



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2023

2 | 2023



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2023
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, 2023

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

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

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Guido Bulligan e Filippo Vergara Caffarelli (coordinamento), Gaetano Basso, Lorenzo Braccini, Flavia Corneli, Emanuele Dicarlo, Marco Fruzzetti, Alessandro Modica, Maria Lisa Rodano, Enrico Tosti

Daniela Falcone, Fabrizio Martello e Marco Paciucci (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Luisa Carpinelli, Simone Emiliozzi, Marco Flaccadoro, Andrea Gazzani, Giacomo Manzelli

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 31 marzo 2023, 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	12
1.3 I mercati finanziari internazionali	16
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	19
2.2 Le imprese	20
2.3 Le famiglie	24
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	25
2.5 Il mercato del lavoro	28
2.6 La dinamica dei prezzi	30
2.7 Le banche	32
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 La finanza pubblica	39

INDICE DEI RIQUADRI

Le sanzioni nei confronti del settore petrolifero russo	9
I rincari energetici e le recenti dinamiche dei prezzi e della produzione nella manifattura italiana	20
Le tensioni sui mercati bancari internazionali e la situazione degli intermediari italiani	34

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

SINTESI

Nel 2023 l'economia mondiale rallenterebbe, ma meno di quanto previsto lo scorso autunno

Nei primi mesi dell'anno sono proseguite la debolezza dell'economia mondiale e quella del commercio internazionale, connesse con la perdurante incertezza geopolitica e con la persistenza dell'inflazione su livelli elevati nelle principali economie avanzate. Le istituzioni internazionali confermano la prospettiva di un rallentamento del PIL globale per l'anno in corso, seppure meno pronunciato di quanto stimato nell'autunno del 2022. Il prezzo del petrolio, in discesa a marzo, è risalito nei primi giorni di aprile, a seguito dell'annuncio del taglio della produzione da parte dei paesi OPEC. In Europa le quotazioni del gas naturale hanno registrato un'ulteriore diminuzione, favorita dai consistenti stoccaggi e dalle temperature miti.

Prosegue la restrizione monetaria nelle principali economie avanzate e sono emerse tensioni sui mercati internazionali

Nelle riunioni di febbraio e di marzo la Federal Reserve e la Bank of England hanno deliberato nuovi incrementi dei tassi di interesse di riferimento. Dalla metà di gennaio le condizioni sui mercati finanziari internazionali erano peggiorate, risentendo delle attese di rialzi dei tassi di policy più consistenti e prolungati; dalla fine della prima decade di marzo il dissesto di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera ha portato a un repentino aumento dell'avversione al rischio e della volatilità.

Nell'area dell'euro l'attività cresce debolmente e l'inflazione diminuisce, ma sale la componente di fondo

L'attività economica dell'area dell'euro sarebbe tornata a crescere, pur lievemente, all'inizio dell'anno. Si sono contratti i prestiti alle imprese. L'inflazione al consumo è diminuita ulteriormente a causa del forte calo della componente energetica; quella alimentare e quella di fondo sono

però ancora aumentate, confermandosi su valori alti. Si riducono le attese di inflazione di famiglie e imprese; quelle a medio-lungo termine desunte dai mercati finanziari restano in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. La dinamica retributiva, sostenuta dalla robusta crescita dell'occupazione, si sta rafforzando.

La BCE ha nuovamente alzato i tassi ufficiali

Il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato i tassi ufficiali di 50 punti base sia nella riunione di febbraio sia in quella di marzo, portando al 3,0 per cento il tasso di riferimento. Ha inoltre comunicato che l'elevato livello di incertezza accresce l'importanza di adottare le decisioni di volta in volta e sulla base dei dati che si renderanno disponibili. In marzo il Consiglio ha avviato la riduzione del portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie (APP).

Nel primo trimestre del 2023 il PIL dell'Italia sarebbe cresciuto lievemente

Secondo i nostri modelli, in Italia l'attività economica sarebbe leggermente aumentata nel primo trimestre del 2023, sostenuta dal settore manifatturiero, il quale beneficia della discesa dei corsi energetici e dell'allentamento delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento. La spesa delle famiglie sarebbe rimasta debole, a fronte di un'inflazione ancora alta. Proseguirebbe invece l'accumulazione di capitale. Le imprese intervistate tra febbraio e marzo nell'ambito delle indagini della Banca d'Italia segnalano che le condizioni per investire sono divenute meno sfavorevoli.

Le vendite all'estero aumentano e il saldo di conto corrente è tornato positivo

La dinamica delle esportazioni italiane, rafforzatasi nell'ultimo trimestre dello scorso anno, si è mantenuta positiva all'inizio del 2023. Il conto corrente è tornato in attivo alla fine del 2022, riflettendo il forte calo dei prezzi delle materie prime energetiche.

L'occupazione continua a salire e la dinamica salariale si conferma moderata

L'occupazione è aumentata nel quarto trimestre del 2022 e la domanda di lavoro sarebbe nuovamente cresciuta nei primi mesi dell'anno in corso, nonostante la debolezza del quadro congiunturale. Le retribuzioni non manifestano nel complesso segnali di decisa accelerazione; i margini di profitto delle imprese sono aumentati lievemente.

Il calo dell'inflazione è trainato dalla componente energetica, mentre quella di fondo rimane elevata

Nella media del primo trimestre l'inflazione è diminuita (all'8,2 per cento in marzo), ma la componente di fondo è cresciuta, risentendo ancora della trasmissione ai prezzi finali dei maggiori costi connessi con gli shock energetici.

I prestiti bancari diminuiscono marcatamente; le condizioni finanziarie risentono delle tensioni sui mercati internazionali

Il rialzo dei tassi ufficiali continua a trasferirsi al costo del credito. I prestiti bancari si sono contratti tra novembre e febbraio, in particolare quelli verso le imprese, per effetto della debolezza della domanda e di criteri di

offerta più stringenti. Dalla metà di gennaio le condizioni dei mercati finanziari sono peggiorate anche in Italia, riflettendo gli stessi fattori che hanno condizionato gli andamenti internazionali. In marzo le difficoltà di alcuni intermediari negli Stati Uniti e in Svizzera hanno determinato pressioni al ribasso sui corsi azionari, soprattutto nel comparto finanziario. Le banche dell'area dell'euro, comprese quelle italiane, si trovano in una condizione nettamente migliore di quella osservata in occasione di passati episodi di crisi, grazie all'alta patrimonializzazione, all'abbondante liquidità e a una redditività in forte recupero.

Nel 2022 sono migliorati i conti pubblici

Lo scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è diminuito di un punto percentuale, all'8,0 per cento. Il peso del debito sul PIL si è significativamente ridotto, anche per effetto della dinamica favorevole del differenziale fra onere medio del debito e crescita nominale del prodotto. La riclassificazione statistica di alcuni crediti di imposta relativi al comparto edilizio determina una diversa ripartizione temporale del costo di questi benefici fiscali, ma non ne altera la dimensione complessiva e l'impatto sul debito.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

A oltre un anno dall'invasione dell'Ucraina, l'economia globale continua a risentire di un'elevata incertezza, che incide sulla volatilità dei prezzi delle materie prime e frena l'attività produttiva e il commercio internazionale. L'orientamento delle politiche monetarie, volto a contrastare l'inflazione ancora sostenuta, rimane restrittivo. Nei primi mesi di quest'anno gli indicatori disponibili segnalano un ritmo di crescita contenuto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre in Cina l'attività prende nuovo slancio dopo l'abbandono della Zero-Covid policy. Per il 2023 le istituzioni internazionali prefigurano un rallentamento della crescita mondiale, seppure meno intenso rispetto alle previsioni formulate lo scorso autunno. L'incertezza sulle prospettive globali è accentuata dalle possibili ripercussioni dei recenti episodi di dissesto bancario.

Nel quarto trimestre del 2022 il PIL ha rallentato negli Stati Uniti e in Cina

L'attività economica globale si è indebolita nel quarto trimestre. Il prodotto ha rallentato negli Stati Uniti e in Cina (tav. 1); ha pressoché ristagnato in Giappone e nel Regno Unito. In Russia nel 2022 il PIL, che prima del conflitto si stimava sarebbe cresciuto di quasi il 3 per cento, secondo l'istituto di statistica nazionale si è invece contratto del 2,1 per cento.

All'inizio dell'anno il ciclo economico globale è ancora debole...

Nei primi mesi del 2023 gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) delle imprese manifatturiere sono rimasti sotto la soglia di espansione nelle principali economie avanzate (fig. 1). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito a questa debolezza si contrappone il miglioramento

Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita dei singoli paesi, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e per tutte le previsioni, OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, marzo 2023.

(1) Punti percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2022. – (2) Dati trimestrali; per Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. –

(3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

dei PMI dei servizi, saliti oltre tale livello. In Cina il PMI manifatturiero si è portato al di sopra della soglia di espansione; dopo l'abbandono delle politiche di contenimento della pandemia l'attività è in ripresa, anche grazie alle misure di sostegno all'economia, in particolare al settore immobiliare. In India le prospettive di una forte crescita nel 2023 sono confermate dall'andamento dell'indice PMI della manifattura.

... così come il commercio mondiale

I flussi commerciali si sono contratti nel quarto trimestre del 2022, segnando il primo calo dalla metà del 2020; secondo le indicazioni più recenti provenienti dagli indici PMI globali sugli ordinativi esteri nella manifattura, il commercio mondiale sarebbe rimasto debole nel primo trimestre del 2023. Le nostre stime prefigurano un forte rallentamento degli scambi internazionali nell'anno in corso, all'1,8 per cento, dopo una crescita del 5,4 nel 2022.

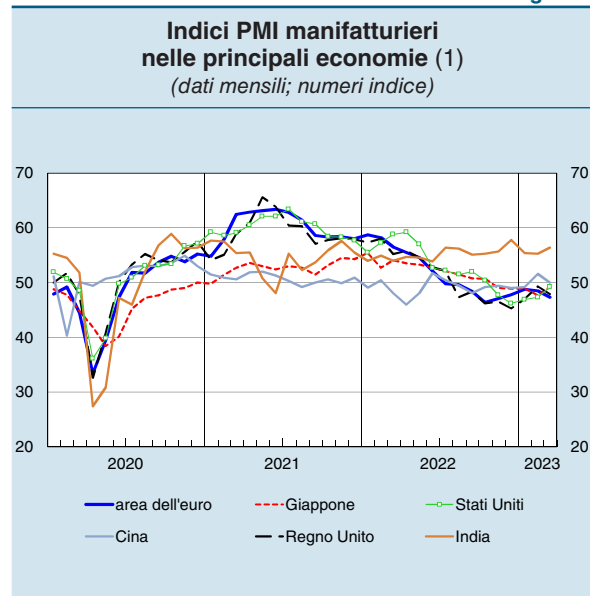
La discesa dell'inflazione prosegue negli Stati Uniti e si arresta nel Regno Unito

Nei primi due mesi dell'anno negli Stati Uniti l'inflazione al consumo si è ulteriormente ridotta, beneficiando del calo nelle componenti più volatili (fig. 2); la flessione dell'inflazione di fondo è stata tuttavia più contenuta. In febbraio la dinamica dei prezzi è tornata invece a salire nel Regno Unito, sospinta dalla componente di fondo. In Giappone l'inflazione, dopo essersi portata a gennaio su valori elevati, è scesa per effetto degli interventi governativi a sostegno dei consumi energetici di famiglie e imprese.

Nel 2023 l'economia globale rallenterebbe meno di quanto previsto

Nell'anno in corso l'economia mondiale frenerebbe, anche se meno di quanto atteso in autunno. Secondo le previsioni pubblicate in marzo dall'OCSE, la crescita del PIL globale, rivista al rialzo di 0,4 punti percentuali rispetto a quattro mesi fa, si collocherebbe al 2,6 per cento nella media del 2023 (dal 3,2 del 2022). Permane il rischio di andamenti meno favorevoli, legato alla prosecuzione della guerra in Ucraina, al protrarsi di elevati livelli di inflazione e al conseguente orientamento restrittivo delle politiche monetarie nelle maggiori economie, nonché alle ripercussioni sulle condizioni finanziarie globali dei recenti dissesti bancari negli Stati Uniti e in Svizzera.

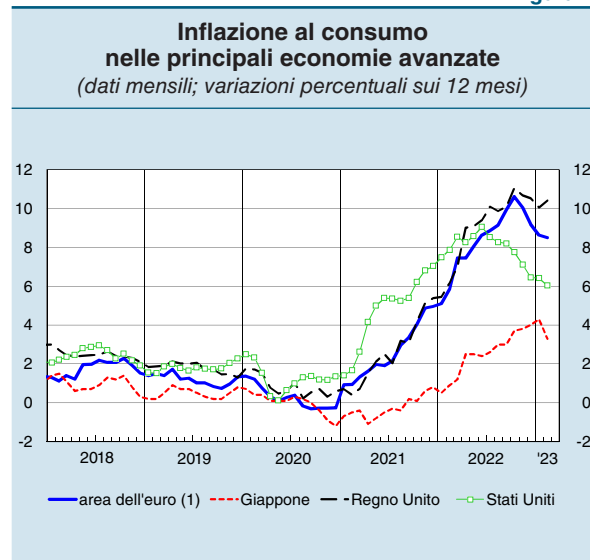
Figura 1



Fonte: Markit e Refinitiv.

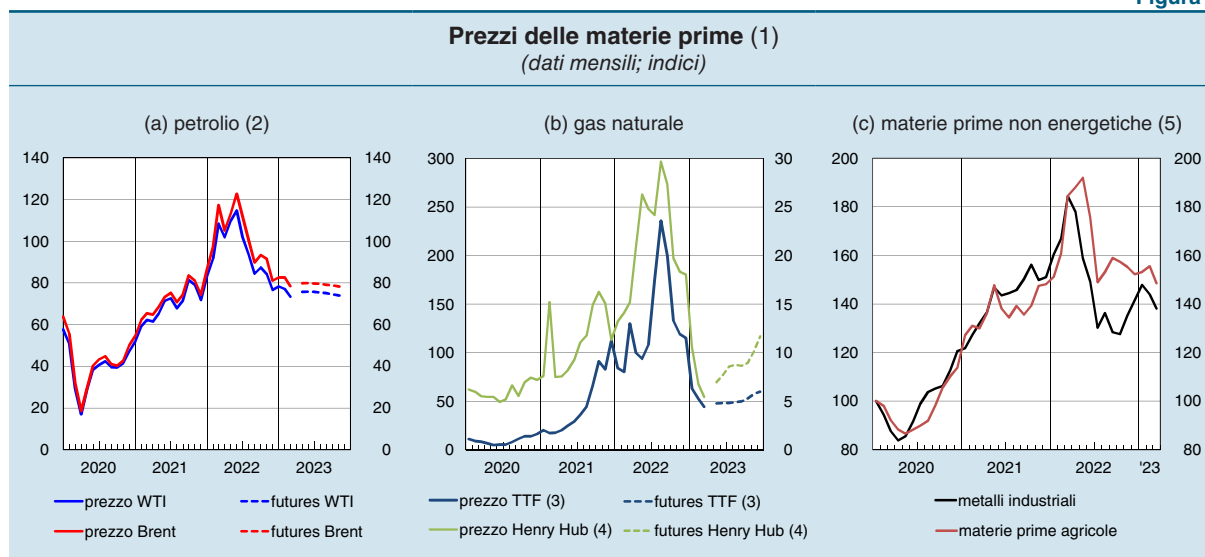
(1) Indici PMI relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Il valore 50 rappresenta la soglia compatibile con l'espansione nel comparto.

Figura 2



Fonte: Refinitiv.

(1) Per l'area dell'euro indice armonizzato dei prezzi al consumo.



Fonte: per i prezzi di petrolio e gas naturale, Refinitiv; per le materie prime non energetiche, Standard & Poor's.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a marzo 2023. Per i prezzi dei futures, quotazioni del 31 marzo 2023. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. Prezzo del gas scambiato sul mercato Title Transfer Facility (TTF), nei Paesi Bassi. – (4) Euro per megawattora. Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra. – (5) Indici: gennaio 2020=100.

Aumenta la volatilità delle quotazioni del petrolio

Dopo essere rimasti stabili nel primo bimestre dell'anno, i corsi del petrolio (qualità Brent) sono scesi in marzo (fig. 3.a), anche a seguito delle recenti turbolenze finanziarie (cfr. il par. 1.3), per poi risalire all'inizio di aprile dopo l'annuncio da parte dei paesi OPEC di un taglio della produzione di oltre un milione di barili al giorno, a partire da maggio fino al termine dell'anno. Le sanzioni nei confronti del settore petrolifero russo introdotte dall'Unione europea e dal G7 hanno determinato una forte ricomposizione geografica dei flussi commerciali internazionali, senza tuttavia generare una contrazione dell'offerta globale (cfr. il riquadro: *Le sanzioni nei confronti del settore petrolifero russo*).

LE SANZIONI NEI CONFRONTI DEL SETTORE PETROLIFERO RUSSO

Negli ultimi quattro mesi l'Unione europea e il G7 hanno attuato ulteriori misure sanzionatorie verso la Russia, che si sono rivelate efficaci nel ridurre i proventi delle esportazioni di petrolio¹ (greggio e prodotti raffinati), evitando al contempo tensioni sull'offerta globale e forti rialzi dei prezzi. Nel secondo semestre del 2022 per la Russia si è avviata una fase di progressiva flessione delle entrate connesse con il petrolio, che ha riflesso il calo dei corsi internazionali e la crescente difficoltà per il paese a vendere i propri prodotti su mercati alternativi. Nei primi mesi del 2023 sono emerse alcune evidenze che tali difficoltà si siano acuite.

Il 5 dicembre 2022 sono entrati in vigore l'embargo dei paesi della UE sull'importazione di greggio dalla Russia e il divieto per le società dei paesi sanzionanti – concordato nell'ambito del G7 – di fornire servizi assicurativi o di trasporto per le esportazioni marittime di greggio russo a un prezzo superiore a una data soglia, al momento fissata a 60 dollari al barile²; il 5 febbraio sono entrate in vigore misure

¹ Nel marzo del 2022 gli Stati Uniti e l'Australia avevano messo in atto un embargo totale nei confronti del petrolio russo; il Regno Unito, che aveva già sospeso di fatto le importazioni dalla Russia, ha ufficializzato il provvedimento lo scorso dicembre.

² L'embargo della UE riguarda solo il greggio trasportato via mare e non quello consegnato attraverso l'importante oleodotto Druzhba, da cui continuano ad approvvigionarsi alcuni paesi, tra i quali la Repubblica Ceca, la Slovacchia e l'Ungheria.

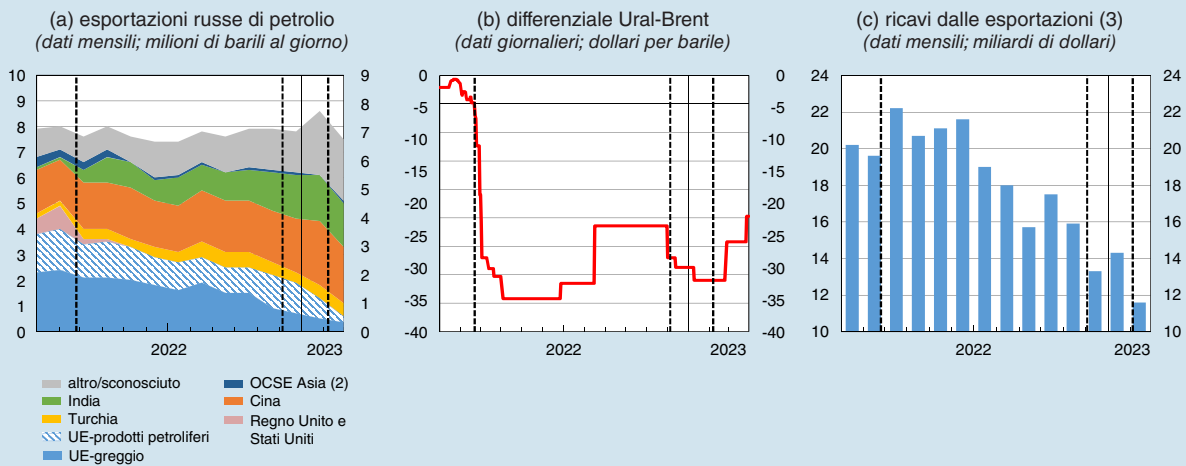
analoghe per i derivati petroliferi, che stabiliscono un tetto pari a 100 dollari al barile per le categorie di beni cosiddette “premium”, quotate a prezzi più alti rispetto al greggio (ad es. il gasolio, il cherosene e la benzina), e pari a 45 dollari per gli altri prodotti (ad es. la nafta). I tetti di prezzo previsti da queste sanzioni saranno rivisti a seconda delle condizioni di mercato.

Sin dallo scoppio della guerra e in seguito all’annuncio delle prime misure restrittive, le esportazioni petrolifere russe, seppure stabili rispetto ai livelli precedenti al conflitto, hanno subito una ricomposizione geografica, che si è intensificata negli ultimi mesi con l’adozione delle sanzioni mirate a greggio e derivati. La vendita di questi beni alla UE è scesa a 0,60 milioni di barili al giorno (di cui 0,35 milioni di greggio e 0,25 di derivati) nel febbraio 2023, da una media nel 2021 di 4 milioni (pari al 46 per cento del totale delle esportazioni russe; figura, pannello a). Nei paesi della UE i minori afflussi dalla Russia sono stati compensati con maggiori forniture di greggio da Stati Uniti, Medio Oriente e Africa, e di prodotti derivati da Stati Uniti, India e Cina. A fronte della riduzione delle esportazioni verso la UE, la Russia ha aumentato quelle verso altre destinazioni, soprattutto asiatiche (India, Cina e, in minor quantità, Turchia).

Il prezzo del Brent, la qualità di riferimento del greggio sul mercato europeo, ha risentito marginalmente dell’introduzione delle sanzioni; si è invece ancora ampliato il differenziale tra il prezzo del greggio Ural – la principale qualità esportata dalla Russia – e quello del Brent: all’inizio di aprile il differenziale si collocava a 22 dollari al barile, da 23 a novembre 2022 (figura, pannello b). Va peraltro notato che si è ridotta l’attendibilità dei dati di prezzo e di quantità relativi alle esportazioni di petrolio dalla Russia, a causa dell’opacità delle transazioni³.

Figura

Sanzioni sul petrolio russo: quantità esportate, differenziale Ural-Brent e ricavi dalle esportazioni (1)



³ Gli scambi avvengono spesso in mare aperto con trasferimenti tra petroliere che sfuggono ai sistemi di rilevazione satellitare o che non forniscono informazioni sulla propria destinazione (cfr. ad es. T. Babina, B. Hilgenstock, O. Itskhoki, M. Mironov e E. Ribakova, *Assessing the impact of international sanctions on Russian oil exports*, CEPR Discussion Paper, 17957, 2023).

Nel complesso del 2022 e nei primi mesi del 2023 la produzione petrolifera russa non ha segnato un calo marcato, grazie al reindirizzamento delle esportazioni verso destinazioni extraeuropee, in special modo quelle asiatiche. Tuttavia, secondo la *International Energy Agency* (IEA), in febbraio sono emersi segnali che potrebbero riflettere l'impatto delle misure sanzionatorie, in particolare legati all'embargo della UE sui prodotti petroliferi, meno fungibili del greggio su mercati alternativi⁴: le esportazioni russe di greggio sono scese del 6 per cento rispetto al mese precedente e il governo ha annunciato in febbraio la volontà di ridurre la produzione per circa il 5 per cento in marzo. Successivamente, all'inizio di aprile il taglio è stato esteso ai restanti mesi dell'anno.

Inoltre secondo la IEA, in febbraio i ricavi dalle esportazioni di petrolio russo sarebbero scesi di più del 40 per cento sul periodo corrispondente del 2022, portandosi a 11,6 miliardi di dollari (figura, pannello c). La diminuzione si è riflessa anche sulle entrate fiscali della Russia derivanti dalle transazioni petrolifere⁵, che, nonostante una revisione delle regole che ha aumentato la tassazione già nel gennaio 2023, si sono ridotte su base annua del 55 per cento. Per contrastare questo calo il governo ha rivisto ulteriormente le modalità di calcolo delle tasse sulla produzione e sull'esportazione di petrolio che, a partire dall'inizio di aprile, sono legate al prezzo del Brent e non più a quello dell'Ural.

In prospettiva, il venire meno dell'accesso alle tecnologie e ai beni strumentali per l'estrazione petrolifera, in conseguenza delle sanzioni approvate nel corso del 2022 (cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale*, in *Bollettino economico*, 2, 2022), potrebbe ulteriormente ridurre la capacità produttiva russa.

⁴ Nel 2021 il mercato europeo incideva per il 43 per cento del totale delle esportazioni di prodotti petroliferi della Russia, richiedendo soprattutto tipologie di elevata qualità. Al contrario la domanda dei mercati alternativi, come quello sudamericano, è tradizionalmente rivolta a prodotti di qualità inferiore. Le altre potenziali destinazioni, come Cina e India, sono già dotate di una rilevante industria nazionale di raffinazione. Le esportazioni sono inoltre condizionate dalla scarsità di navi dedicate al trasporto dei prodotti petroliferi.

⁵ Nel 2022 le entrate fiscali derivanti dalle transazioni petrolifere rappresentavano il 29 per cento del gettito totale della Russia.

Il prezzo del gas naturale in Europa ha continuato a flettere

Dalla metà di gennaio il prezzo del gas naturale di riferimento per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) ha continuato a scendere, portandosi intorno ai 45 euro per megawattora (fig. 3.b). Vi hanno inciso l'ampio livello degli stoccaggi, le temperature miti che hanno contenuto la domanda delle famiglie, l'andamento ancora moderato dei consumi industriali. Anche i futures sul TTF per le consegne nel prossimo inverno hanno segnato una netta flessione, grazie alla migliore diversificazione delle fonti di approvvigionamento conseguita dai paesi europei nei mesi scorsi. Tuttavia la prospettiva di una ripresa della domanda asiatica, per i suoi effetti sulla disponibilità globale di gas naturale liquefatto, contribuisce a mantenere i prezzi su livelli storicamente elevati. Questa stessa prospettiva ha sospinto anche le quotazioni dei metalli industriali (fig. 3.c).

Prosegue il ciclo monetario restrittivo negli Stati Uniti e nel Regno Unito

La Federal Reserve ha ridotto ulteriormente a 25 punti base il ritmo di aumento dei tassi di riferimento a febbraio e a marzo, portando l'intervallo obiettivo sui federal funds tra il 4,75 e il 5 per cento; nell'ultima riunione ha rivisto in senso meno restrittivo il messaggio sui possibili futuri aumenti dei tassi, sottolineando che i recenti dissesti bancari potrebbero indurre un irrigidimento delle condizioni del credito il cui effetto sull'attività economica è ancora difficile da valutare (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati bancari internazionali e la situazione degli intermediari italiani* del capitolo 2). Nello stesso periodo anche la Bank of England ha moderato l'entità dei rialzi, aumentando complessivamente di 75 punti base il tasso di riferimento, al 4,25 per cento. La Banca del Giappone ha invece mantenuto invariato e negativo il tasso ufficiale.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Dopo una prolungata fase di crescita, nell'ultimo trimestre dello scorso anno il PIL dell'area dell'euro ha ristagnato. Gli indicatori disponibili suggeriscono una lieve espansione dell'attività nei primi mesi del 2023. È proseguito il calo dell'inflazione al consumo, guidato dalla componente energetica; è ancora cresciuta quella di fondo, che già si collocava sui livelli massimi. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ulteriormente aumentato i tassi di interesse ufficiali, segnalando che l'elevato livello di incertezza accresce l'importanza di adottare le decisioni future di volta in volta e sulla base dei dati che si renderanno disponibili. È stato approvato il programma dell'Unione europea per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e accelerare la transizione verde (REPowerEU).

Alla fine dello scorso anno la crescita del prodotto si è annullata...

Nel quarto trimestre del 2022 la crescita del PIL nell'area dell'euro è stata nulla in termini congiunturali (da 0,4 nel periodo precedente; tav. 2). I consumi delle famiglie e gli investimenti fissi lordi sono diminuiti (-0,9 e -3,6 per cento, rispettivamente) mentre la domanda estera netta ha contribuito alla dinamica del prodotto per un punto percentuale, a causa di un calo delle importazioni e di una sostanziale stazionarietà delle esportazioni. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto si è mantenuto invariato nell'industria in senso stretto, mentre si è ridotto di poco nei servizi e nelle costruzioni. Il prodotto è cresciuto in Spagna, ha ristagnato in Francia e in Italia ed è diminuito in Germania.

... ma è tornata lievemente positiva nel primo trimestre

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che nel primo trimestre di quest'anno il PIL dell'area dell'euro sia tornato a crescere, pur lievemente. L'indice PMI manifatturiero ha continuato a segnalare una diminuzione della produzione, seppure con intensità appena minore rispetto al trimestre precedente; tra i maggiori paesi, il livello dell'indice si è riportato su valori compatibili con un'espansione in Italia e in Spagna. Il quadro è più favorevole nei servizi, dove i PMI si sono collocati sopra la soglia di espansione. Anche il clima di fiducia dei consumatori è ulteriormente migliorato, sospinto principalmente dalle attese sulla situazione economica generale. L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del prodotto al netto delle componenti più erratiche, in marzo si è mantenuto su livelli leggermente negativi (fig. 4).

Tavola 2

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2022	2022 3° trim. (1)	2022 4° trim. (1)	2023 marzo (2)
Francia	2,6	0,2	0,1	(6,6)
Germania	1,8	0,5	-0,4	(7,8)
Italia	3,7	0,4	-0,1	(8,2)
Spagna	5,5	0,2	0,2	(3,1)
Area dell'euro	3,5	0,4	0,0	(6,9)

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

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

Figura 4

Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro
(dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

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

Le stime del PIL sono state riviste leggermente al rialzo per il 2023

Le proiezioni degli esperti della BCE, diffuse in marzo¹ ed elaborate prima delle tensioni finanziarie legate al dissesto di alcune banche internazionali, indicano un rallentamento del prodotto nel 2023 (all'1,0 per cento, dal 3,5 dello scorso anno), cui seguirebbe un'accelerazione nel biennio 2024-25 (all'1,6 per cento in ciascuno dei due anni). Nel confronto con lo scorso dicembre, le stime per il 2023 sono state riviste al rialzo di 0,5 punti percentuali, per effetto sia del calo delle quotazioni energetiche sia della maggiore tenuta dell'economia negli ultimi mesi; le stime del PIL per il 2024-25 sono state invece riviste al ribasso (in media di circa 0,3 punti), risentendo soprattutto dell'impatto della restrizione della politica monetaria.

La componente energetica guida il calo dell'inflazione, ma quella di fondo è cresciuta

In marzo l'inflazione al consumo, valutata sui dodici mesi, è scesa per il quinto mese consecutivo, al 6,9 per cento (fig. 5), riflettendo il forte rallentamento dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione dei beni alimentari è aumentata (al 15,4 per cento). Anche la componente di fondo ha continuato a crescere, al 5,7 per cento (dal 5,6 in febbraio), sostenuta dall'accelerazione dei prezzi dei servizi.

La trasmissione dell'inflazione ai salari resta limitata

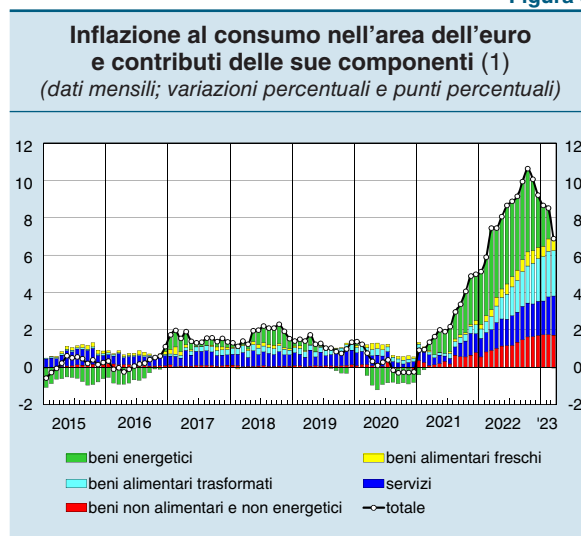
Nel quarto trimestre le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro sono cresciute del 2,9 per cento su base annua, come nel terzo². Nello stesso periodo le retribuzioni di fatto orarie hanno accelerato al 4,8 per cento. Nonostante la dinamica salariale si stia rafforzando³ e in alcuni paesi le richieste sindacali di aumenti in fase di rinnovo contrattuale siano consistenti, nel complesso dell'area i rischi di una spirale al rialzo tra salari e prezzi rimangono contenuti. Nello scorcio del 2022 la quota di profitti delle imprese (definita come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto) è cresciuta in tutti i maggiori paesi, superando i livelli pre-pandemici in Germania, in Italia e in Spagna.

L'allentamento delle pressioni all'origine diverse dal costo del lavoro è proseguito nei primi mesi dell'anno: in febbraio l'inflazione alla produzione dei beni venduti sul mercato interno è scesa (al 13,2 per cento sui dodici mesi).

Le proiezioni di inflazione sono state riviste al ribasso, ma la componente di fondo risulterebbe più elevata nel 2023

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in marzo, nello scenario di base l'inflazione al consumo nell'area si ridurrebbe, dall'8,4 per cento nella media del 2022, rispettivamente al 5,3 nell'anno in corso, al 2,9 nel 2024 e al 2,1 nel 2025. Nel confronto con lo scorso dicembre, tali proiezioni risultano inferiori di circa 0,8 punti percentuali nella media del biennio 2023-24, per effetto delle minori pressioni sui prezzi dei beni energetici, e di

Figura 5



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

¹ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, marzo 2023.

² Questo dato include i pagamenti a tantum che, per la loro natura temporanea, sostengono il reddito dei lavoratori senza incidere direttamente sulle tendenze di medio periodo del costo del lavoro.

³ Sulla dinamica salariale incidono sia gli incrementi del salario minimo decisi in Germania, Paesi Bassi e Spagna tra l'autunno e l'inizio di quest'anno, sia i meccanismi di indicizzazione all'inflazione presenti in Belgio e, sui salari minimi, in Francia.

0,2 punti nel 2025, principalmente per un apprezzamento del tasso di cambio. L'inflazione di fondo, prevista in lieve aumento quest'anno, al 4,6 per cento, scenderebbe al 2,5 nel 2024 e al 2,2 nel 2025; il profilo previsivo è stato rivisto al rialzo per il 2023, a fronte di pressioni salariali più forti, e al ribasso per gli anni successivi, riflettendo il graduale impatto della politica monetaria restrittiva sulla domanda.

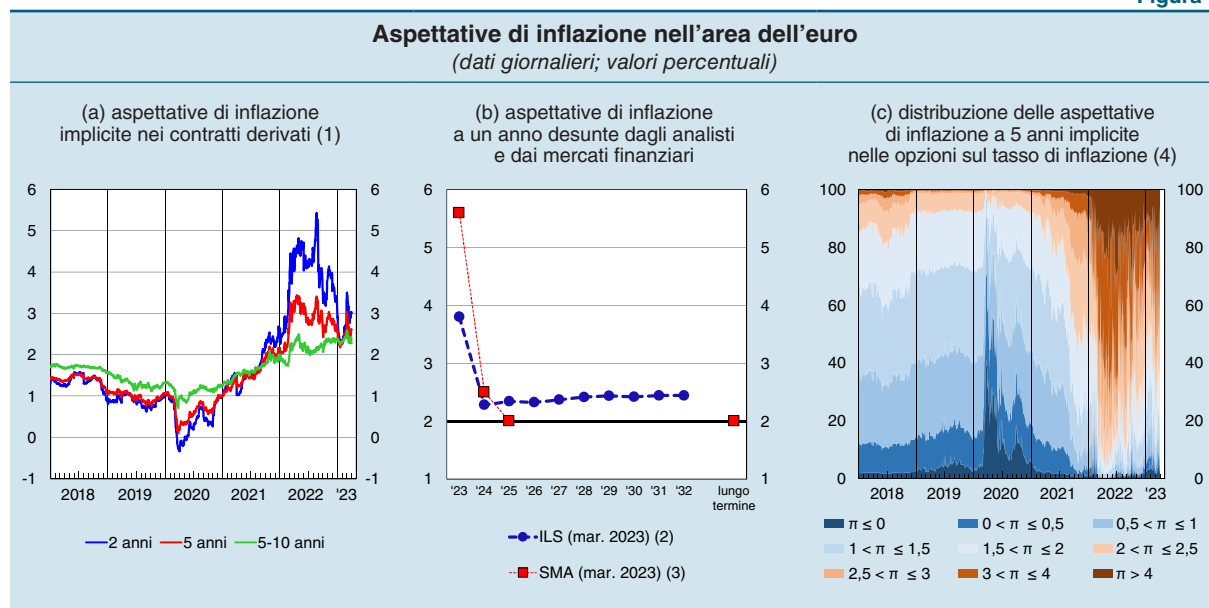
Le aspettative di inflazione di famiglie e imprese sono in attenuazione...

Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in febbraio la mediana delle aspettative delle famiglie sull'inflazione a tre anni è scesa marcatamente (al 2,4 per cento, dal 3,0 in dicembre). Secondo le indagini della Commissione europea, nella media del primo trimestre le attese delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo nei successivi dodici mesi si sono di nuovo ridotte, portandosi sui livelli precedenti la fase di forte rialzo dei prezzi. Per le imprese si sono attenuate le intenzioni di aumento dei propri listini nei tre mesi seguenti.

... e quelle a lungo termine desunte dai mercati rimangono in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi

Tra la metà di gennaio e la fine di marzo i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS), una misura di mercato finanziario delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, sono aumentati marcatamente sugli orizzonti a due e cinque anni, rispettivamente al 3,0 e al 2,6 per cento (fig. 6.a). Sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti i rendimenti degli ILS sono risultati pari al 2,3 per cento; tuttavia, valutati al netto delle stime del premio per il rischio di inflazione, sono rimasti intorno al 2 per cento, in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi⁴. Gli operatori intervistati nella *Survey of Monetary Analysts* (SMA), condotta dalla BCE tra il 27 febbraio e il 2 marzo, stimano

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. – (2) Tassi di inflazione attesi a un anno impliciti negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati nell'ambito della SMA condotta dalla BCE tra il 27 febbraio e il 2 marzo 2023. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

⁴ Per dettagli sulla metodologia, 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.

che l'inflazione ritornerà su valori prossimi al 2 per cento a inizio 2025 (fig. 6.b). La probabilità desunta dai prezzi delle opzioni che l'inflazione risulti compresa tra l'1,5 e il 2,5 per cento in media nei prossimi cinque anni è diminuita (al 29 per cento, dal 38); è invece aumentata la probabilità di una dinamica dei prezzi superiore al 2,5 per cento (al 48 per cento, dal 32; fig. 6.c).

Il Consiglio direttivo della BCE ha ulteriormente inasprito le condizioni monetarie

Il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato di 0,5 punti percentuali i tassi di interesse ufficiali sia nella riunione di febbraio sia in quella di marzo, portando

a 3,5 punti l'incremento complessivo dallo scorso luglio; il tasso sui depositi delle banche presso l'Eurosistema si colloca pertanto al 3,0 per cento (fig. 7). In marzo il Consiglio ha segnalato che l'elevato livello di incertezza accresce l'importanza di adottare le future decisioni sui tassi ufficiali di volta in volta alla luce dei dati che si renderanno disponibili; queste saranno assunte in base alle prospettive di inflazione (tenuto conto dei nuovi dati economici e finanziari), alla dinamica dell'inflazione di fondo e all'intensità di trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio ha inoltre annunciato che continuerà a seguire con attenzione le tensioni in atto sui mercati finanziari ed è pronto a intervenire quando necessario per preservare la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria nell'area dell'euro.

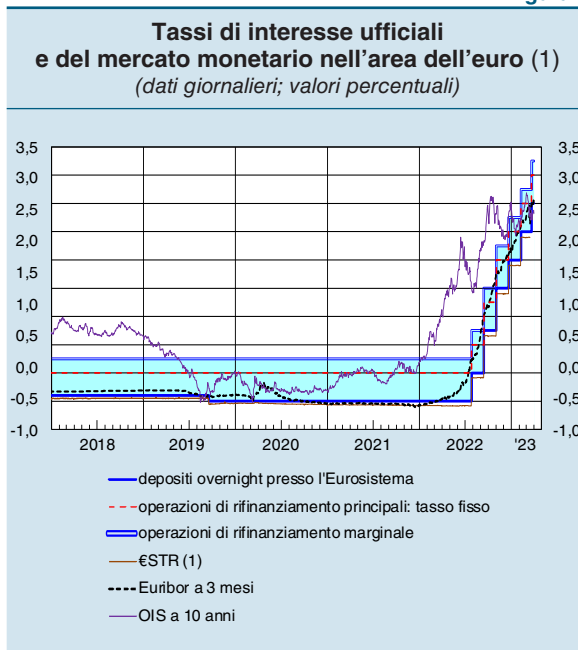
Dall'inizio dello scorso marzo e fino a giugno 2023 il portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) si ridurrà in media di 15 miliardi di euro al mese, per effetto del reinvestimento parziale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Il ritmo di diminuzione successivo sarà stabilito dal Consiglio direttivo, ma resterà comunque misurato e prevedibile. Per il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) è stato confermato che il pieno reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza proseguirà almeno sino alla fine del 2024. Il Consiglio ha anche ribadito che tali reinvestimenti continueranno a essere condotti in maniera flessibile per contrastare i rischi di frammentazione del mercato finanziario dell'area.

A seguito dei rimborsi volontari effettuati in febbraio e in marzo e della contestuale scadenza di parte dei finanziamenti, il totale (ancora detenuto dalle banche) dei fondi erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) è sceso a 1.098 miliardi di euro (da 1.255) per l'area e a 318 (da 331) per l'Italia.

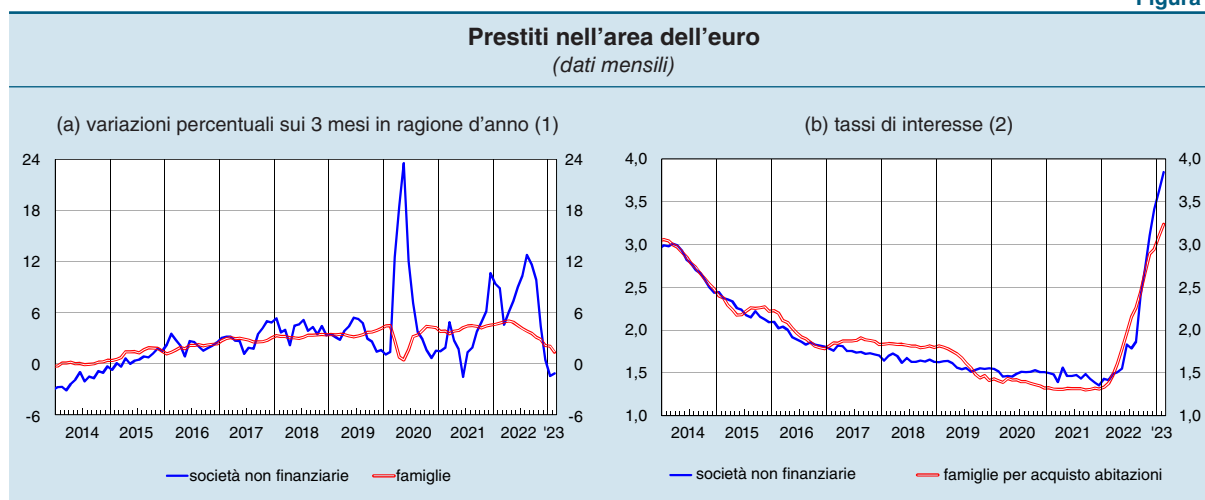
Il credito alle imprese si è ridotto

In febbraio la variazione dei prestiti bancari alle società non finanziarie, valutata sui tre mesi e in ragione d'anno al netto della stagionalità, è stata negativa nel complesso dell'area (-1,1 per cento, dal 4,4 di novembre; fig. 8.a); la dinamica ha risentito della debolezza della domanda e dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Il credito si è contratto in Germania, in Italia e in Spagna mentre ha fortemente rallentato in Francia. La crescita dei prestiti alle famiglie nell'area è proseguita, pur attenuandosi (1,4 per cento, dal 2,8 di novembre).

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.



Fonte: BCE.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati sono depurati dalla componente stagionale. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, a medio e a lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente.

Il costo dei finanziamenti alle imprese e alle famiglie è ulteriormente cresciuto, riflettendo il rialzo dei tassi ufficiali in atto dallo scorso luglio. Tra novembre e febbraio, nell'area il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie è salito di circa 70 punti base, al 3,8 per cento; quello sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato al 3,2 per cento, dal 2,9 (fig. 8.b).

Il Consiglio della UE ha approvato il programma REPowerEU

Nel primo trimestre dell'anno in corso i fondi distribuiti dalla Commissione europea nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza sono stati circa 13 miliardi di euro⁵, portando a oltre 150 miliardi le erogazioni dall'avvio del programma. Il totale delle risorse raccolte a sostegno di *Next Generation EU* (NGEU) ha superato i 300 miliardi. In particolare, dall'inizio dell'anno la Commissione ha raccolto sul mercato dei capitali oltre 50 miliardi, di cui quasi 40 a lungo termine⁶.

Lo scorso febbraio il piano europeo per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e accelerare la transizione verde (*REPowerEU*) ha ottenuto l'approvazione finale da parte del Consiglio della UE. Entro la fine di aprile, gli Stati membri che hanno richiesto risorse aggiuntive dovranno includere le corrispondenti misure in un apposito capitolo dei rispettivi piani di ripresa e resilienza⁷.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Dalla metà di gennaio le condizioni sui mercati finanziari internazionali si erano inasprite, riflettendo le attese di un'intonazione più restrittiva delle politiche monetarie. Dalla fine della prima decade di marzo l'avversione al rischio e la volatilità sono repentinamente aumentate in seguito ai fallimenti di alcune banche

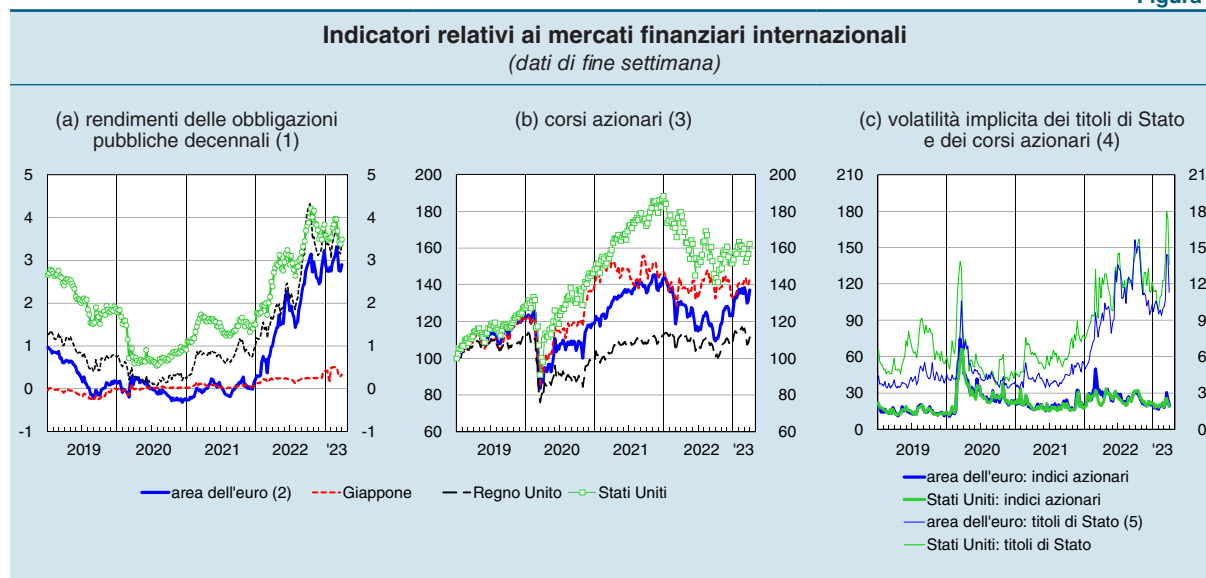
⁵ Le erogazioni di maggiore importo hanno riguardato la Spagna, la Grecia e il Portogallo.

⁶ La Commissione programma di emettere nel primo semestre di quest'anno titoli a lungo termine per 80 miliardi, di cui 10 destinati al sostegno all'Ucraina e la restante parte al finanziamento del programma NGEU.

⁷ In merito al finanziamento del programma, cfr. *Bollettino economico*, 1, 2023.

regionali negli Stati Uniti e alla crisi di Credit Suisse. Il dollaro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti dell'euro, ma è tornato ad apprezzarsi rispetto alle altre principali valute.

Figura 9



Fonte: Refinitiv.

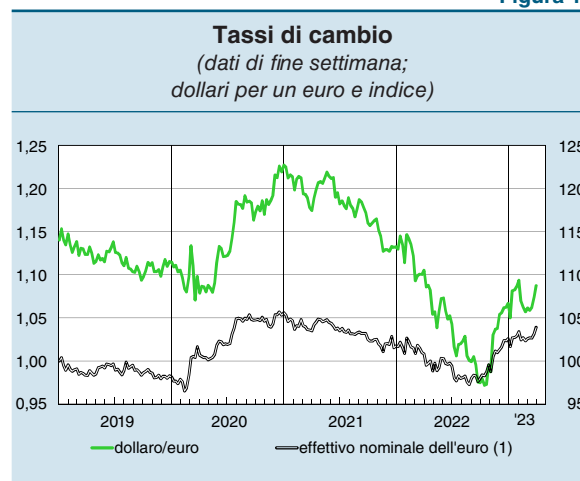
(1) Valori percentuali. – (2) Per i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali: media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2021; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia. – (3) Indici: Dow Jones Euro STOXX per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. Indice: 1^a settimana gen. 2019=100. – (4) Punti percentuali. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti (indicatore MOVE). Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. – (5) Scala di destra.

Aumenta la volatilità nei mercati finanziari internazionali

Nei primi due mesi dell'anno i rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine delle maggiori economie avanzate erano saliti, per le attese degli operatori di pressioni inflazionistiche più persistenti e conseguentemente di un orientamento più restrittivo delle politiche monetarie (fig. 9.a). Dalla fine della prima decade marzo i rendimenti sono bruscamente scesi, riportandosi poi intorno ai livelli di metà gennaio, in seguito al dissesto di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera e ai timori di contagio internazionale (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati bancari internazionali e la situazione degli intermediari italiani* del capitolo 2); le banche centrali delle principali economie avanzate sono intervenute congiuntamente per fornire liquidità in dollari, aumentando da settimanale a giornaliera la frequenza delle linee di swap già concordate in passato⁸. Le aspettative dei mercati sul percorso di rialzo dei tassi di riferimento statunitensi si sono marcatamente ridimensionate. I corsi

Nei primi due mesi dell'anno i rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine delle maggiori economie avanzate erano saliti, per le attese degli operatori di pressioni inflazionistiche più persistenti e conseguentemente di un orientamento più restrittivo delle politiche monetarie (fig. 9.a). Dalla fine della prima decade marzo i rendimenti sono bruscamente scesi, riportandosi poi intorno ai livelli di metà gennaio, in seguito al dissesto di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera e ai timori di contagio internazionale (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati bancari internazionali e la situazione degli intermediari italiani* del capitolo 2); le banche centrali delle principali economie avanzate sono intervenute congiuntamente per fornire liquidità in dollari, aumentando da settimanale a giornaliera la frequenza delle linee di swap già concordate in passato⁸. Le aspettative dei mercati sul percorso di rialzo dei tassi di riferimento statunitensi si sono marcatamente ridimensionate. I corsi

Figura 10



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

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

⁸ In merito alle linee di swap, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Operazioni di finanziamento in valuta tramite asta*.

azionari sono scesi transitoriamente a marzo nelle principali economie avanzate, con l'eccezione del Giappone, per poi tornare su livelli prossimi a quelli di metà gennaio (fig. 9.b). Anche la volatilità implicita dei corsi azionari ha temporaneamente subito un brusco aumento; quella dei titoli di Stato americani è cresciuta in modo più pronunciato (fig. 9.c).

**Il tasso di cambio
dell'euro con
il dollaro è rimasto
sostanzialmente stabile**

Dalla metà di gennaio, l'aumento dei tassi di interesse sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro ha favorito la sostanziale stabilità del cambio euro-dollaro (fig. 10). Lo yen si è indebolito rispetto a entrambe le valute, riflettendo la politica monetaria della Banca del Giappone, ancora estremamente accomodante. Il renminbi ha ripreso a deprezzarsi nei confronti del dollaro, risentendo dell'orientamento espansivo della politica monetaria in Cina. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro contro le valute dei principali 41 partner commerciali dell'area è rimasto pressoché invariato.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Alla fine del 2022 si è interrotta la fase di espansione dell'economia italiana, soprattutto a causa della contrazione della spesa delle famiglie. Secondo gli indicatori disponibili, nel primo trimestre dell'anno in corso la dinamica del PIL sarebbe tornata lievemente positiva, beneficiando della discesa dei corsi energetici e dell'allentamento delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento.

Al ristagno del prodotto nel quarto trimestre del 2022...

Nel quarto trimestre del 2022 in Italia il PIL ha sostanzialmente ristagnato (-0,1 per cento rispetto allo

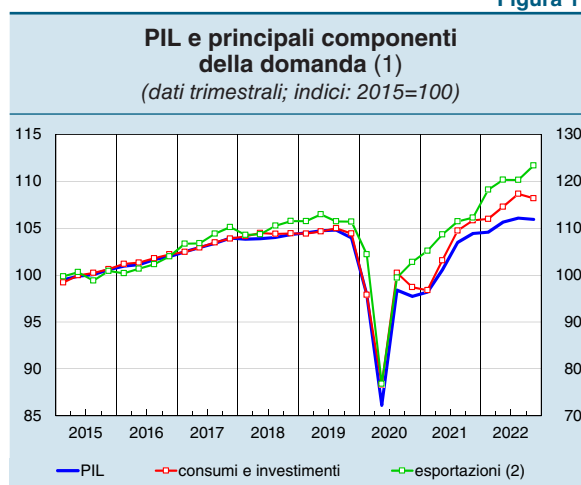
0,4 nel terzo; fig. 11 e tav. 3). Al netto calo della spesa delle famiglie si è contrapposta l'accelerazione degli investimenti, che hanno registrato variazioni positive in tutte le principali componenti. Il decumulo delle scorte ha sottratto 1,1 punti percentuali alla dinamica del PIL; per contro l'interscambio con l'estero ha contribuito positivamente per 1,4 punti, a causa dell'aumento delle esportazioni e della flessione delle importazioni (cfr. il par. 2.4). Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è salito in misura sostenuta nelle costruzioni, mentre si è ridotto nell'industria in senso stretto ed è rimasto pressoché stabile nei servizi, interrompendo una prolungata espansione. Nel complesso del 2022 il PIL è cresciuto del 3,7 per cento (dal 7,0 nel 2021).

... sarebbe seguito un modesto miglioramento all'inizio del 2023

I nostri modelli, che impiegano un ampio insieme di dati, prefigurano per il primo trimestre del 2023 un recupero del

prodotto. Quest'ultimo avrebbe beneficiato della discesa dei corsi energetici e della normalizzazione delle condizioni di approvvigionamento lungo le catene del valore. A una tenuta dell'attività nei servizi si sarebbe accompagnata una crescita nelle

Figura 11



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 3

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

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

Fonte: Istat.

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

costruzioni e nella manifattura. Nello stesso periodo l'indicatore Ita-coin, che misura la dinamica del prodotto al netto delle componenti più erratiche, segnala un lieve miglioramento rispetto alla fine del 2022.

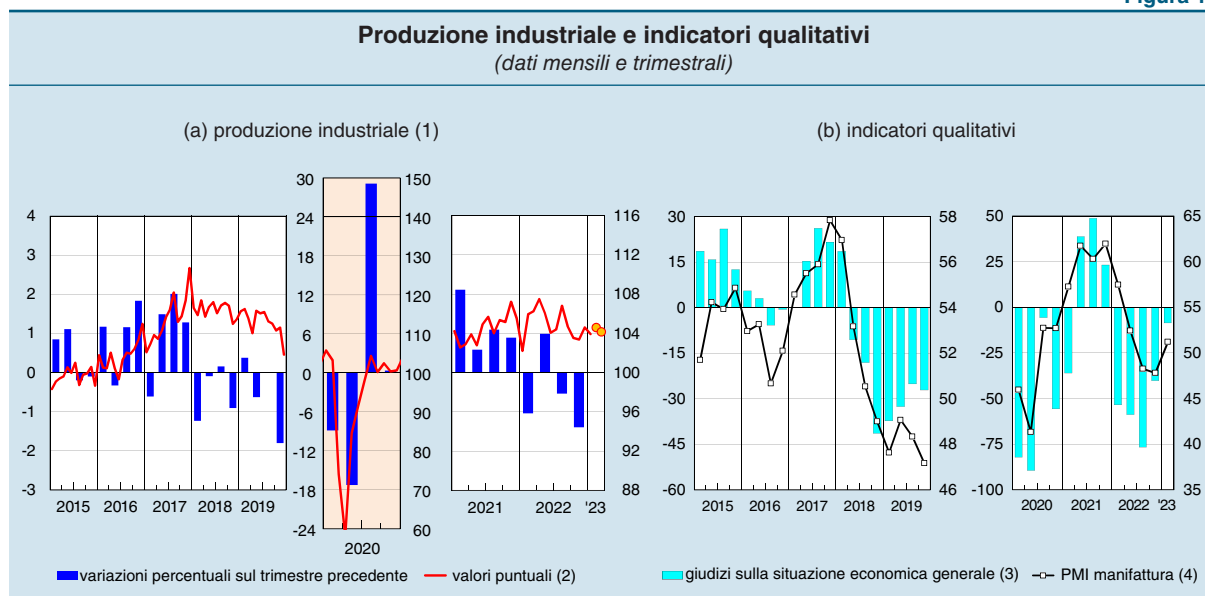
2.2 LE IMPRESE

L'attività manifatturiera, dopo essere diminuita per due trimestri consecutivi, sarebbe tornata a espandersi nella media dei primi tre mesi del 2023. Gli indicatori qualitativi delle aziende del terziario prefigurano una ripresa dell'attività. Secondo le imprese l'accumulazione di capitale continuerà nell'anno in corso. Le condizioni del mercato immobiliare restano deboli.

Nel primo trimestre la produzione industriale sarebbe tornata a crescere

In gennaio la produzione industriale si è ridotta (-0,7 per cento sul mese precedente, da 1,2 in dicembre); vi ha influito il calo di quella di beni strumentali e, in misura minore, intermedi, a fronte dell'aumento della produzione di beni di consumo. Rimane ampio il divario tra il livello dell'attività nei settori con elevato impiego di input energetici e quello nel resto del comparto manifatturiero (cfr. il riquadro: *I rincari energetici e le recenti dinamiche dei prezzi e della produzione nella manifattura italiana*). Sulla base delle nostre stime per febbraio e marzo, nella media del primo trimestre la produzione industriale sarebbe tuttavia lievemente salita sul periodo precedente (fig. 12).

Figura 12



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Per esigenze grafiche i dati relativi al 2020 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli altri anni. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. I cerchi gialli rappresentano le previsioni per febbraio e marzo 2023. Scala di destra. – (3) Dati trimestrali. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 6 aprile 2023). – (4) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nel settore manifatturiero. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Scala di destra.

I RINCARI ENERGETICI E LE RECENTI DINAMICHE DEI PREZZI E DELLA PRODUZIONE NELLA MANIFATTURA ITALIANA

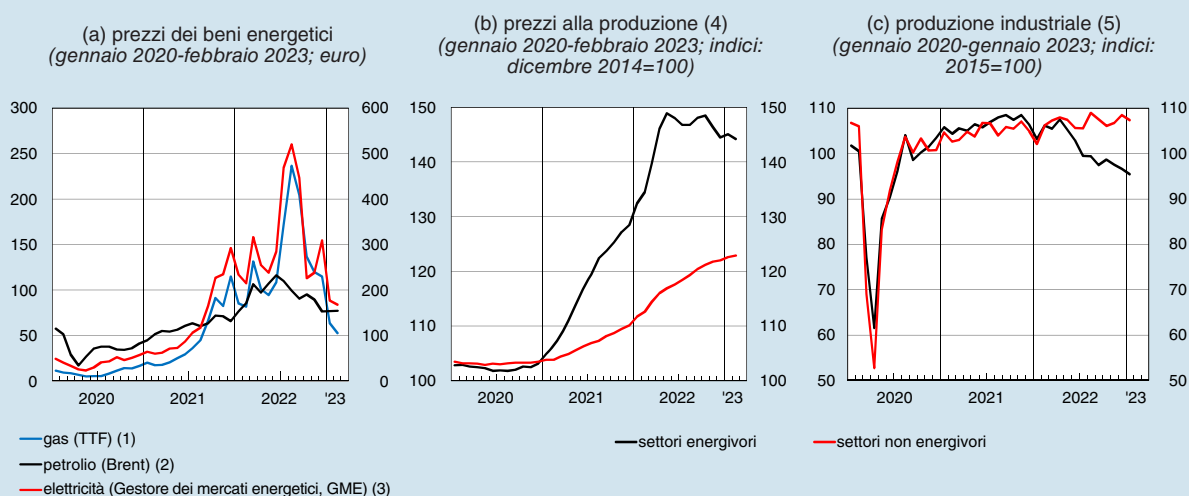
Dal 2021 i prezzi dei prodotti energetici hanno registrato un forte rialzo, divenuto ancora più marcato dopo l'invasione russa dell'Ucraina. In Europa l'aumento è stato eccezionalmente

elevato soprattutto per il gas e l'elettricità (figura, pannello a). Questi rincari gravano sui costi operativi delle imprese (cfr. il riquadro: *I rincari energetici e le implicazioni per l'attività delle imprese italiane*, in *Bollettino economico*, 1, 2023), riflettendosi sui piani di produzione e sulle strategie di prezzo. A partire dalle informazioni disponibili sul settore manifatturiero italiano disaggregate per comparto di attività¹, è possibile analizzare l'andamento della produzione e dei prezzi, distinguendo le imprese energivore (caratterizzate da un più intenso consumo di energia) da quelle non energivore².

La scomposizione mostra che dall'inizio del 2021 i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono cresciuti in misura molto maggiore nei settori energivori rispetto a quelli non energivori (del 37 per cento circa, contro il 18; figura, pannello b). Per quanto riguarda invece la produzione, gli andamenti relativi alle due tipologie di imprese hanno iniziato a differenziarsi solo dalla scorsa primavera: dall'aprile del 2022 al gennaio del 2023 l'attività si è contratta di quasi l'11 per cento nei settori energivori, contro l'1 per cento circa in quelli non energivori (figura, pannello c). Tali dinamiche hanno plausibilmente riflesso l'indebolimento della domanda a partire dai primi mesi dello scorso anno, che è stato più marcato per le imprese energivore, secondo quanto risulta dai giudizi sugli ordini rilevati dall'Istat.

Figura

Prezzi alla produzione e produzione industriale in Italia nei settori energivori e non energivori (dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Refinitiv.

(1) Prezzo del gas per l'area dell'euro (euro per megawattora). – (2) Prezzo del greggio (euro per barile). – (3) Prezzo dell'elettricità sul mercato italiano (euro per megawattora); scala di destra. – (4) Gli indici sono ottenuti tramite l'aggregazione ponderata dei dati settoriali grezzi. – (5) Gli indici sono ottenuti tramite l'aggregazione ponderata dei dati settoriali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

¹ F. Corsello, M. Flaccadoro e S. Villa, *Quantity versus price dynamics: the role of energy and bottlenecks in the Italian industrial sector*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

² Sulla base dell'intensità energetica, misurata dal rapporto tra il consumo di energia (in terajoule) e il valore aggiunto (in milioni di euro), sono definiti energivori i seguenti settori Ateco 2007: fabbricazione di carta e prodotti di carta (C17); prodotti chimici (C20); altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (C23); metallurgico (C24). La fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (C19) è esclusa dall'analisi. I restanti settori sono classificati come non energivori.

Le risposte delle aziende al *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, condotto dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre del 2022, e le recenti indagini sul clima di fiducia dell'Istat restituiscono indicazioni coerenti con queste tendenze; tali indagini segnalano infatti per i settori energivori una maggiore frequenza di revisione al rialzo dei prezzi e un più accentuato deterioramento della produzione³. Secondo quanto riportato dalle imprese di questi settori, la maggiore debolezza si è riflessa in un minore utilizzo degli impianti, che è rimasto su livelli storicamente bassi a partire dal terzo trimestre del 2022.

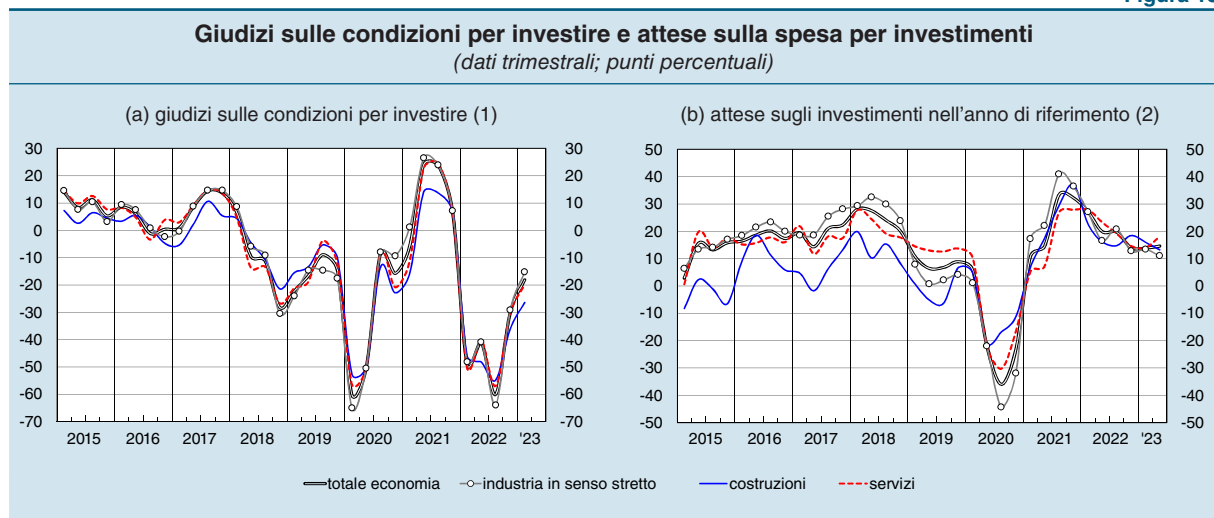
D'altra parte, il forte calo dei prezzi delle materie prime energetiche osservato dalla scorsa estate si starebbe gradualmente rispecchiando nelle aspettative delle imprese sugli aumenti dei propri prezzi di vendita, in attenuazione su un orizzonte di tre mesi (in particolare nei settori energivori); in marzo inoltre in entrambi i gruppi di imprese le attese sugli ordini prefiguravano una ripresa della domanda.

³ Secondo il sondaggio, nei primi nove mesi dello scorso anno più della metà delle aziende energivore ha aumentato i prezzi di vendita per reagire alla maggiore incidenza dei costi energetici, a fronte di poco meno dei due quinti di quelle non energivore. Quasi il 20 per cento delle imprese del primo gruppo ha ridotto la produzione, rispetto a poco più del 10 per cento di quelle del secondo. Non si registrano invece differenze di rilievo per quanto riguarda altre modalità di reazione: in entrambi i gruppi circa il 10 per cento delle imprese ha messo in atto strategie di efficientamento energetico oppure ha adeguato i macchinari all'uso di fonti energetiche alternative o ha fatto maggior ricorso all'autoproduzione di elettricità.

Le valutazioni delle imprese sono nel complesso favorevoli

Nella media dei primi tre mesi dell'anno il clima di fiducia delle imprese rilevato dall'Istat è migliorato in tutti i settori. Segnali positivi emergono anche dai PMI dei comparti manifatturiero e dei servizi, che nello stesso periodo sono tornati su livelli compatibili con un'espansione dell'attività, per la prima volta dal secondo trimestre del 2022. Secondo le inchieste condotte dalla Banca d'Italia tra febbraio e marzo¹, i giudizi sulla situazione economica generale continuano a recuperare, sospinti dalle valutazioni sulla domanda e dall'attenuarsi delle difficoltà legate ai prezzi dell'energia e all'approvvigionamento di materie prime e di input intermedi (fig. 13).

Figura 13



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 6 aprile 2023.

(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente. Le imprese di costruzione sono incluse nel totale economia a partire dal 1° trimestre del 2013. - (2) Saldi tra attese di aumento e di diminuzione rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

¹ Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 6 aprile 2023.

**L'accumulazione
si è rafforzata
nel quarto trimestre**

Gli investimenti hanno accelerato nel quarto trimestre (2,0 per cento sul periodo precedente), segnando una crescita in tutte le principali componenti. Secondo nostre valutazioni, confermate dai dati di fonte Associazione italiana leasing (Assilea) sul valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali e dei beni strumentali, nel bimestre gennaio-febbraio sarebbe proseguito l'aumento degli investimenti. Nell'ambito delle indagini della Banca d'Italia, le imprese considerano le condizioni per investire più favorevoli che nella rilevazione precedente, anche se il saldo tra i giudizi di miglioramento e quelli di peggioramento risulta ancora negativo.

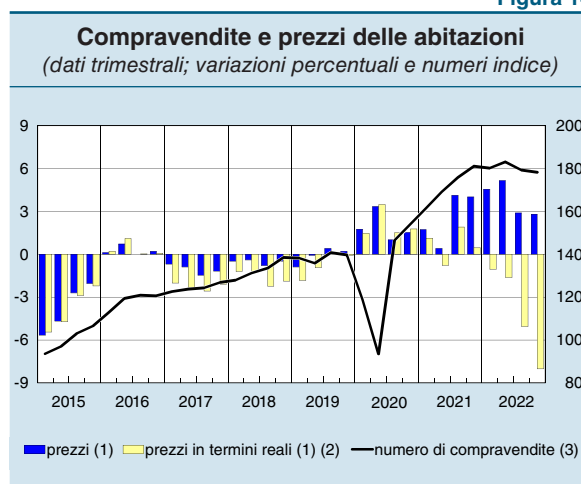
**Il mercato
immobiliare
si indebolisce**

Nel quarto trimestre del 2022 le compravendite di abitazioni hanno continuato a diminuire, benché in misura inferiore rispetto ai mesi estivi (fig. 14); i prezzi delle case – invariati in termini nominali sul trimestre precedente – sono risultati più alti del 2,8 per cento sul periodo corrispondente del 2021, un valore molto inferiore a quello dell'inflazione al consumo. Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto presso gli agenti immobiliari tra gennaio e febbraio dell'anno in corso, le prospettive a breve e quelle sull'orizzonte di due anni restano deboli con riferimento sia al proprio mercato, sia a quello nazionale; sulla domanda incide negativamente l'aumento del costo dei mutui (cfr. il par. 2.7). La larga maggioranza degli operatori continua ad attendersi una stabilità dei prezzi. Le evidenze desunte dagli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it confermano un lieve rallentamento nella domanda di abitazioni nei primi due mesi dell'anno.

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

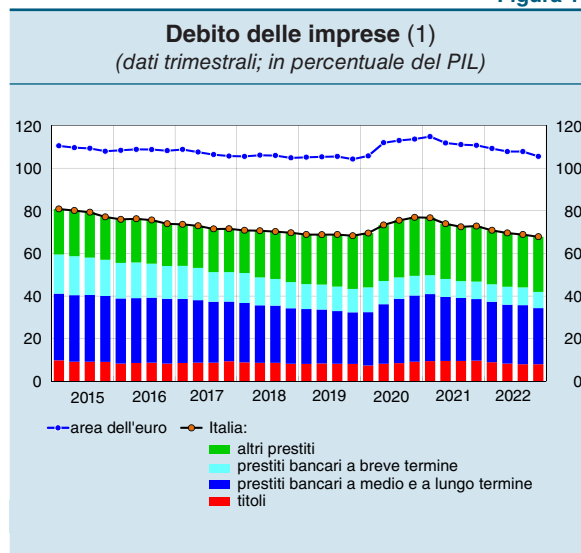
Nel quarto trimestre dello scorso anno il debito complessivo delle società non finanziarie italiane in percentuale del PIL è sceso di circa un punto rispetto al trimestre precedente (al 67,8 per cento; fig. 15), principalmente per effetto dell'espansione del prodotto nominale. Tale rapporto si colloca molto al di sotto della media dell'area dell'euro (105,5 per cento). Nello stesso periodo la liquidità detenuta dalle imprese su conti correnti e depositi è leggermente aumentata rispetto al trimestre precedente (in particolare la componente dei depositi a scadenza), e permane su livelli elevati nel confronto storico.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*. (1) Variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Indici: 2015=100. Scala di destra.

Figura 15



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

2.3 LE FAMIGLIE

La spesa per consumi è decisamente diminuita nel quarto trimestre, riflettendo l'impatto negativo dell'inflazione sul potere di acquisto delle famiglie, seppure in parte mitigato dagli interventi governativi. L'insieme degli indicatori congiunturali prospetta una sostanziale stazionarietà dei consumi nei primi mesi del 2023.

Alla diminuzione dei consumi nello scorcio del 2022...

Nel quarto trimestre del 2022 la spesa – in termini reali – delle famiglie per consumi, sia di beni sia di servizi, si è contratta rispetto al terzo (-1,6 per cento), tornando poco al di sotto del livello pre-pandemico. In particolare, il calo degli acquisti di beni ha interessato tutte le principali categorie, anche a causa dei forti rincari che hanno ridotto il potere di acquisto delle famiglie. Quest'ultimo è diminuito del 3,7 per cento, pur sostenuto dagli interventi governativi². La propensione al risparmio è scesa di due punti percentuali (al 5,3 per cento; fig. 16), collocandosi sui valori minimi dall'inizio della serie storica. Il Governo ha prorogato le misure di contrasto ai rincari energetici attuate nei primi tre mesi dell'anno, fatta eccezione per quella sugli oneri di sistema per l'elettricità. È stato inoltre istituito un contributo per le spese di riscaldamento (cfr. il par. 2.9).

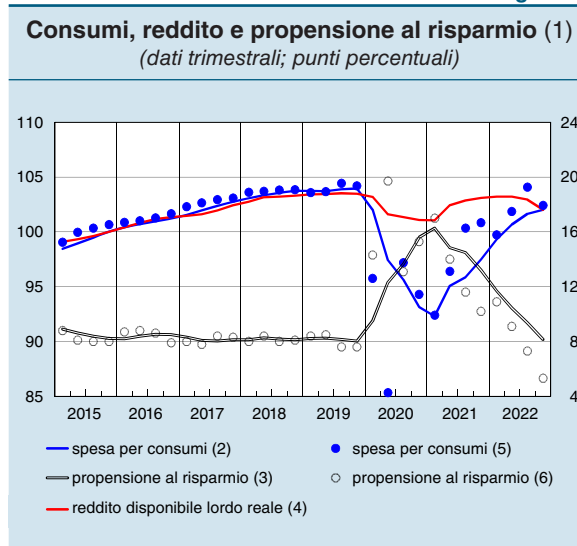
... sarebbe seguita una sostanziale stabilità nei primi mesi di quest'anno

La spesa delle famiglie sarebbe rimasta debole nei primi mesi dell'anno. L'indicatore dei consumi di Confcommercio è sceso nel bimestre gennaio-febbraio, riflettendo la flessione della spesa in servizi, a fronte di una stazionarietà di quella in beni. Il clima di fiducia dei consumatori ha continuato tuttavia a crescere, sospinto da un miglioramento dei giudizi sulla situazione economica generale, nonché delle attese sulla disoccupazione e di quelle sull'andamento dei prezzi (fig. 17 e cfr. il par. 2.6). Si mantengono invece su livelli contenuti le valutazioni delle famiglie relative alla propria situazione economica.

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

Nel quarto trimestre dello scorso anno il debito delle famiglie italiane in rapporto al proprio reddito disponibile lordo è diminuito rispetto al trimestre precedente, al 62,5 per cento (94,1 per cento nell'area dell'euro; fig. 18), principalmente per effetto della crescita del reddito disponibile. Anche in rapporto al PIL il debito delle famiglie si è ridotto, al 41,7 per cento (57,2 nell'area dell'euro). L'incidenza

Figura 16

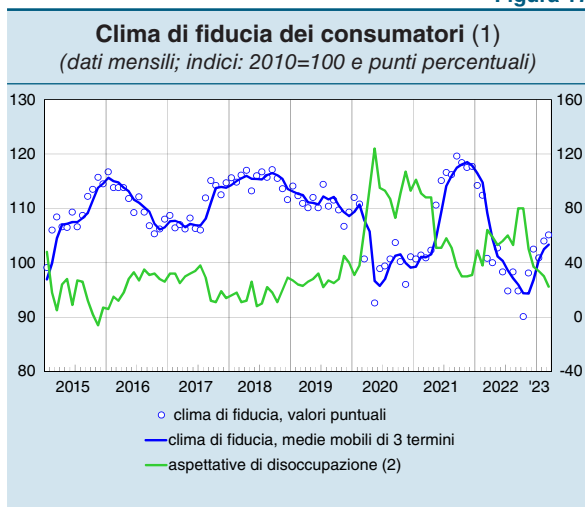


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Valori concatenati; indice: 2015=100; media mobile di 4 termini. – (3) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici; valori percentuali; media mobile di 4 termini; scala di destra. – (4) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti; indice: 2015=100; media mobile di 4 termini. – (5) Valori concatenati; indice: 2015=100. – (6) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici; valori percentuali; scala di destra.

² Tra i provvedimenti più rilevanti, il DL 115/22 (decreto “aiuti-bis”) ha previsto, al di sotto di una certa soglia di reddito individuale, l’innalzamento per la seconda metà dell’anno della quota di esonero contributivo a carico dei lavoratori già introdotta con la legge di bilancio per il 2022 (da 0,8 a 2,0 punti percentuali) e l’anticipo della rivalutazione delle pensioni per una quota pari al 2 per cento; il DL 144/22 (decreto “aiuti-ter”) ha disposto, sempre su base selettiva, un’indennità una tantum di 150 euro erogata in novembre; il DL 176/22 (decreto “aiuti-quater”) ha prorogato, pur riducendone l’entità, il taglio delle accise sulla benzina fino alla fine del 2022; cfr. *Bollettino economico*, 1, 2023.

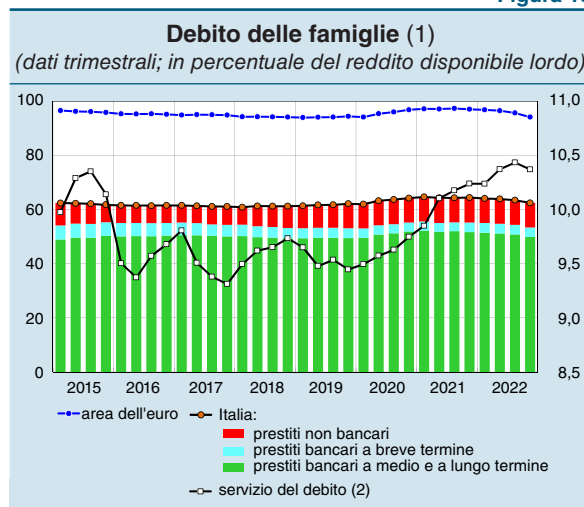
Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Figura 18



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

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

sul reddito disponibile degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è leggermente diminuita rispetto al terzo trimestre.

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

Nel quarto trimestre del 2022 le esportazioni sono tornate a salire, mentre le importazioni sono diminuite; nei primi mesi dell'anno in corso le vendite di beni all'estero avrebbero rallentato, pur crescendo più degli acquisti. Il saldo di conto corrente è tornato positivo alla fine dell'anno, grazie alla discesa dei prezzi energetici. Gli investitori non residenti hanno ridotto la loro esposizione in titoli di Stato italiani e la posizione sull'estero rimane significativamente creditoria.

Le esportazioni sono aumentate nel quarto trimestre... Dopo il ristagno del terzo trimestre, le esportazioni in volume sono cresciute nei mesi autunnali dello scorso

anno, sia nella componente dei servizi sia in quella dei beni (tav. 4); quest'ultima è stata trainata prevalentemente dai mercati dell'area dell'euro, in particolare Francia e Germania. I contributi maggiori sono provenuti dai settori della meccanica, della metallurgia e dei mezzi di trasporto. Le esportazioni di servizi hanno beneficiato soprattutto dell'incremento delle entrate turistiche.

Tavola 4

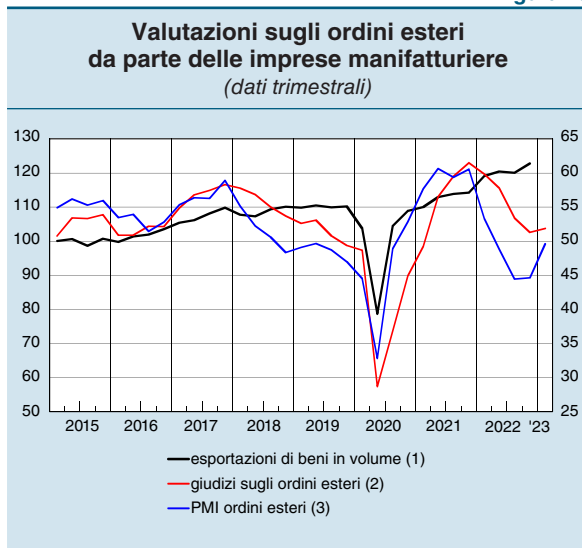
Esportazioni e importazioni in volume (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2022				
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Esportazioni	9,4	5,3	1,8	..	2,6
Beni	6,1	4,3	1,1	-0,3	2,3
sui mercati dell'area dell'euro	6,5	2,5	2,8	-1,7	2,9
sui mercati esterni all'area (2)	5,7	5,7	-0,2	0,8	1,7
Servizi	28,4	10,8	5,2	1,1	3,9
Importazioni	11,8	4,1	1,5	2,5	-1,7
Beni	9,8	4,2	0,9	1,9	-2,4
sui mercati dell'area dell'euro	7,5	3,9	2,0	-2,5	1,2
sui mercati esterni all'area (2)	11,9	4,5	..	5,7	-5,2
Servizi	21,1	3,9	4,1	4,9	1,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero. (1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi e i territori non allocati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Figura 19



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(1) Dati di contabilità nazionale. Valori concatenati, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Indici: 2015=100. – (2) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media dall'inizio della serie storica (gennaio 2000) e sommato il valore 100. Il 2° trimestre 2020 è la media di due mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. Dati destagionalizzati. – (3) Indice di diffusione, ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Media trimestrale. Dati destagionalizzati. Scala di destra.

Dopo una prolungata fase di forte espansione, nel quarto trimestre le importazioni in volume sono diminuite; il calo è interamente riconducibile ai minori acquisti di beni dai mercati esterni all'area, in particolare dalla Russia e dalla Cina. Il settore dell'estrazione di minerali ha registrato la riduzione più consistente, in relazione a un minore consumo di beni energetici. Le importazioni di servizi hanno invece continuato a salire, seppure rallentando.

... e nei mesi invernali il saldo commerciale sarebbe ancora migliorato

migliorati, anche grazie al distendersi delle condizioni di approvvigionamento lungo le catene globali del valore (fig. 19).

Nel complesso del 2022 il saldo di conto corrente è diventato negativo soprattutto a causa del maggiore deficit energetico...

(al di sotto del 9 nel quarto trimestre); è aumentata l'incidenza di Stati Uniti, Algeria, Norvegia e, per

Secondo nostre stime, nel bimestre gennaio-febbraio le esportazioni di beni in volume avrebbero rallentato rispetto al quarto trimestre, pur crescendo più delle importazioni; il saldo mercantile sarebbe ulteriormente migliorato. Nel corso dell'inverno l'indicatore sugli ordini esteri dell'indagine Istat presso le imprese manifatturiere e, soprattutto, quello PMI relativo allo stesso comparto sono

Per la prima volta dal 2012, lo scorso anno il saldo di conto corrente è risultato negativo per 25,1 miliardi di euro, a fronte di un surplus di 54,9 nel 2021 (tav. 5 e fig. 20). Vi hanno contribuito principalmente gli eccezionali rincari dell'energia: il deficit energetico è infatti più che raddoppiato e quasi la metà dell'incremento è dovuta alla crescita in valore degli acquisti dall'estero di gas naturale. La quota della Russia sul complesso delle nostre importazioni di prodotti energetici, pari al 23 per cento nel 2021, è scesa al di sotto del 17 nella media dello scorso anno

Tavola 5

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

VOCI	2021	2022	gen. 2022	gen. 2023
Conto corrente	54,9	-25,1	-6,0	-5,2
<i>per memoria: in % del PIL</i>	3,1	-1,3		
Merci	49,7	-19,9	-4,3	-1,7
prodotti non energetici (2)	94,4	83,5	2,6	5,1
prodotti energetici (2)	-44,6	-103,4	-6,8	-6,8
Servizi	-9,1	-9,6	-1,7	-2,4
Redditi primari	34,1	22,3	1,4	0,2
Redditi secondari	-19,7	-17,9	-1,4	-1,3
Conto capitale	1,0	10,3	-0,4	..
Conto finanziario	55,3	-17,6	-8,8	-10,7
Investimenti diretti	31,2	-20,7	-10,5	-2,9
Investimenti di portafoglio	123,1	167,2	26,1	7,3
Derivati	..	11,4	-6,9	0,8
Altri investimenti (3)	-119,7	-177,4	-17,6	-15,4
Variazione riserve ufficiali (4)	20,7	2,0	..	-0,5
Errori e omissioni	-0,7	-2,8	-2,4	-5,5

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6). Per il mese di gennaio 2023, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati Istat di commercio estero. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2. – (4) Include l'allocatione dei nuovi diritti speciali di prelievo deliberata dall'FMI nel mese di agosto 2021; l'aumento delle riserve ufficiali non ha avuto effetto sul saldo del conto finanziario in quanto è stato compensato da un incremento di pari importo delle passività per altri investimenti della Banca d'Italia.

gli acquisti di elettricità, della Svizzera. Valutato al netto degli scambi di beni energetici, nel 2022 il saldo mercantile, pur riducendosi, è rimasto ampiamente positivo (83,5 miliardi, da 94,4 nel 2021); nello stesso periodo il surplus della bilancia turistica è raddoppiato, tornando sui valori precedenti la pandemia, ma è stato controbilanciato dal peggioramento dei saldi dei trasporti e degli altri servizi. Il conto capitale ha registrato un attivo di 10,3 miliardi (da 1,0 nel 2021), grazie all'utilizzo di parte dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

... ma negli ultimi mesi dell'anno è migliorato

La forte contrazione dei prezzi dei beni energetici, iniziata negli ultimi mesi del 2022 (cfr. il par. 1.1),

ha contribuito al miglioramento del saldo di conto corrente, che è tornato in surplus nel quarto trimestre.

Nel 2022 i non residenti hanno ridotto la loro esposizione in titoli italiani

Lo scorso anno gli investitori esteri hanno effettuato vendite nette di titoli di portafoglio italiani, soprattutto pubblici (75,1 miliardi di

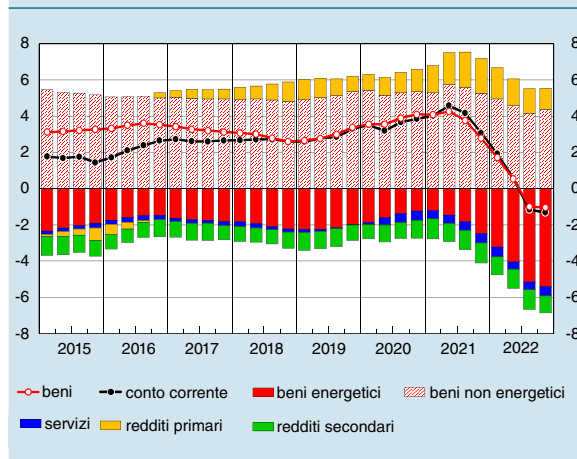
euro), in un contesto di emissioni nette molto contenute da parte del Tesoro; secondo dati provvisori, sono invece aumentati gli investimenti diretti in Italia. Queste tendenze sono proseguite in gennaio.

Nel 2022 gli operatori residenti, soprattutto banche e assicurazioni, hanno investito 78,7 miliardi in attività estere di portafoglio, dei quali oltre l'80 per cento in titoli di debito a lungo termine. Sono stati registrati marginali disinvestimenti nei fondi di diritto estero, dopo oltre un decennio di significativi acquisti soprattutto da parte delle famiglie, che sono tornate a comprare titoli di Stato italiani. Nello stesso periodo il settore pubblico ha ricevuto fondi per 42 miliardi dalla UE nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e le banche italiane hanno aumentato la raccolta netta all'estero in prestiti e depositi per 20,1 miliardi.

Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è rimasto sostanzialmente inalterato nel primo trimestre dell'anno in corso (a 685 miliardi alla fine di marzo; fig. 21).

Figura 20

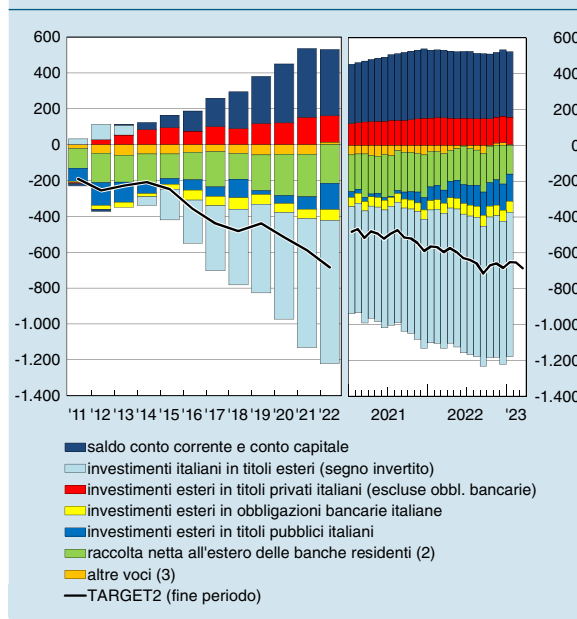
Saldo del conto corrente e sue componenti
(dati trimestrali; medie mobili di quattro trimestri; in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat; per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici, elaborazioni su dati Istat di commercio estero.

Figura 21

Saldo TARGET2 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 TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

La posizione netta sull'estero resta significativamente creditoria

Alla fine di dicembre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 73,7 miliardi, pari al 3,9 per cento del PIL. Nel confronto con la fine di settembre risultava in diminuzione di 26,9 miliardi; il surplus di conto corrente e conto capitale è stato più che controbilanciato da aggiustamenti di valutazione negativi legati al deprezzamento del dollaro che ha ridotto in misura maggiore il valore delle attività rispetto a quello delle passività.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre l'input di lavoro ha ripreso a crescere, riflettendo l'aumento delle ore lavorate per addetto e quello del numero di posizioni a tempo indeterminato; anche il tasso di partecipazione è salito. Queste tendenze sono proseguite nei primi mesi del 2023. La dinamica delle retribuzioni è rimasta nel complesso moderata; si è intensificata nel comparto pubblico per il pagamento di consistenti arretrati.

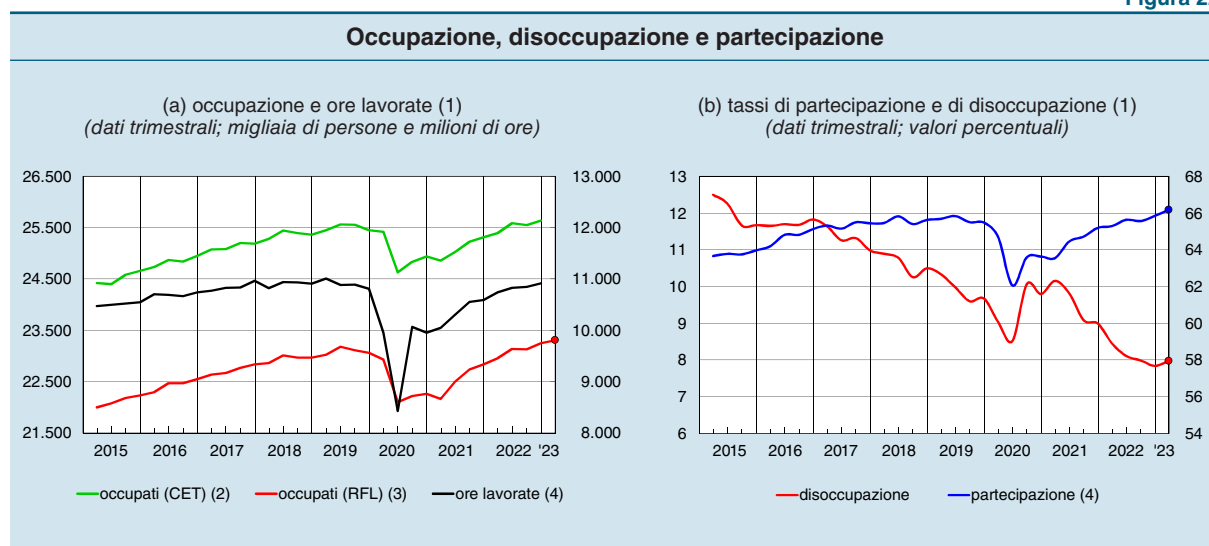
Il totale delle ore lavorate è aumentato nell'ultimo trimestre del 2022...

Dopo aver ristagnato in estate, l'occupazione è tornata a crescere nel quarto trimestre (0,3 per cento sul periodo precedente; fig. 22.a). L'aumento si è concentrato nei servizi (0,5 per cento), mentre il numero di occupati è rimasto sostanzialmente stabile nell'industria in senso stretto ed è sceso nelle costruzioni (-0,4). La dinamica delle ore lavorate totali è stata più intensa di quella del numero di occupati. Per il quarto trimestre consecutivo è proseguita l'espansione del numero di posizioni dipendenti a tempo indeterminato, cui ha contribuito un elevato tasso di trasformazione delle posizioni a termine. L'incidenza di queste ultime sul totale dei dipendenti è scesa di 3 decimi di punto nei mesi autunnali (al 16,4 per cento). Si è invece interrotta la crescita della componente autonoma dell'occupazione.

...e ha continuato a salire nei primi mesi di quest'anno

Nel bimestre gennaio-febbraio i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* indicano un aumento del numero di occupati dello 0,3 per cento rispetto agli ultimi due mesi del 2022, ascrivibile alla componente dei dipendenti

Figura 22



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

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 1° trimestre 2023 sono 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.

permanenti. I dati delle comunicazioni obbligatorie³ confermano questo andamento per il settore privato nel suo complesso, in particolare nei servizi. Secondo l'indicatore elaborato dalla Commissione europea sulle attese delle aziende italiane riguardanti la domanda di lavoro a tre mesi, l'occupazione continuerebbe a espandersi.

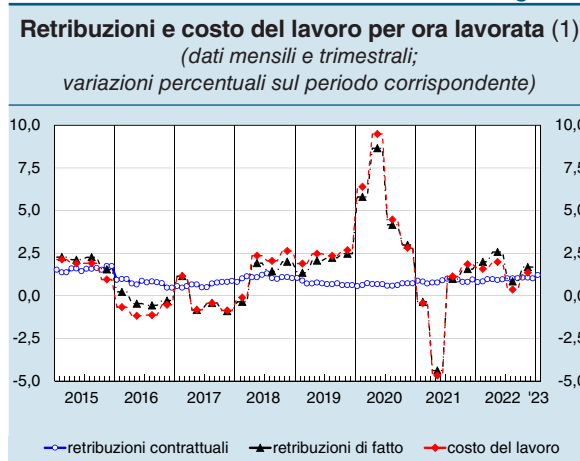
Aumenta il tasso di partecipazione

Negli ultimi tre mesi dello scorso anno il tasso di partecipazione è salito rispetto al trimestre precedente, al 65,8 per cento (fig. 22.b), soprattutto nella componente femminile (0,4 punti percentuali in più, al 56,9 per cento). L'offerta di lavoro rimane tuttavia ancora inferiore ai valori pre-pandemici (circa 300.000 persone in meno rispetto al quarto trimestre del 2019), a causa della riduzione della popolazione in età lavorativa e della ricomposizione demografica a sfavore delle classi di età intermedia (le più attive sul mercato del lavoro). Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile (all'8,0 per cento nel bimestre gennaio-febbraio). Il tasso di posti vacanti nel settore privato non agricolo ha smesso di crescere, ma rimane su livelli elevati (2,2 posizioni lavorative ogni 100 nei mesi autunnali).

Le retribuzioni contrattuali salgono moderatamente

Nel quarto trimestre la crescita delle retribuzioni orarie di fatto nel settore privato non agricolo si è collocata su un valore relativamente contenuto (1,7 per cento sul periodo corrispondente del 2021), seppure più elevato di quello osservato nel terzo (fig. 23). La dinamica è stata più marcata nel totale dell'economia (4,1 per cento): è stata sostenuta dall'erogazione di pagamenti a tantum a compensazione del ritardo nel rinnovo dei contratti del comparto pubblico, dove i salari sono aumentati dell'11,7 per cento rispetto all'anno precedente. L'incremento del costo del lavoro orario è stato inferiore, a seguito della riduzione degli oneri sociali a carico del datore di lavoro⁴. Le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono salite allo stesso ritmo del trimestre precedente, mentre hanno lievemente accelerato nel totale dell'economia (1,5 per cento, dall'1,2). Alla fine del 2022 sono scaduti i contratti dei comparti del legno e della gomma-plastica: proseguono le trattative per il rinnovo del primo, mentre il rinnovo del secondo, firmato in gennaio, prevede incrementi salariali di poco superiori al 2 per cento all'anno nel periodo di vigenza (2023-25). La maggioranza dei contratti della manifattura rimarrà valida nel 2023, giungendo a scadenza tra la fine di quest'anno e la fine del prossimo: gli aumenti previsti per questi contratti sono in linea con le modeste aspettative di inflazione prevalenti nel biennio in cui sono stati siglati (2020-21). La quota di dipendenti nel settore dei servizi privati i cui contratti sono scaduti è alta, circa il 76 per cento in febbraio, a causa dei ritardi nei rinnovi. La dinamica complessiva delle retribuzioni contrattuali rimarrà pertanto moderata nel 2023⁵, anche per effetto di un tasso di disoccupazione ancora elevato se confrontato con quello delle altre principali economie dell'area dell'euro.

Figura 23



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

³ Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, marzo 2023.

⁴ Gli sgravi in essere sono stati introdotti dal DL 104/2020, convertito dalla L. 126/2020 ("decontribuzione Sud") e dalle leggi di bilancio per il 2021 (L. 178/2020) e per il 2022 (L. 234/2021).

⁵ Rischi al rialzo contenuti potranno provenire dal recupero dell'inflazione realizzata, previsto dalla clausola di indicizzazione presente nel contratto dei metalmeccanici.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Dopo aver raggiunto un picco alla fine dello scorso anno, l'inflazione al consumo ha iniziato a ridursi, riflettendo il marcato calo della componente energetica, mentre è aumentata quella di fondo. Proseguono i segnali di un allentamento delle pressioni inflazionistiche nelle attese delle famiglie e delle imprese.

L'inflazione al consumo è diminuita

Nel corso del primo trimestre l'inflazione armonizzata al consumo è progressivamente diminuita, all'8,2 per cento in marzo, dal massimo del 12,6 raggiunto in autunno.

Il calo ha riflesso l'attenuazione della componente energetica (fig. 24 e tav. 6). Su questa ha inciso soprattutto la riduzione dei prezzi di elettricità e gas, a sua volta determinata dalla flessione delle quotazioni all'ingrosso (tornate sui livelli antecedenti l'invasione dell'Ucraina) e dalle misure di sostegno all'economia approvate con la legge di bilancio per il 2023. La diminuzione dei prezzi energetici è stata pronunciata sia sul mercato libero sia su quello regolamentato, con una decisa riduzione delle tariffe stabilite dall'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) per l'elettricità e per il gas⁶. Considerando i soli provvedimenti governativi che hanno un effetto diretto sull'indice dei prezzi al consumo attraverso la riduzione delle bollette di gas ed elettricità, il freno impresso da tali misure all'inflazione sarebbe stato di quasi un punto percentuale nella media del primo trimestre. Nello stesso periodo, tenendo in considerazione sia gli effetti diretti sia quelli indiretti, si stima che in media circa il 75 per cento dell'inflazione in Italia fosse ancora attribuibile allo shock energetico⁷.

Figura 24

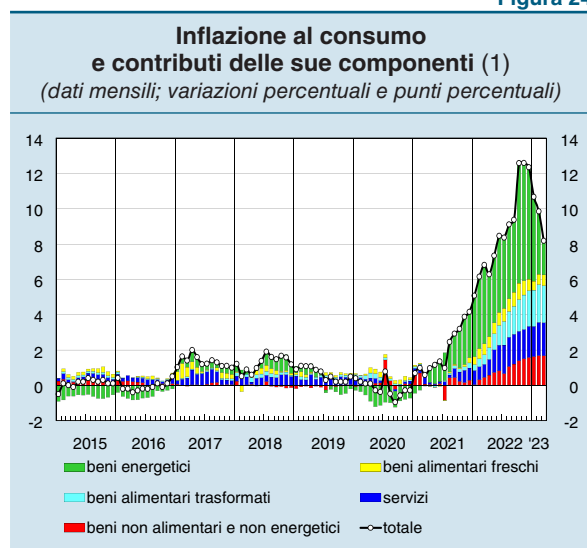


Tavola 6

Indicatori di inflazione
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	IPCA (1)		IPC (2)	IPP (3)
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	Indice generale
2020	-0,1	0,5	-0,2	-4,4
2021	1,9	0,8	1,9	13,0
2022	8,7	3,3	8,1	42,8
2022 – lug.	8,4	3,4	7,9	45,9
ago.	9,1	4,1	8,4	50,5
set.	9,4	4,4	8,9	52,9
ott.	12,6	4,6	11,8	33,2
nov.	12,6	4,7	11,8	35,7
dic.	12,3	4,8	11,6	39,2
2023 – gen.	10,7	5,2	10,0	11,6
feb.	9,8	5,5	9,1	10,0
mar.	(8,2)	(5,3)	(7,7)

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

⁶ A partire da ottobre del 2022, l'ARERA aggiorna il prezzo del gas sul mercato tutelato con frequenza mensile, in base alla media dei prezzi effettivi del mercato all'ingrosso italiano; le tariffe sono pertanto diminuite, sul mese precedente, del 35,9 per cento in gennaio, del 13,5 in febbraio e del 14,2 in marzo. Il prezzo dell'energia elettrica sul mercato tutelato viene rivisto invece trimestralmente. In questo caso il calo è stato di quasi il 20 per cento nel primo trimestre del 2023, rispetto all'ultimo del 2022.

⁷ Riguardo alla metodologia su cui si basa questa stima, cfr. il riquadro: *La trasmissione dei rincari energetici all'inflazione al consumo in Italia e nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 1, 2023.

La crescita dei prezzi dei beni alimentari è rimasta elevata (al 12,0 per cento in marzo), anch'essa sostenuta in larga misura dalla trasmissione degli aumenti dei prezzi energetici registrati nei mesi recenti. Come nell'insieme dell'area dell'euro, l'inflazione di fondo è aumentata nella media del trimestre (pur riducendosi in marzo al 5,3 per cento); continua a essere sospinta dalla trasmissione dei passati rincari energetici ai costi di produzione, che ne determina poco più della metà.

È proseguito l'allentamento delle pressioni sui prezzi alla produzione; quelle derivanti dagli incrementi salariali restano contenute

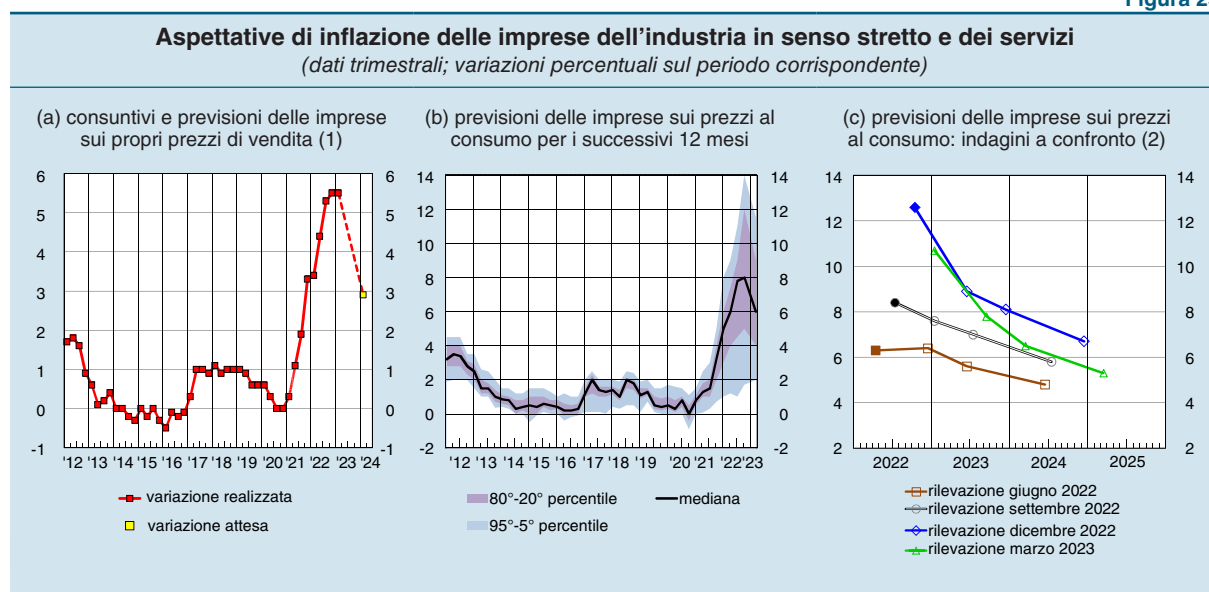
In febbraio l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno si è collocata al 10 per cento (dal massimo di oltre il 50 raggiunto lo scorso settembre); vi ha inciso la netta attenuazione della componente energetica, ma anche la riduzione della dinamica dei prezzi degli altri beni ha contribuito alla flessione. In marzo l'indicatore PMI dei costi degli input per le imprese manifatturiere ha continuato a scendere, attestandosi per il secondo mese consecutivo al di sotto della soglia coerente con un rialzo. Le pressioni sui prezzi derivanti dalla dinamica salariale rimangono nel complesso contenute

(cfr. il par. 2.5). Nel quarto trimestre dello scorso anno è proseguita la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore privato non agricolo (2,4 per cento nella media del 2022, dall'1,3 nel 2021), principalmente per effetto del calo della produttività. I margini di profitto – misurati dal rapporto tra il deflatore della produzione e i costi variabili unitari (mark-up) – sono lievemente aumentati nella manifattura e nelle costruzioni, tornando su valori prossimi a quelli osservati nel quarto trimestre del 2019, prima dello scoppio della pandemia; nei servizi privati restano significativamente al di sotto di quei valori.

Le aspettative di inflazione di famiglie e imprese continuano ad attenuarsi

In marzo, secondo le inchieste dell'Istat, la quota di famiglie che si attendevano una riduzione delle pressioni inflazionistiche è di nuovo aumentata, risultando doppia rispetto a quella dei nuclei che ne prefiguravano un rialzo. Su orizzonti più lunghi, secondo la *Consumer Expectations Survey* della Banca centrale

Figura 25



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 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 due mesi prima); il dato viene fornito nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative. 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.

europea, in febbraio le aspettative di inflazione a tre anni delle famiglie italiane hanno continuato a scendere marcatamente, collocandosi su un valore mediano del 2,1 per cento, circa un punto percentuale in meno rispetto alla fine dello scorso anno. Anche l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta presso le imprese indica un'attenuazione delle attese sull'inflazione al consumo su tutti gli orizzonti previsivi (fig. 25). Secondo le aziende intervistate, la crescita dei propri listini nei prossimi dodici mesi inizierebbe a diminuire in maniera marcata per la prima volta dalla fine del 2020.

2.7 LE BANCHE

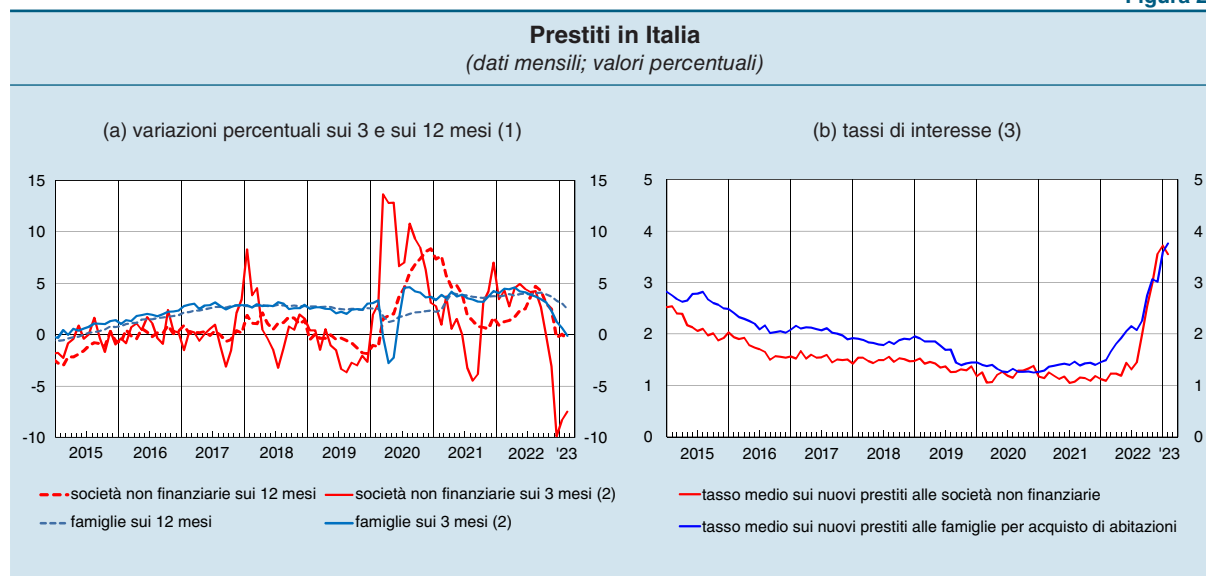
Tra novembre e febbraio la dinamica dei prestiti bancari si è fortemente ridotta, in particolare per quelli alle imprese, risentendo dell'aumento dei costi di finanziamento e di criteri di offerta più stringenti. Il rialzo dei tassi ufficiali continua a trasmettersi al costo del credito. Nonostante le recenti tensioni, seguite al dissesto di alcuni intermediari negli Stati Uniti e in Svizzera, il sistema bancario italiano si trova in condizioni migliori nel confronto con passati episodi di crisi. Il tasso di deterioramento del credito è rimasto contenuto; nel 2022 redditività e patrimonializzazione dei gruppi bancari significativi sono salite.

Il credito alle società non finanziarie si è ridotto...

In febbraio il credito al settore privato non finanziario è diminuito del 3,2 per cento (valutato sui tre mesi e in ragione d'anno; fig. 26.a), per effetto della forte riduzione di quello alle imprese (-7,5 per cento, da -3,1 in novembre).

Queste ultime hanno effettuato ingenti rimborsi, attingendo all'ampia liquidità che detenevano presso le banche. La contrazione riflette un indebolimento diffuso a tutti i settori e in particolare il calo nei servizi. La crescita dei prestiti alle famiglie si è sostanzialmente annullata (-0,1 per cento, da 2,3 sui tre mesi), principalmente per il rallentamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

Figura 26



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le variazioni percentuali sui 3 mesi sono in ragione d'anno. – (2) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo. – (3) Valori medi. I tassi sui prestiti si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

... risentendo di criteri di offerta più restrittivi e dell'aumento dei costi di finanziamento

Le banche italiane intervistate lo scorso gennaio nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)⁸ hanno segnalato un ulteriore inasprimento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese nel quarto trimestre del 2022, riconducibile principalmente a una più elevata percezione del rischio e a una minore tolleranza dello stesso da parte degli intermediari. Nelle valutazioni delle banche, la domanda di credito delle imprese avrebbe risentito negativamente dell'aumento del livello generale dei tassi di interesse e delle minori necessità di finanziamento per finalità di investimento; sarebbero invece cresciute le richieste per soddisfare il fabbisogno di capitale circolante. I criteri di offerta applicati alle famiglie sono stati lievemente irrigiditi per i prestiti finalizzati all'acquisto di abitazioni e sono rimasti invariati per il credito al consumo; la domanda sarebbe diminuita in entrambi i comparti, per effetto soprattutto dell'aumento dei tassi di interesse. Gli intermediari dichiaravano di attendersi per il primo trimestre del 2023 un ulteriore inasprimento delle politiche di concessione del credito alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

I rialzi dei tassi ufficiali continuano a trasmettersi al costo del credito per imprese e famiglie

Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è salito di circa 60 punti base da novembre (al 3,6 per cento in febbraio; fig. 26.b). Il costo dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è salito al 3,8 per cento (dal 3,1), rispecchiando l'incremento del tasso sia sui mutui a tasso variabile (al 3,7 per cento) sia su quelli a tasso fisso (al 3,8 per cento).

Tavola 7

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Novembre 2022	Febbraio 2023	Novembre 2022	Febbraio 2023
Attività				
Prestiti a residenti (3)	1.743	1.713	2,2	-0,2
di cui: a imprese (4)	665	644	2,5	-0,5
a famiglie (5)	682	679	3,7	2,5
Attività verso controparti centrali (6)	36	37	-2,4	3,5
Titoli di debito (7)	532	542	1,6	0,7
di cui: titoli di AA.PP. (8)	393	391	2,3	-0,8
Attività verso Eurosystema (9)	342	264	-20,1	-35,0
Attività sull'estero (10)	509	501	5,1	3,2
Altre attività (11)	880	904	15,9	18,8
Totale attivo	4.042	3.961	2,7	0,5
Passività				
Depositi di residenti (3) (12) (13)	1.845	1.813	0,4	-2,4
Depositi di non residenti (10)	322	349	4,5	10,9
Passività verso controparti centrali (6)	113	114	14,9	-0,9
Obbligazioni (13)	208	214	-2,9	3,9
Passività verso Eurosystema (9)	415	329	-7,5	-27,5
Passività da cessione di crediti	112	125	-4,8	3,5
Capitale e riserve	344	347	-0,2	2,1
Altre passività (14)	682	671	19,8	23,2
Totale passivo	4.042	3.961	2,7	0,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

⁸ All'indagine hanno partecipato 13 tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *January 2023 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 31 gennaio 2023.

La raccolta bancaria è diminuita

In febbraio la raccolta delle banche si è contratta del 4,4 per cento sui dodici mesi. La diminuzione ha riflesso principalmente l'ulteriore calo delle passività verso l'Eurosistema a seguito dei rimborsi volontari e della scadenza della seconda operazione del programma TLTRO3 lo scorso dicembre (cfr. il par. 1.2). La raccolta ha risentito anche della flessione dei depositi dei residenti⁹: famiglie e imprese hanno trasferito parte dei loro fondi dai conti correnti verso attività finanziarie caratterizzate da una più elevata remunerazione (tav. 7). Il costo della raccolta è ulteriormente aumentato, soprattutto per effetto del rialzo dei tassi di interesse sul mercato monetario.

Aumentano le tensioni sul sistema bancario internazionale, ma le condizioni di quello italiano sono migliori rispetto al passato

Le tensioni sul sistema bancario internazionale, scaturite dagli episodi di dissesto verificatisi negli Stati Uniti e in Svizzera, si sono ripercosse anche sulle previsioni degli analisti e sulle valutazioni di mercato dei principali intermediari italiani. Tuttavia le banche italiane si trovano in una condizione significativamente migliore di quella osservata in occasione di passati episodi di crisi (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati bancari internazionali e la situazione degli intermediari italiani*).

LE TENSIONI SUI MERCATI BANCARI INTERNAZIONALI E LA SITUAZIONE DEGLI INTERMEDIARI ITALIANI

Nel mese di marzo il settore bancario statunitense è stato interessato da episodi di forte tensione, innescati dal fallimento di Silicon Valley Bank (SVB), la sedicesima banca statunitense per dimensione, con un attivo consolidato di poco superiore a 200 miliardi di dollari. La crisi ha fatto seguito all'insuccesso del tentativo da parte della banca di raccogliere nuovo capitale per coprire le perdite subite a fronte della vendita di un ingente ammontare di titoli, operazione effettuata per sopperire ai deflussi di depositi. Anche a causa del crollo delle quotazioni azionarie, i deflussi sono ulteriormente aumentati e il 10 marzo SVB è stata dichiarata insolvente ed è stata rilevata dalla *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC). Una banca più piccola (Silvergate Bank) era appena entrata in liquidazione volontaria e un'altra (Signature Bank) è fallita lo stesso giorno. La concomitanza di questi eventi ha alimentato i timori che i dissesti bancari potessero diffondersi, inducendo un repentino aumento dell'avversione al rischio sui mercati finanziari globali (cfr. il par. 1.3).

SVB presentava evidenti fragilità, sia nella struttura della raccolta sia nella strategia di investimento. Era caratterizzata da un'elevata concentrazione dei depositanti, in gran parte aziende operanti nel settore *high-tech*; la quota di depositi assicurati era inoltre minima (pari a circa il 10 per cento del totale), rendendo la banca particolarmente vulnerabile a crisi di fiducia in caso di tensioni. Dal lato delle attività, SVB aveva elevati investimenti in titoli a reddito fisso a lunga scadenza, con una notevole esposizione al rischio di aumenti dei tassi di interesse. L'intermediario operava inoltre in un quadro regolamentare reso meno stringente dalle modifiche apportate nel 2018 al *Dodd-Frank Act*¹, che avevano introdotto regimi differenziati tra banche in base al volume di attività².

Le autorità statunitensi hanno reagito intervenendo su due fronti. Da un lato, la FDIC ha esteso la piena protezione a tutti i depositi di SVB e di Signature Bank (anche a quelli non assicurati) sulla base dell'esistenza di un rischio per l'intero sistema bancario. Dall'altro, la Federal Reserve ha istituito una

¹ Si tratta del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, la legge del 2010 che aveva ridisegnato la regolamentazione finanziaria negli Stati Uniti.

² In particolare, SVB non era soggetta ai requisiti dell'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) e del coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) e aveva requisiti di leva finanziaria meno severi di quelli richiesti alle banche di maggiore dimensione.

⁹ La raccolta bancaria è infatti data dalla somma delle seguenti voci: depositi di residenti, depositi di non residenti, passività verso controparti centrali (al netto dei pronti contro termine attivi), obbligazioni e passività verso l'Eurosistema.

nuova linea di liquidità, il *Bank Term Funding Program*, che concede prestiti di durata fino a un anno agli intermediari a fronte di garanzie a basso rischio valutate al valore nominale.

Nella settimana del 13 marzo il valore delle azioni della banca svizzera Credit Suisse è crollato, in seguito a una crisi di fiducia nei confronti di questo intermediario³. Il 19 marzo le autorità elvetiche sono intervenute per agevolare l'acquisizione della banca da parte di UBS; l'operazione ha previsto l'azzeramento delle obbligazioni subordinate aggiuntive di classe 1 (*additional tier 1*, AT1) emesse da Credit Suisse, a fronte di un sacrificio soltanto parziale degli azionisti ordinari.

Di questi eventi hanno risentito anche le banche dell'area dell'euro, con cali consistenti delle quotazioni azionarie, in parte rientrati nelle settimane successive.

In Italia l'impatto delle tensioni seguite a questi dissesti bancari è stato in linea con quello del resto delle banche europee, e nel complesso contenuto. Dopo aver subito una flessione di circa il 15 per cento nei giorni successivi al fallimento di SVB, nelle settimane seguenti le quotazioni azionarie sono risalite dell'8 per cento e alla fine di marzo risultavano in crescita del 17 per cento rispetto ai valori di inizio anno. Il rapporto tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*) delle maggiori banche italiane quotate si collocava alla stessa data al 70 per cento (dal 75 di inizio marzo), mentre le aspettative degli analisti sul rendimento a un anno del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) rimanevano sostanzialmente invariate, intorno al 9 per cento. Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni delle banche italiane e i tassi privi di rischio si è allargato in misura analoga alla media dell'area dell'euro (cfr. il par. 2.8).

In Italia, come nel resto dell'area, tutte le banche – indipendentemente dalla loro dimensione – sono assoggettate sia al rispetto di requisiti prudenziali (anzitutto di capitale e di liquidità) in linea con quelli previsti dagli accordi di Basilea, sia a un regime di supervisione rigoroso e basato sulle migliori prassi internazionali.

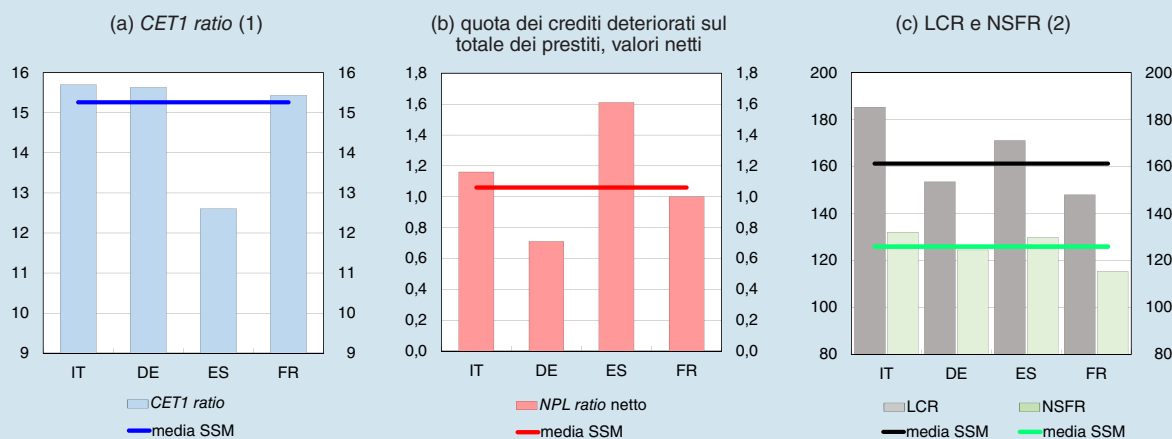
Negli ultimi anni il rafforzamento dei bilanci degli intermediari italiani (conseguito anche sotto la spinta dell'ampia revisione regolamentare successiva allo scoppio della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani dell'area dell'euro) è stato significativo. Alla fine dello scorso anno il livello medio di patrimonializzazione, valutato con riferimento al capitale di migliore qualità, era più elevato della media delle maggiori banche europee (figura, pannello a) e oltre il doppio di quello osservato poco prima della crisi finanziaria globale. Alla stessa data, inoltre, l'incidenza dei prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) era scesa su livelli contenuti e in linea con la media europea (figura, pannello b).

L'esposizione al rischio di tasso di interesse sul portafoglio bancario è oggetto di costante monitoraggio da parte della supervisione. Degli approfondimenti condotti, anche alla luce dei mutati orientamenti di politica monetaria, si è già tenuto conto lo scorso anno nella definizione del requisito di capitale aggiuntivo di secondo pilastro per le banche direttamente vigilate dalla Banca d'Italia (*less significant institutions*, LSI).

Le minusvalenze del portafoglio di titoli di debito valutati al costo ammortizzato (che non determinano un effetto diretto sulla redditività o sul patrimonio) emergerebbero solo nel caso in cui le banche si trovassero nella necessità di vendere i titoli prima della scadenza. Questa eventualità è tuttavia poco

³ Credit Suisse presentava da anni alcune difficoltà (tra cui quelle legate alla sua esposizione al fondo Arcegos e alla società di investimento Greensill) che avevano richiamato l'attenzione dei mercati e delle autorità di vigilanza; nell'ottobre del 2022 aveva predisposto un piano di ristrutturazione che prevedeva un forte ridimensionamento dell'attività di *investment banking*.

Indicatori di patrimonializzazione, qualità del credito e liquidità del sistema bancario (valori percentuali; dati di fine 2022)



Fonte: segnalazioni di vigilanza armonizzate. I dati si riferiscono all'insieme delle banche significative di ciascun paese e al totale delle banche significative europee per la media del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM).

(1) Il *CET1 ratio* è dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) e le attività ponderate per il rischio. – (2) L'LCR è dato dal rapporto tra il totale delle attività liquide di elevata qualità e il totale dei deflussi di cassa netti calcolato per un orizzonte futuro di 30 giorni di calendario. L'NSFR è dato dal rapporto tra la provvista stabile disponibile, calcolata moltiplicando le passività e i fondi propri dell'ente per coefficienti che riflettono il loro grado di stabilità sull'orizzonte di un anno, e il fabbisogno di provvista stabile, ottenuto moltiplicando le attività e le esposizioni fuori bilancio dell'ente per coefficienti che riflettono le loro caratteristiche di liquidità e le loro durate residue nel medesimo orizzonte temporale.

probabile, anche per il fatto che i presidi di liquidità risultano adeguati in un orizzonte sia di breve periodo (anche in condizioni di stress) sia di medio termine. Alla fine dello scorso anno il *liquidity coverage ratio* (LCR) e il *net stable funding ratio* (NSFR) erano in media rispettivamente pari a circa il 190 e il 130 per cento, molto al di sopra dei minimi regolamentari (in entrambi i casi pari al 100 per cento) e superiore ai valori medi delle maggiori banche europee (figura, pannello c); nessun intermediario evidenziava un valore inferiore alla soglia minima. Inoltre più della metà dell'ammontare complessivo dei depositi bancari detenuti dalla clientela era protetto dai sistemi di garanzia nazionali.

In un contesto ancora contraddistinto da elevata incertezza, le autorità di vigilanza europee e nazionali continuano a seguire da vicino l'evoluzione della situazione degli intermediari.

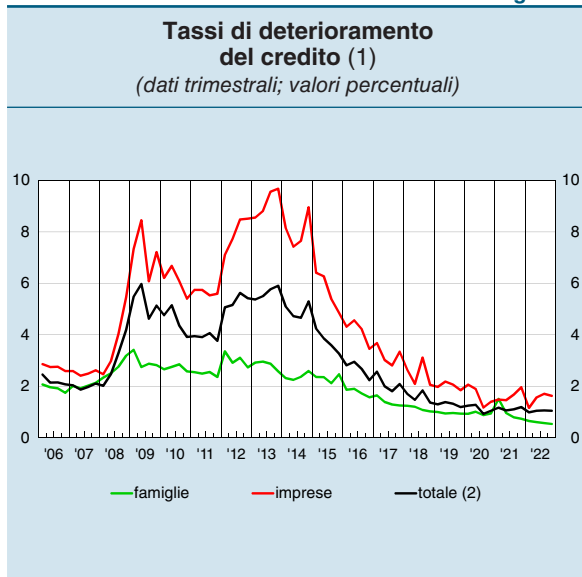
Il tasso di deterioramento del credito si è mantenuto su livelli contenuti...

Nel quarto trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è rimasto pressoché stabile (all'1,0 per cento al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 27). Rispetto al trimestre precedente l'indicatore è marginalmente sceso per le imprese (all'1,6 per cento), mentre non ha mostrato variazioni sostanziali per le famiglie (0,5 per cento). L'incidenza lorda dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti dei gruppi bancari significativi si è ridotta e si colloca su valori contenuti, in linea con la media europea; è rimasta invariata l'incidenza al netto delle rettifiche di valore. Il tasso di copertura di questi crediti è diminuito per effetto delle cessioni di prestiti caratterizzati da livelli di copertura superiori alla media (tav. 8).

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

Nel 2022 la redditività dei gruppi significativi è migliorata. L'aumento del ROE al netto delle componenti straordinarie ha riflesso principalmente la crescita del margine di interesse, che ha più che compensato la riduzione degli altri ricavi. I costi operativi si sono leggermente ridotti, mentre le rettifiche di valore su crediti sono diminuite in misura più consistente.

Figura 27



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto dei prestiti deteriorati rettificati, alla fine del trimestre precedente e in ragione d'anno. Dati depurati dalla componente stagionale, qualora presente. – (2) Il totale include famiglie, imprese, società finanziarie, estero, amministrazioni pubbliche, istituzioni senza scopo di lucro.

Tavola 8

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

	VOCI	Settembre 2022	Dicembre 2022
Crediti deteriorati (2)			
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti		2,6	2,4
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti		1,2	1,2
Tasso di copertura (3)		53,9	53,5
Patrimonio di vigilanza			
Common equity tier 1 (CET1) ratio		14,7	15,7
<hr/>			
	VOCI	2021	2022
Redditività			
Return on equity (ROE) (4)		5,7	8,6
Margine di interesse (5)		-2,0	20,0
Margine di intermediazione (5)		5,3	6,0
Costi operativi (5)		-2,2	-0,9
Risultato di gestione (5)		25,2	20,5
Rettifiche di valore su crediti (5)		-36,8	-17,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

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

La patrimonializzazione si è ampliata

Nell'ultimo trimestre dell'anno la patrimonializzazione dei gruppi significativi si è ampliata in misura rilevante, superando largamente quella osservata prima della pandemia. All'incremento hanno contribuito sia la riduzione degli attivi ponderati, soprattutto dei due maggiori gruppi, sia la crescita del capitale di migliore qualità, in particolare a seguito della ricapitalizzazione di Monte dei Paschi di Siena.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

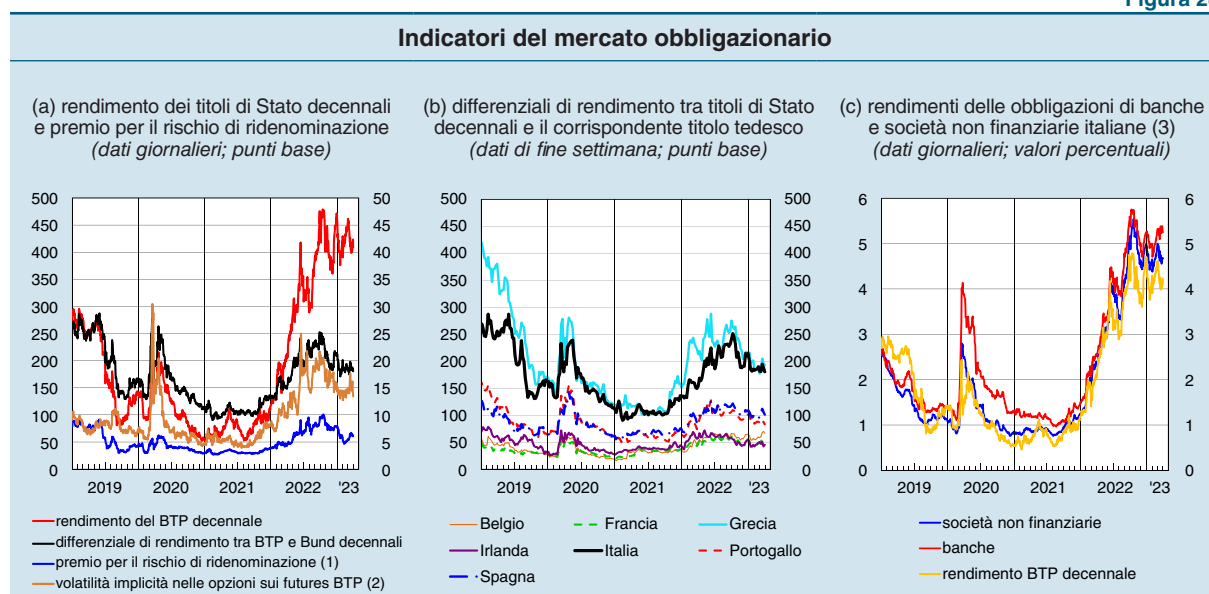
In Italia, come negli altri principali mercati, le tensioni innescate alla fine della prima decade di marzo dal dissesto di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera hanno influenzato l'andamento dei prezzi delle attività finanziarie. I rendimenti dei titoli di Stato e le quotazioni azionarie, cresciuti in gennaio e febbraio, sono diminuiti bruscamente con i primi segnali di instabilità nel settore bancario internazionale; anche la volatilità è aumentata, mentre il differenziale di rendimento dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi è rimasto stabile.

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

Il rendimento dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale era fortemente aumentato nei primi mesi dell'anno, riflettendo i rinnovati timori degli operatori che i tassi di politica monetaria dell'area venissero innalzati su livelli più elevati e per un periodo più prolungato di quanto precedentemente previsto. Dalla fine della prima decade di marzo, il dissesto di alcune banche statunitensi e la crisi di Credit Suisse hanno messo in evidenza i rischi per la stabilità finanziaria connessi con il rapido e marcato aumento dei tassi di riferimento e hanno determinato bruschi cali dei rendimenti a livello globale (cfr. il par. 1.3). Nel complesso il rendimento dei titoli di Stato

italiani è leggermente cresciuto, di 9 punti base, collocandosi alla fine del mese al 4,1 per cento (fig. 28.a). Con le tensioni nel settore bancario internazionale, la volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è marcatamente salita e il differenziale di rendimento rispetto ai titoli pubblici tedeschi si è temporaneamente ampliato, per poi ritornare su valori simili a quelli di metà gennaio (fig. 28.b).

Figura 28

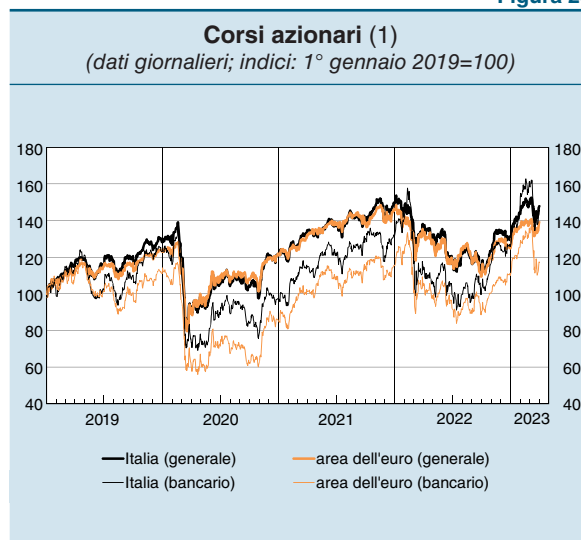


(1) Differenza tra il premio sul contratto CDS ISDA 2014 a 5 anni sul debito sovrano italiano e quello sul CDS ISDA 2003 di pari scadenza. Il regolamento ISDA 2014, rispetto a quello del 2003, offre una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante. – (2) Volatilità implicita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

La raccolta obbligazionaria è divenuta più costosa

Anche i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e delle banche italiane sono saliti (di 9 e 22 punti base, rispettivamente; fig. 28.c), seppure in misura minore rispetto a quelli dell'area dell'euro (24 e 35 punti, rispettivamente). Vi hanno contribuito i rialzi dei rendimenti privi di rischio e, in marzo, l'aumento del premio per il rischio di credito seguito alle forti tensioni sul comparto bancario internazionale. Nel quarto trimestre le società non finanziarie hanno effettuato rimborsi netti di titoli obbligazionari per 0,1 miliardi di euro, mentre sono state registrate emissioni nette per 3,7 miliardi da parte delle banche. Sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg, nei mesi invernali le emissioni nette di titoli sarebbero state positive per le società non finanziarie, sarebbero diventate invece negative per le banche.

Figura 29



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

Le quotazioni azionarie sono salite in un contesto di elevata volatilità

Dalla metà di gennaio l'indice della borsa italiana è aumentato, così come quello del comparto bancario (del 4,8 e del 5,2 per cento, rispettivamente; fig. 29). Le quotazioni erano salite significativamente in gennaio e, in misura minore, in febbraio, in seguito alla pubblicazione di dati sugli utili del quarto trimestre del 2022 superiori alle attese e di indicatori che segnalavano un rallentamento dell'economia meno marcato del previsto; le quotazioni del settore bancario erano anche state sostenute dalla crescita della redditività attesa (cfr. il par. 2.7). Dalla fine della prima decade di marzo, al dissesto di alcune banche statunitensi e di Credit Suisse sono seguiti un brusco aumento della volatilità e forti pressioni al ribasso sui corsi azionari, soprattutto nel comparto finanziario, che hanno pesato sull'andamento dei prezzi delle azioni.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2022, tenuto conto anche della riclassificazione statistica di alcuni crediti di imposta relativi al comparto edilizio, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è stato pari all'8,0 per cento, dal 9,0 del 2021. La riclassificazione determina una diversa ripartizione temporale del costo di questi benefici fiscali, che non modifica la sua dimensione complessiva né l'impatto sul debito. Il peso di quest'ultimo sul prodotto è diminuito di oltre 5 punti percentuali, anche grazie alla dinamica favorevole del differenziale fra onere medio del debito e crescita nominale del PIL. Nel primo trimestre il Governo è intervenuto in materia di agevolazioni per l'edilizia e ha varato il disegno di legge delega di riforma fiscale.

Nel 2022 l'indebitamento netto è diminuito di un punto percentuale...

Secondo i dati di consuntivo diffusi dall'Istat, nel 2022 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso di un punto percentuale, all'8,0 per cento (tav. 9). Il calo riflette la diminuzione del disavanzo primario di circa 2 punti (al 3,6 per cento), a fronte di un aumento della spesa per interessi di quasi un punto percentuale.

Questi valori di consuntivo riflettono il nuovo trattamento statistico di alcuni crediti di imposta per interventi edilizi (in particolare il Superbonus 110 per cento e il Bonus facciate), che sono ora classificati come "pagabili" e contabilizzati per l'intero ammontare maturato nell'anno di formazione del credito, anziché negli anni in cui quest'ultimo viene progressivamente utilizzato¹⁰. Soprattutto a seguito di questa riclassificazione, l'Istat ha rivisto al rialzo l'indebitamento netto del 2020 e del 2021, rispettivamente di 0,2 e 1,8 punti percentuali del PIL (portandolo al 9,7 e al 9,0 per cento). L'indebitamento netto del 2022 risulta di 2,4 punti percentuali superiore alla stima contenuta nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022* (NADEF 2022) dello scorso novembre, che contabilizzava i crediti di imposta come "non pagabili". La riclassificazione statistica di questi crediti di imposta non modifica il loro costo complessivo né ha conseguenze per il rapporto tra il debito e il PIL: muta solo il profilo temporale dell'effetto sul disavanzo, non più diluito negli anni ma concentrato nel momento della maturazione del beneficio fiscale.

¹⁰ Le linee guida contenute nel *Manual on government deficit and debt* dell'Eurostat, aggiornate lo scorso febbraio, condizionano la contabilizzazione dei bonus edilizi alla probabilità di utilizzo del credito nella sua interezza. Un credito di imposta è definito come "non pagabile" (*non-payable*) qualora vi siano limiti alla sua fruibilità (ad es. per incapienza dell'imposta sul reddito nell'anno di riferimento); in tal caso il credito deve essere contabilizzato come minore gettito nell'anno di utilizzo (criterio di cassa). Se invece vi è una ragionevole certezza dell'utilizzo del credito per il suo importo complessivo (come per i bonus che prevedono la cessione del credito stesso), questo è definito come "pagabile" (*payable*) e deve essere registrato come maggiore spesa nell'anno di riferimento per un ammontare pari all'intero importo maturato (criterio di competenza).

... per effetto di una crescita delle entrate superiore a quella delle spese

Nel 2022 le entrate complessive sono salite del 7,9 per cento (68 miliardi di euro; tav. 9). Tra quelle correnti sono particolarmente aumentate le imposte dirette e quelle indirette, sostenute soprattutto da Ires e IVA, insieme ai contributi sociali. L'incremento delle entrate in conto capitale, quasi raddoppiate rispetto allo scorso anno, è per lo più riconducibile alle sovvenzioni connesse con il programma NGEU. La pressione fiscale è rimasta sostanzialmente stabile, al 43,5 per cento.

Le uscite al netto degli interessi delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute del 4,1 per cento (39,2 miliardi di euro): l'aumento delle spese primarie correnti è stato solo in parte compensato dalla diminuzione delle spese in conto capitale. L'incidenza della spesa primaria sul prodotto si è tuttavia ridotta di 1,4 punti, al 52,4 per cento.

Il rapporto tra il debito e il PIL è diminuito Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è sceso al 144,4 per cento¹¹, dal 149,9 del 2021: il disavanzo primario è stato più che compensato dall'effetto dell'ampio differenziale tra la crescita nominale del prodotto e l'onere medio del debito e da altre componenti residuali, riconducibili tra l'altro alla contabilizzazione per competenza nell'indebitamento netto dei crediti di imposta non ancora fruiti (fig. 30). Il debito è aumentato di 77,4 miliardi di euro (tav. 10); questa variazione è stata superiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (46,6 miliardi), soprattutto a causa della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

Alla fine dello scorso anno la quota del debito detenuta dalla Banca d'Italia si è collocata al 26,2 per cento (dal 25,3 di fine 2021); quella detenuta dai non residenti è stata pari al 26,8 per cento (dal 29,2). L'onere medio sul debito è aumentato di 0,6 punti percentuali rispetto alla fine del 2021, al 3,1 per cento. La vita media residua è risultata in lieve aumento, a 7,7 anni.

¹¹ In questo Bollettino vengono diffusi i dati sul debito e sul fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche rivisti in occasione della notifica trasmessa lo scorso 31 marzo alla Commissione europea nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Le revisioni rispetto ai dati pubblicati lo scorso 15 marzo riflettono l'ampliamento del perimetro delle Amministrazioni pubbliche definito dall'Istat in accordo con l'Eurostat, nonché l'ordinario aggiornamento delle fonti; per ulteriori dettagli, cfr. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

Tavola 9

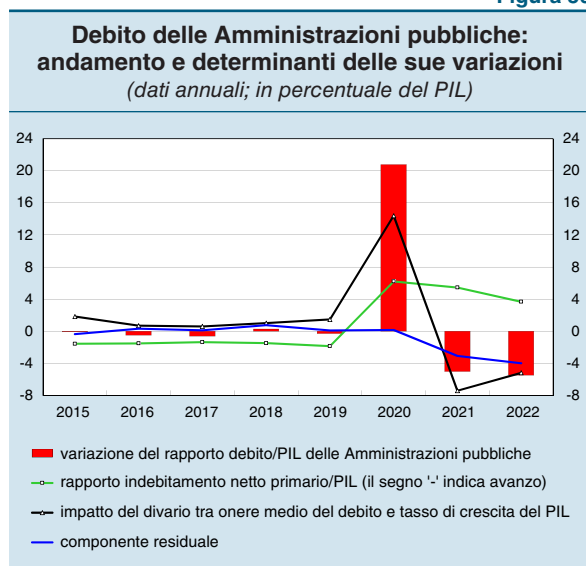
Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche

VOCI	Miliardi di euro		Variazioni percentuali	
	2021	2022	2021	2022
SPESE				
Redditi da lavoro	176,8	186,9	2,1	5,8
Consumi intermedi	110,3	115,2	7,2	4,5
Prestazioni sociali in natura	47,8	50,8	3,6	6,2
Prestazioni sociali in denaro	397,9	406,9	-0,3	2,3
Interessi passivi	63,7	83,2	11,1	30,6
Altre spese correnti	81,6	95,6	7,5	17,0
Spese correnti	878,0	938,6	2,7	6,9
in % del PIL	49,1	49,2		
Spese correnti al netto degli interessi	814,4	855,4	2,1	5,0
in % del PIL	45,6	44,8		
Investimenti (1)	52,1	51,5	20,9	-1,1
Altre spese in conto capitale	94,5	93,2	93,0	-1,3
Spese in conto capitale	146,6	144,7	59,2	-1,3
Totale spese al netto degli interessi	960,9	1.000,1	8,0	4,1
in % del PIL	53,8	52,4		
TOTALE SPESE	1.024,6	1.083,3	8,2	5,7
in % del PIL	57,3	56,7		
ENTRATE				
Imposte dirette	267,7	290,4	6,8	8,5
Imposte indirette	260,1	276,5	14,5	6,3
Contributi sociali	246,1	261,0	7,1	6,1
Produzione vendibile e per uso proprio	43,7	47,2	12,9	7,9
Altre entrate correnti	35,9	38,7	3,1	7,9
Entrate correnti	853,5	913,8	9,3	7,1
in % del PIL	47,7	47,9		
Entrate in conto capitale	9,9	17,6	89,0	77,5
di cui: imposte	1,6	1,7	69,3	6,9
TOTALE ENTRATE	863,4	931,4	9,8	7,9
in % del PIL	48,3	48,8		
di cui: pressione fiscale	43,4	43,5		
INDEBITAMENTO NETTO	-161,2	-151,9		
in % del PIL	-9,0	-8,0		
Saldo primario	-97,5	-68,7		
in % del PIL	-5,5	-3,6		

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *Conto trimestrale delle AP. Reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 5 aprile 2023).

(1) Sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

Figura 30



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

Nel primo trimestre di quest'anno si è registrato un peggioramento dei dati di cassa (fig. 31), in larga parte dovuto a fattori straordinari ed effetti di calendario: il fabbisogno del settore statale è stato pari a circa 54 miliardi, in aumento di circa 24 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2022.

Il Governo è intervenuto in materia di agevolazioni per l'edilizia e ha approvato il disegno di legge delega di riforma fiscale

Alla metà di febbraio il Governo è intervenuto in materia di agevolazioni fiscali per l'edilizia. In particolare, con alcune eccezioni relative agli interventi già in corso, ha eliminato la possibilità di ricorrere allo sconto in

fattura o alla cessione del credito per beneficiare di tali agevolazioni. Lo scorso mese il Consiglio dei ministri ha inoltre approvato un disegno di legge delega per rivedere diversi aspetti del sistema tributario. Tra gli interventi principali: la rimodulazione delle spese fiscali e degli scaglioni dell'Irpef, la progressiva abolizione dell'IRAP (sostituita da una sovrainposta dell'Ires), una riforma delle sanzioni e delle norme volte a prevenire e ridurre l'evasione e l'elusione fiscale. I decreti legislativi andranno emanati entro due anni dall'approvazione della delega da parte del Parlamento.

Alcune misure di sostegno a fronte dei rincari energetici sono state prorogate al secondo trimestre del 2023

Con il DL 34/2023 il Governo ha varato alla fine di marzo ulteriori misure di natura temporanea per contrastare gli effetti dell'aumento dei costi energetici sui bilanci di famiglie e imprese. Sono stati prorogati sino alla fine di giugno la riduzione dell'IVA e delle aliquote relative agli oneri di sistema sul consumo di gas, i bonus sociali nonché i crediti di imposta a parziale compensazione dell'aumento dei costi energetici sostenuti dalle aziende. Per il periodo compreso

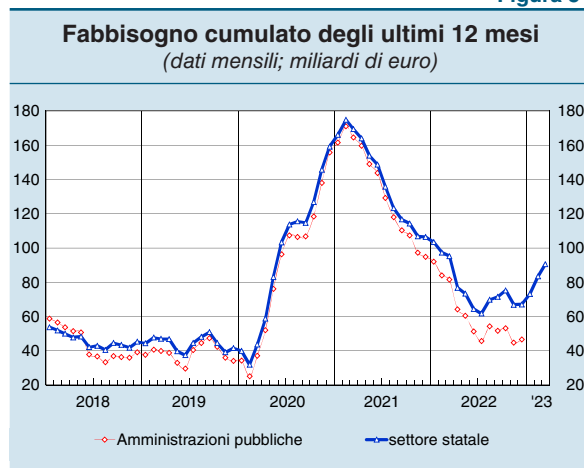
Tavola 10

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

VOCI	2019	2020	2021	2022
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	28,7	163,2	106,2	77,4
(a) Fabbisogno complessivo	34,1	155,8	94,8	46,6
di cui: sostegno ai paesi UEM	-0,4	-0,2	-0,4	-1,0
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	-2,2	9,6	5,0	-4,0
(c) Scarti di emissione (1)	-3,3	-1,9	6,2	34,6
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,1	-0,3	0,2	0,2
Debito	2.410,2	2.573,4	2.679,6	2.757,0
in % del PIL	134,1	154,9	149,9	144,4

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

Figura 31



Fonte: Banca d'Italia e, per il settore statale, Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF).

tra il 1° ottobre e il 31 dicembre 2023 è stato inoltre previsto per tutti i cittadini un contributo per le spese di riscaldamento, differenziato in base alle zone climatiche, qualora il prezzo del gas superi specifiche soglie da determinare con successiva regolamentazione. Il provvedimento ha un impatto nullo sull'indebitamento: impiega risorse per quasi 5 miliardi e individua le coperture in risparmi di spesa principalmente connessi con il minor utilizzo delle risorse stanziare in manovra per i crediti di imposta nel primo trimestre del 2023.

È stata prolungata di un mese la fase di valutazione per il conseguimento dei traguardi e degli obiettivi del PNRR

Al fine di consentire approfondimenti sulla realizzazione e sull'ammissibilità di alcuni interventi, il Governo ha concordato con la Commissione europea di prolungare di un mese, sino alla fine di aprile, il periodo di valutazione sul conseguimento dei 55 traguardi e obiettivi (relativi al secondo semestre del 2022) previsti per l'erogazione della terza rata dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (19 miliardi al netto della quota del prefinanziamento; cfr. *Bollettino economico*, 1, 2023). Finora sono stati versati quasi 67 miliardi tra sovvenzioni e prestiti, su 192 destinati al nostro paese.

