la possibilità di distribuire la corresponsione dell'indennità in questione lungo tutto il corso del 2024.

⁵ Il contratto della metalmeccanica, che copre poco meno di un quinto del monte retributivo del totale dell'economia, viene adeguato annualmente, nel mese di giugno, sulla base della variazione dell'IPCA al netto dei beni energetici importati realizzata nell'anno precedente.

⁶ I dati Istat sulle retribuzioni contrattuali da gennaio a marzo saranno disponibili solo alla fine di aprile, a causa del periodico aggiustamento della metodologia di stima.

⁷ In gennaio è stata anticipata l'erogazione di una tranche nel comparto dei chimici, originariamente prevista per luglio, e sono stati adeguati i minimi retributivi nel settore del legno per effetto dell'aggiustamento automatico all'andamento dell'inflazione. A febbraio è stato rinnovato il contratto collettivo nazionale degli alimentari, con incrementi volti a recuperare parte dell'inflazione realizzata negli ultimi anni.

⁸ Gli incrementi previsti sono poco più del 3 per cento nell'aprile di quest'anno, un ulteriore 2,5 per cento nel 2025 e il resto entro marzo 2027. Tali aumenti, uniti all'erogazione di pagamenti una tantum per la lunga vacanza contrattuale, consentiranno di recuperare parte dell'inflazione realizzata nell'ultimo triennio e quella attualmente prevista nel periodo di vigenza (da aprile 2023 a marzo 2027). Federdistribuzione, l'associazione datoriale della grande distribuzione organizzata (che impiega circa 250.000 dipendenti), non ha siglato il contratto e ha interrotto le trattative con i sindacati, pur riconoscendo unilateralmente il primo incremento sui minimi previsto per aprile 2024.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel primo trimestre la crescita dei prezzi al consumo si è mantenuta su valori bassi e si è consolidata la discesa della componente di fondo. L'inflazione alla produzione è rimasta negativa, per l'ulteriore riduzione dei prezzi dei beni intermedi e di quelli energetici. Prosegue il calo delle aspettative di inflazione di imprese e famiglie.

L'inflazione al consumo è contenuta L'inflazione armonizzata al consumo è risalita in marzo, portandosi all'1,2 per cento sui dodici mesi (da 0,8 in febbraio; fig. 21 e tav. 6). L'aumento è attribuibile all'attenuarsi del calo dei prezzi dei beni energetici, che rimane tuttavia ampio (-10,9 per cento). È proseguita, ininterrotta da un anno, la discesa dell'inflazione dei beni alimentari, al 2,7 per cento (da 3,7). Anche la componente di fondo si è ancora ridotta (2,2 per cento, da 2,6), per effetto del rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici, collocandosi così sul livello più basso dal maggio 2022. L'accelerazione dei prezzi dei servizi di trasporto ha invece comportato un lieve incremento dell'inflazione dei servizi (al 3,3 per cento, da 3,1), che si conferma comunque in calo nel complesso del primo trimestre del 2024 rispetto a quello precedente.

Per il secondo trimestre dell'anno l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) ha annunciato una riduzione delle tariffe elettriche sul mercato regolamentato di circa il 20 per cento nel confronto con il periodo precedente. Dal gennaio 2024 i servizi di tutela per il mercato del gas naturale sono rimasti in essere solo per le famiglie vulnerabili (circa 2,5 milioni di utenti). Per il mercato dell'elettricità il termine dei servizi di tutela è attualmente previsto a partire dal prossimo luglio.

Prosegue il calo dei prezzi dei beni intermedi In febbraio i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono risultati in calo del 14,2 per cento su base annua (-14,0 in gennaio); la diminuzione è principalmente dovuta alla componente energetica (-31,3 per cento). È proseguita la flessione dei prezzi dei beni intermedi (-6,1 per cento) e si è ridotta la crescita di quelli dei beni

Figura 21

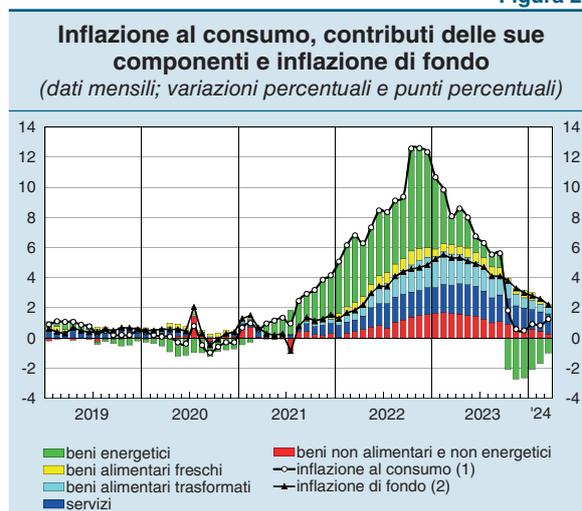


Tavola 6

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

PERIODO	IPCA		NIC (1)		IPP (2)
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	Indice generale	Beni intermedi
2021	1,9	0,8	1,9	13,0	9,8
2022	8,7	3,3	8,1	42,8	18,6
2023	5,9	4,5	5,7	-8,3	-1,0
2023 – gen.	10,7	5,2	10,0	11,7	10,4
feb.	9,8	5,5	9,1	10,1	8,3
mar.	8,1	5,3	7,6	3,0	4,7
apr.	8,6	5,3	8,2	-3,5	1,0
mag.	8,0	5,1	7,6	-6,7	-1,3
giu.	6,7	4,9	6,4	-8,1	-2,2
lug.	6,3	4,7	5,9	-13,8	-3,5
ago.	5,5	4,0	5,4	-16,1	-4,1
set.	5,6	4,1	5,3	-18,3	-5,2
ott.	1,8	3,8	1,7	-12,4	-6,3
nov.	0,6	3,3	0,7	-16,5	-6,2
dic.	0,5	3,0	0,6	-20,5	-5,7
2024 – gen.	0,9	2,8	0,8	-14,0	-6,2
feb.	0,8	2,6	0,8	-14,2	-6,1
mar.	1,2	2,2	1,2

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.

strumentali e di consumo (0,6 e 1,0 per cento, rispettivamente). Nonostante le tensioni sul commercio marittimo nel Mar Rosso (cfr. il riquadro: *Le tensioni nel Mar Rosso e il loro possibile impatto macroeconomico* del capitolo 1), in marzo l'indicatore PMI ha continuato a fornire segnali di contrazione dei costi dei beni intermedi nella manifattura, seppure meno accentuati rispetto ai mesi precedenti. Nei servizi l'indice relativo ai costi degli input, che include anche quelli dei servizi intermedi e del personale, si è mantenuto sostanzialmente stabile e inferiore ai massimi raggiunti all'inizio del 2022, ma tuttora al di sopra dei livelli pre-pandemici.

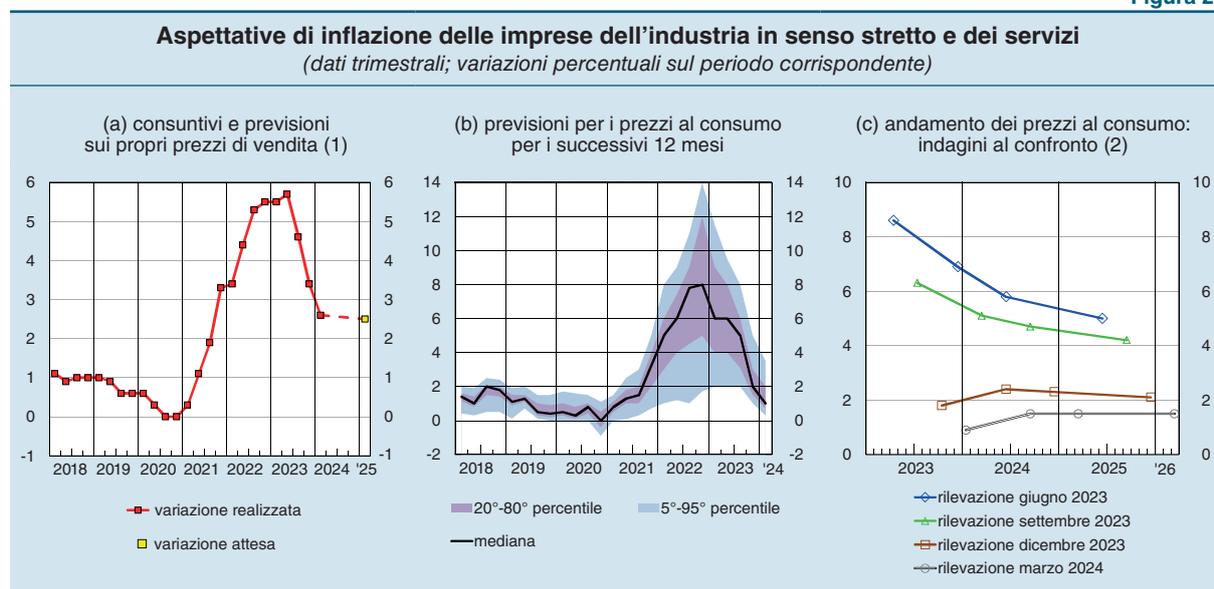
Nel quarto trimestre del 2023 nel settore privato non agricolo il costo del lavoro per unità di prodotto ha decelerato, a seguito del rallentamento delle retribuzioni e della dinamica della produttività ancora negativa ma meno sfavorevole (cfr. il paragrafo 2.5). I margini di profitto restano su livelli superiori a quelli precedenti l'emergenza sanitaria, soprattutto nei servizi privati; ciò consentirebbe, insieme al protrarsi del calo dei prezzi dei beni intermedi, di assorbire le pressioni sull'inflazione derivanti dall'accelerazione attesa delle retribuzioni nel corso del 2024 (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia*).

Famiglie e imprese si attendono una dinamica dei prezzi moderata

Secondo le inchieste dell'Istat, in marzo la quota di famiglie che si attendono un ulteriore indebolimento dell'inflazione nei prossimi dodici mesi si confermava preponderante; in febbraio le aspettative sull'inflazione al consumo su un orizzonte di tre anni, rilevate dalla *Consumer Expectations Survey* della BCE, si sono attestate su un valore mediano del 2,9 per cento, come alla fine

dello scorso anno. Nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta fra febbraio e marzo dalla Banca d'Italia, l'aumento dei propri listini previsto dalle aziende per i successivi dodici mesi è rimasto pressoché stabile (in media al 2,5 per cento; fig. 22) e in linea con la variazione realizzata nell'ultimo anno. Le aspettative delle imprese sull'inflazione al consumo si sono ridotte e si collocano all'1,5 per cento su tutti gli orizzonti rilevati.

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 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

In febbraio il costo della raccolta bancaria e quello del credito a imprese e famiglie sono rimasti elevati. I prestiti bancari si sono ridotti, dopo il modesto e temporaneo incremento registrato nello scorcio del 2023. Il calo ha riflesso sia la debolezza della domanda di finanziamenti, frenata dall'alto costo del credito e dal ricorso all'autofinanziamento, sia i criteri di offerta ancora restrittivi, principalmente per effetto di un'elevata percezione del rischio.

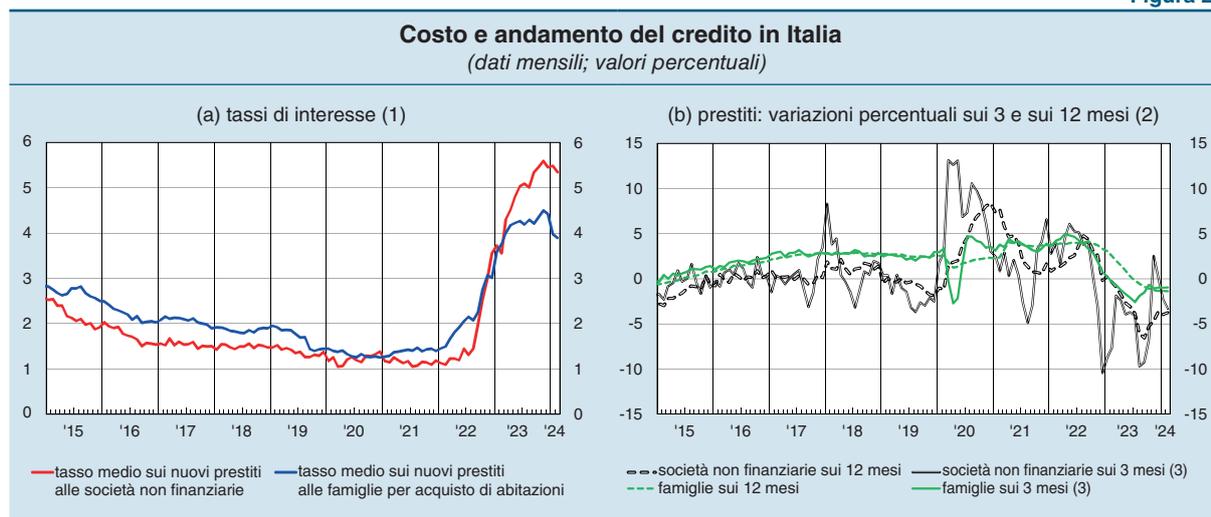
Sono rimasti elevati sia il costo della raccolta bancaria...

In febbraio il costo marginale della raccolta è rimasto pressoché invariato rispetto a novembre (al 2,2 per cento), mantenendosi su valori consistenti: era quasi nullo alla fine del 2021. I tassi sui depositi in conto corrente sono rimasti sostanzialmente stabili (allo 0,6 per cento), quelli sui nuovi depositi al settore privato non finanziario con durata prestabilita fino a un anno sono lievemente diminuiti (al 3,7). Il costo delle obbligazioni bancarie italiane, sceso significativamente alla fine del 2023, si è ancora ridotto nel primo trimestre del 2024, riflettendo il calo del premio per il rischio di credito (cfr. il paragrafo 2.8). Nel complesso, la composizione delle passività bancarie ha continuato a rimodularsi verso fonti di finanziamento più costose a seguito della restituzione dei fondi TLTRO3 e della riallocazione della liquidità di imprese e famiglie a favore di strumenti più remunerativi. In febbraio è proseguita la flessione della raccolta rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-3,6 per cento); vi ha inciso la contrazione sia delle passività verso l'Eurosistema sia dei depositi di residenti. La dinamica di questi ultimi ha riflesso la diminuzione di quelli in conto corrente (-5,9 per cento) a fronte dell'espansione degli altri depositi (14,9). La raccolta obbligazionaria, al dettaglio e all'ingrosso, è fortemente cresciuta (35,3 e 12,0 per cento, rispettivamente).

... sia quello dei prestiti a imprese e famiglie

Tra novembre e febbraio i tassi di interesse sui nuovi prestiti bancari alle imprese sono rimasti elevati, pur registrando un lieve calo (5,3 per cento da 5,6; fig. 23.a). La riduzione è stata più marcata per le erogazioni a tasso fisso, che hanno beneficiato di un calo dei tassi a lungo termine privi di rischio, e per quelle sopra il milione di euro, tipicamente erogate a prenditori di maggiore dimensione e meno rischiosi. Il costo dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso al 3,9 per

Figura 23



Fonte: Centrale dei rischi e segnalazioni di vigilanza.

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

cento (dal 4,5 in novembre), grazie alla minore onerosità di quelli a tasso fisso. Dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria, il tasso applicato ai nuovi finanziamenti ha subito un rialzo di 4,1 punti percentuali per le imprese e di 2,5 per i mutui alle famiglie; il costo dei prestiti in essere è salito di 3,8 e di 1,7 punti percentuali per le imprese e le famiglie, rispettivamente. La trasmissione dei rialzi dei tassi ufficiali al costo dei finanziamenti erogati alle società non finanziarie è risultata più marcata di quanto suggerito dalle regolarità storiche, rispecchiando anche il maggiore rischio percepito dagli intermediari, in parte generato dai forti e ravvicinati incrementi all'inizio della fase restrittiva⁹.

Il credito alle imprese è tornato a contrarsi

Dopo essere lievemente aumentati negli ultimi due mesi del 2023, i prestiti alle aziende sono tornati a diminuire (-3,3 per cento in febbraio, sui tre mesi e in ragione d'anno; fig. 23.b). Il calo è stato particolarmente deciso per quelli con durata originaria superiore ai dodici mesi, tipicamente associati a esigenze di investimento.

Nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, la contrazione resta più significativa per le imprese con meno di 20 addetti (-9,4 per cento, a fronte di -3,3 per quelle di maggiore dimensione) e si è acuita nella manifattura. Quest'ultimo settore, rispetto a quello dei servizi, reagisce più rapidamente e più intensamente ai cambiamenti nell'orientamento monetario, anche per via del maggiore ricorso a prestiti a tasso variabile e a quelli con durata originaria inferiore all'anno.

I finanziamenti concessi alle famiglie sono diminuiti a un ritmo sostanzialmente stabile sia sui tre mesi calcolati in ragione d'anno (-0,9 per cento), sia sui dodici mesi (-1,3); i mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati rispetto allo stesso periodo del 2023.

Nel primo trimestre è proseguito l'indebolimento della domanda di prestiti delle imprese

Le banche italiane intervistate in marzo nell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)¹⁰ hanno segnalato nel primo trimestre una nuova flessione della domanda di prestiti da parte delle imprese, la quinta consecutiva dall'inizio del ciclo di restrizione. Il calo ha riflesso l'elevato livello dei tassi di interesse e il minore fabbisogno di credito per la spesa in investimenti fissi, anche a fronte del maggior ricorso all'autofinanziamento. I

criteri di offerta sui prestiti alle imprese sono rimasti restrittivi, in un contesto di progressivo aumento della percezione del rischio. La richiesta di finanziamenti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è ridotta in misura marcata, mentre è cresciuta quella per finalità di consumo; i criteri di offerta si sono mantenuti invariati per i primi, mentre sono diventati più stringenti per i secondi. Nelle attese degli intermediari, le politiche di offerta nel secondo trimestre del 2024 si allenterebbero per le società non finanziarie e rimarrebbero inalterate per le famiglie.

In base all'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese tra la fine di febbraio e la metà di marzo, le condizioni di accesso al credito per le aziende sono rimaste restrittive.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Nei primi mesi dell'anno le condizioni dei mercati finanziari hanno continuato a migliorare, per effetto delle attese di un allentamento della politica monetaria da parte delle principali banche centrali. Si è ridotto il

⁹ M. Bottero e A.M. 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.

¹⁰ All'indagine hanno partecipato 13 tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *April 2024 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 9 aprile 2024.

differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti titoli tedeschi, anche per l'elevata domanda dei primi da parte degli investitori; i corsi azionari sono aumentati in misura significativa, soprattutto nel comparto bancario.

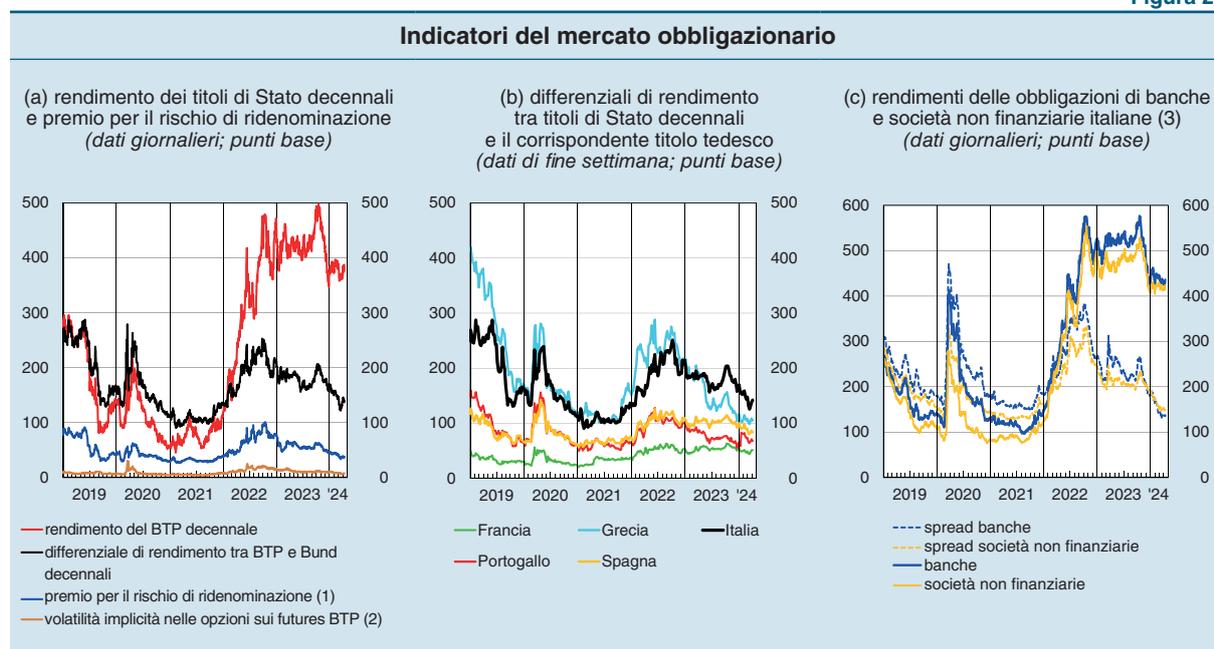
Il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine è lievemente salito

Nei primi mesi dell'anno il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani ha mostrato oscillazioni che hanno riflesso le attese sull'allentamento delle politiche monetarie nelle economie avanzate, mantenendosi di poco superiore al livello raggiunto alla fine del 2023. Nel complesso, tra la prima decade di gennaio e la metà di aprile il rendimento decennale è lievemente salito (di circa 15 punti base), al 3,9 per cento (fig. 24.a). Il differenziale di rendimento con i corrispondenti titoli tedeschi si è ridotto di circa 15 punti, portandosi a 141 punti base, il valore minimo registrato dall'inizio del 2022 (fig. 24.b). Vi ha contribuito principalmente la forte domanda di titoli di Stato italiani, favorita anche dal collocamento di quelli dedicati ai piccoli risparmiatori e dal rafforzamento della percezione di stabilità politica del Paese tra gli operatori di mercato; il rischio di ridenominazione è sceso di 5 punti base (a 38 punti), al di sotto dei livelli prevalenti prima dello scoppio del conflitto in Ucraina. La volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano si è mantenuta su livelli contenuti e le condizioni di liquidità del mercato dei titoli di Stato sono rimaste favorevoli.

I costi della raccolta obbligazionaria delle banche italiane sono diminuiti

Tra l'inizio di gennaio e la metà di aprile i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane e dell'area dell'euro sono lievemente aumentati (fig. 24.c). I rendimenti delle obbligazioni bancarie italiane sono invece diminuiti (di 12 punti base), riflettendo un calo del premio per il rischio di credito, mentre sono saliti nell'area dell'euro (di 6 punti base).

Figura 24



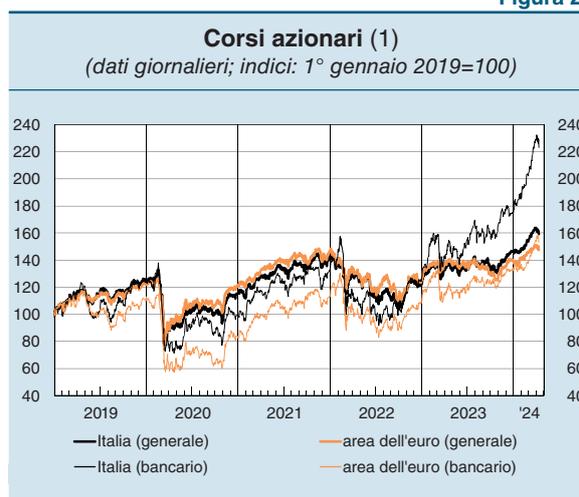
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, ICE Bank of America Merrill Lynch, ICE Data Derivatives UK Ltd e Refinitiv.
 (1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni at the money con scadenza a 1 mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex. – (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).

Nel quarto trimestre dello scorso anno sia le società non finanziarie sia le banche italiane hanno incrementato le emissioni nette di titoli obbligazionari (di 1,1 e di 8,9 miliardi di euro, rispettivamente). Gli intermediari creditizi hanno fortemente aumentato le loro emissioni lorde (di circa 24 miliardi), approfittando della marcata flessione dei costi della raccolta obbligazionaria nell'ultima parte dell'anno. Nei primi tre mesi del 2024, secondo dati preliminari di fonte Bloomberg, le emissioni nette delle società non finanziarie e delle banche sono rimaste sostenute.

Le quotazioni azionarie sono aumentate, soprattutto nel comparto bancario

Dalla prima decade di gennaio le attese di un orientamento meno restrittivo della politica monetaria e la maggiore propensione al rischio degli investitori hanno contribuito al rapido rialzo delle quotazioni delle azioni in Italia e nell'area dell'euro (dell'8 e del 7 per cento, rispettivamente; fig. 25). La loro volatilità implicita è rimasta su livelli contenuti. La crescita dei corsi degli istituti di credito italiani (23 per cento) è stata più accentuata rispetto sia a quella dell'indice generale, sia a quella delle quotazioni delle banche dell'area (14 per cento). Questa tendenza è stata favorita dalla buona redditività del comparto bancario italiano, che nelle aspettative degli operatori proseguirebbe nel corso di quest'anno.

Figura 25



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

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2023 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è stato pari al 7,2 per cento, in calo rispetto al 2022. Il peso del debito sul prodotto è diminuito di circa 3 punti percentuali, al 137,3 per cento, grazie soprattutto al differenziale favorevole fra onere medio del debito e crescita nominale del PIL. Secondo il Documento di economia e finanza 2024 (DEF) a legislazione vigente il rapporto tra disavanzo e prodotto diminuirebbe nei prossimi anni, fino al 2,2 per cento nel 2027; il debito in rapporto al PIL aumenterebbe di 2,5 punti percentuali nel triennio 2024-26, per poi ridursi leggermente nell'anno successivo. Le valutazioni del Governo indicano che alla fine del 2023 l'Italia aveva speso complessivamente circa 46 miliardi di euro per l'attuazione del PNRR, di cui quasi la metà lo scorso anno.

Nel 2023 l'indebitamento netto è diminuito, ma meno di quanto programmato

Nel 2023 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso al 7,2 per cento, dall'8,6 dell'anno precedente¹¹ (tav. 7). Il calo è dovuto alla diminuzione sia del disavanzo primario (di quasi un punto percentuale, al 3,4 per cento del prodotto), sia della spesa per interessi (di mezzo punto percentuale, al 3,8 per cento del PIL), per effetto degli oneri più contenuti sui titoli indicizzati all'inflazione.

¹¹ Rispetto alle stime rilasciate dall'Istat lo scorso settembre, l'indebitamento netto del 2022 è stato rivisto al rialzo di 0,6 punti percentuali del PIL, riflettendo spese in conto capitale sensibilmente più elevate, anche in connessione con il credito di imposta "Transizione 4.0" e con alcuni incentivi per l'edilizia.

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche

VOCI	Miliardi di euro		Variazioni percentuali	
	2022	2023	2022	2023
SPESE				
Redditi da lavoro	187,4	186,5	6,0	-0,5
Consumi intermedi	119,2	122,1	7,7	2,4
Prestazioni sociali in natura	49,8	52,3	4,1	5,2
Prestazioni sociali in denaro	406,9	424,5	2,3	4,3
Interessi passivi	82,9	78,6	30,1	-5,1
Altre spese correnti	96,0	96,0	15,6	-0,0
Spese correnti	942,2	960,0	7,1	1,9
in % del PIL	48,0	46,0		
Spese correnti al netto degli interessi	859,4	881,4	5,3	2,6
in % del PIL	43,8	42,3		
Investimenti (1)	53,1	66,8	1,3	25,9
Altre spese in c/capitale	109,0	119,3	17,2	9,5
Spese in c/capitale	162,0	186,1	11,5	14,8
Totale spese al netto degli interessi	1.021,4	1.067,5	6,2	4,5
in % del PIL	52,0	51,2		
TOTALE SPESE	1.104,3	1.146,1	7,7	3,8
in % del PIL	56,3	55,0		
ENTRATE				
Imposte dirette	291,0	320,8	8,5	10,2
Imposte indirette	279,5	294,7	7,4	5,4
Contributi sociali	261,4	269,2	6,2	3,0
Produzione vendibile e per uso proprio	46,9	49,6	6,8	5,9
Altre entrate correnti	40,4	38,3	10,5	-5,2
Entrate correnti	919,2	972,6	7,5	5,8
in % del PIL	46,8	46,6		
Entrate in c/capitale	17,1	23,9	52,6	39,7
di cui: imposte	1,7	1,6	6,8	-5,8
TOTALE ENTRATE	936,3	996,6	8,1	6,4
in % del PIL	47,7	47,8		
di cui: pressione fiscale	42,5	42,5		
INDEBITAMENTO NETTO	-168,0	-149,5		
in % del PIL	-8,6	-7,2		
Saldo primario	-85,1	-70,9		
in % del PIL	-4,3	-3,4		

Fonte elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Anni 2021-23. PIL e indebitamento delle AP. Prodotto interno lordo, indebitamento netto e saldo primario delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 1° marzo 2024).

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

L'indebitamento netto è comunque sceso meno di quanto programmato nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2023* (NADEF 2023) di settembre¹². In base alle valutazioni del Governo, ciò riflette i maggiori costi del Superbonus¹³.

¹² La Commissione europea nelle sue previsioni autunnali aveva stimato un miglioramento dell'indebitamento netto in linea con la NADEF 2023.

¹³ Alla fine di marzo il Governo ha approvato il DL 39/2024 in materia di agevolazioni fiscali per l'edilizia. In particolare, sono state ulteriormente ristrette le possibilità per fruire dei benefici attraverso lo sconto in fattura o la cessione del credito in luogo della detrazione fiscale.

L'incidenza delle entrate sul PIL è rimasta pressoché stabile; è diminuita quella delle spese

Le entrate complessive sono salite nel 2023 del 6,4 per cento (oltre 60 miliardi di euro), un tasso di crescita di poco superiore a quello del prodotto nominale. Di conseguenza la loro incidenza sul PIL è aumentata solo marginalmente, al 47,8 per cento; la pressione fiscale (ossia il rapporto tra la somma di imposte e contributi e il prodotto) è rimasta invariata, al 42,5 per cento. Tra le entrate correnti sono particolarmente cresciute le imposte dirette, sostenute soprattutto da Irpef e Ires, e quelle indirette, con rialzi significativi delle imposte sull'energia elettrica (anche per effetto della riattivazione degli oneri di sistema) e sugli oli minerali e derivati. L'incremento delle entrate in conto capitale, vicino al 40 per cento, è per lo più riconducibile alle sovvenzioni connesse con l'attuazione del PNRR.

Le uscite al netto degli interessi sono cresciute del 4,5 per cento (circa 46 miliardi); sono scese di 0,8 punti percentuali in rapporto al PIL, al 51,2 per cento (un valore comunque più elevato di 5,8 punti percentuali rispetto alla media del decennio precedente la pandemia). Nel dettaglio, le spese in conto capitale sono salite del 14,8 per cento (circa 24 miliardi); oltre all'aumento dei contributi agli investimenti (influenzati in particolare dal Superbonus) vi ha contribuito l'espansione di quasi il 26 per cento degli investimenti, che hanno raggiunto il 3,2 per cento del prodotto (il livello più alto dal 2009). Le uscite primarie correnti sono salite del 2,6 per cento (circa 22 miliardi), quasi esclusivamente a causa della dinamica accentuata delle prestazioni sociali, in parte indicizzate all'inflazione dell'anno precedente.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è sceso per il terzo anno consecutivo

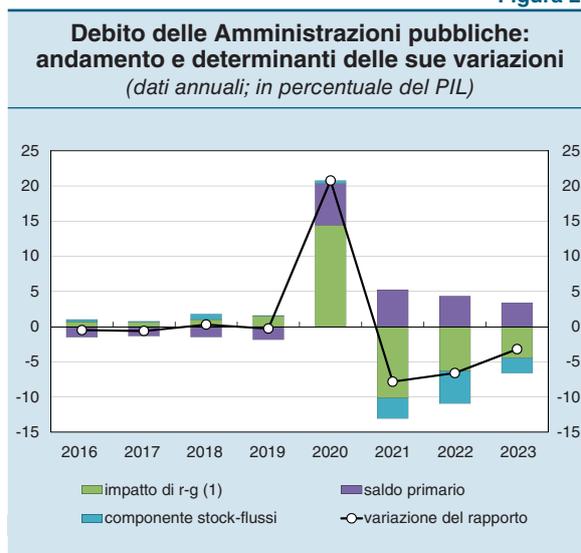
Nel 2023 il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è sceso di 3,2 punti percentuali, al 137,3 per cento¹⁴ (tav. 8), un livello superiore di poco più di 3

punti a quello pre-pandemico. Lo scorso anno il disavanzo primario è stato più che compensato dall'effetto favorevole del differenziale tra la crescita nominale del prodotto (6,2 per cento) e l'onere medio del debito (2,9 per cento), nonché dalla componente stock-flussi (fig. 26). Infatti diversi interventi di bilancio disposti negli ultimi anni (tra cui quelli relativi al Superbonus e al Bonus facciate) sono già contabilizzati per competenza nell'indebitamento netto ma non si sono ancora interamente riflessi sui flussi di cassa.

In termini nominali il debito è aumentato di 105,2 miliardi, risentendo del finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (89,2 miliardi) e dell'accumulo di disponibilità liquide; vi ha contribuito anche la rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione, seppure in misura più contenuta di quanto avvenuto nel 2022.

Alla fine del 2023 la porzione del debito detenuta dalla Banca d'Italia si è collocata al 24,3 per cento (26,1 nel dicembre 2022); le quote detenute da "altri residenti" – soprattutto famiglie e imprese non

Figura 26



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, Istat; per il debito, Banca d'Italia.
(1) Contributo dato dalla differenza tra onere medio del debito (r) e tasso di crescita del PIL a prezzi correnti (g).

¹⁴ Il calo rispetto al 2022 è stato più marcato di quanto programmato dal Governo lo scorso settembre nella NADEF 2023 (circa 1,5 punti percentuali), principalmente per effetto di una crescita più sostenuta del PIL nominale.

Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti
(miliardi di euro)

VOCI	2020	2021	2022	2023
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	163,2	106,4	77,7	105,2
(a) Fabbisogno complessivo	155,8	94,9	46,9	89,2
di cui: sostegno ai paesi UEM	-0,2	-0,4	-1,0	-1,3
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	9,6	5,0	-4,0	6,5
(c) Scarti di emissione (1)	-1,9	6,2	34,6	9,6
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	-0,3	0,2	0,2	0,0
Debito	2.574,2	2.680,6	2.758,2	2.863,4
in % del PIL	155,0	147,1	140,5	137,3

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

finanziarie – e dai non residenti sono state pari rispettivamente al 13,4 e al 27,6 per cento (dal 9,6 e dal 26,7)¹⁵. La vita media residua del debito è risultata di 7,8 anni, come alla fine del 2022.

Nel primo bimestre del 2024 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato di 17,1 miliardi, in aumento di circa 2,6 miliardi rispetto al periodo corrispondente del 2023¹⁶.

Il Governo ha presentato la quarta Relazione sul PNRR...

Secondo la quarta Relazione sullo stato di attuazione del PNRR, presentata dal Governo in febbraio, alla fine dello scorso anno l'Italia aveva speso per la realizzazione del Piano 45,7 miliardi¹⁷, di cui quasi la metà nel 2023. I capitoli di spesa più rilevanti hanno riguardato: (a) gli oneri per l'efficientamento energetico legati al Superbonus (quasi 14 miliardi); (b) vari crediti di imposta per gli investimenti delle imprese (circa 13 miliardi); (c) alcune opere di competenza del Ministero delle Infrastrutture e dei trasporti e del Ministero dell'Istruzione e del merito (oltre 9 miliardi), connesse in particolare con infrastrutture ferroviarie ed edilizia scolastica.

Il 25 gennaio di quest'anno è stato effettuato dalla Commissione europea il versamento del prefinanziamento relativo al programma europeo *REPowerEU* (circa 550 milioni), portando a oltre 102 miliardi il totale delle risorse ricevute dal nostro paese.

... ha ceduto ulteriori quote di Banca Monte dei Paschi di Siena...

Lo scorso 26 marzo il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) ha ceduto a investitori istituzionali italiani ed esteri il 12,5 per cento del capitale sociale di Banca Monte dei Paschi di Siena, per un controvalore di circa 650 milioni di euro; di conseguenza la partecipazione detenuta dal MEF nel capitale della banca è scesa appena al di sotto del 27 per cento. Questa operazione segue la prima cessione di quote avvenuta nel novembre 2023 (cfr. il paragrafo 2.9 in *Bollettino economico*, 1, 2024).

... e ha approvato il Documento di economia e finanza 2024

Lo scorso 9 aprile il Governo ha approvato il DEF che – in considerazione della riforma in corso delle regole di bilancio europee (cfr. il paragrafo 1.2) – presenta l'andamento dei conti pubblici esclusivamente nel quadro tendenziale. La definizione di nuovi programmi è rimandata al momento dell'elaborazione del

¹⁵ La quota del debito detenuta dalle "altre istituzioni finanziarie monetarie residenti" è scesa al 22,7 per cento (dal 25); quella detenuta dalle "altre istituzioni finanziarie residenti" è diminuita di 0,6 punti percentuali, al 12,1 per cento.

¹⁶ A marzo il fabbisogno del settore statale è stato poco più di 29 miliardi, un valore inferiore di quasi 3 miliardi a quello del corrispondente mese del 2023.

¹⁷ Circa 2,7 miliardi rappresentano spese relative a misure che non fanno più parte del PNRR, a seguito della revisione complessiva del Piano italiano approvata dal Consiglio della UE lo scorso 8 dicembre (cfr. il paragrafo 2.9 in *Bollettino economico*, 1, 2024).

Piano strutturale di bilancio a medio termine, da presentare alla Commissione europea al più tardi il prossimo 20 settembre¹⁸. A legislazione vigente l'indebitamento netto sarebbe pari al 4,3 per cento del PIL nell'anno in corso e scenderebbe gradualmente nel triennio successivo, collocandosi al 3,0 per cento nel 2026 e al 2,2 nel 2027. Anche per effetto dei riflessi di cassa dei crediti di imposta per l'edilizia maturati negli scorsi anni, l'incidenza del debito sul prodotto aumenterebbe di 2,5 punti nel complesso del triennio 2024-26, per poi ridursi marginalmente nel 2027, al 139,6 per cento.

¹⁸ *Indagine conoscitiva sulle prospettive di riforma delle procedure di programmazione economica e finanziaria e di bilancio in relazione alla riforma della governance economica europea*, memoria della Banca d'Italia, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 9 aprile 2024.

