



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

gennaio 2023

1 | 2023



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 1 / 2023**  
**Gennaio**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione** (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

**Questioni di economia e finanza** (Occasional Papers)

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

© Banca d'Italia, 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**

Claire Giordano e Guido Bulligan (coordinamento), Lorenzo Bencivelli, Francesco Corsello, Emanuele Dicarlo, Salvatore Lattanzio, Federico Calogero Nucera, Maria Lisa Rodano, Stefano Schiaffi, Enrico Tosti

Daniela Falcone, Valentina Memoli e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Francesco Corsello, Francesco D'Amuri, Antonietta Di Salvatore, Tullia Padellini, Francesco Palazzo, Maria Lisa Rodano, Luca Rossi, Ilaria Supino

**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 13 gennaio 2023, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	8
1.2 L'area dell'euro	12
1.3 I mercati finanziari internazionali	20
<b>2</b> L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	23
2.2 Le imprese	24
2.3 Le famiglie	29
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	31
2.5 Il mercato del lavoro	34
2.6 La dinamica dei prezzi	36
2.7 Le banche	40
2.8 Il mercato finanziario	44
2.9 La finanza pubblica	48
2.10 Le prospettive	52

---

## INDICE DEI RIQUADRI

Andamenti recenti nel mercato del lavoro: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti	14
I rincari energetici e le implicazioni per l'attività delle imprese italiane	25
La trasmissione dei rincari energetici all'inflazione al consumo in Italia e nell'area dell'euro	38
La detenzione di criptoattività da parte delle famiglie italiane	46
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	53

---

---

## 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

**L'economia mondiale mostra segnali di debolezza; le quotazioni energetiche scendono**

*Il quadro ciclico globale è tornato a peggiorare nel quarto trimestre. Secondo gli indicatori disponibili, l'attività nei paesi avanzati – ancora condizionata dalle ripercussioni della guerra in Ucraina e dall'elevata inflazione – ha rallentato; si è indebolita anche quella in Cina a causa delle misure imposte in ottobre e in novembre per contenere la pandemia di Covid-19. Il commercio internazionale avrebbe frenato in misura marcata. Il rallentamento della domanda mondiale ha contribuito a moderare il prezzo del petrolio; in Europa le quotazioni del gas naturale sono diminuite nettamente, pur restando su valori storicamente alti. Le istituzioni internazionali prefigurano un affievolimento della crescita mondiale per l'anno in corso per effetto soprattutto dei prezzi energetici ancora elevati, della debolezza del reddito disponibile delle famiglie e di condizioni finanziarie meno favorevoli.*

**Prosegue, seppure a ritmi meno elevati, il rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti e nel Regno Unito**

*Nelle riunioni di novembre e dicembre la Federal Reserve ha deliberato ulteriori incrementi del tasso di interesse di riferimento, rispettivamente di 75 e 50 punti base. Anche la Bank of England ha innalzato nuovamente il tasso ufficiale nelle ultime due riunioni, nella stessa misura, e ha avviato in novembre il programma di riduzione del suo bilancio. Dalla metà di ottobre le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono nel complesso migliorate, seppure con un temporaneo peggioramento nella seconda metà di dicembre, quando hanno risentito di un orientamento delle principali banche centrali più restrittivo delle attese. I rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine in Europa e negli Stati Uniti si sono riportati alla metà di gennaio su valori inferiori a quelli di ottobre.*

**Nell'area dell'euro l'attività è in rallentamento, mentre l'inflazione resta alta**

*Secondo gli indicatori congiunturali più recenti, il PIL dell'area dell'euro sarebbe rimasto pressoché stazionario*

*nell'ultimo trimestre del 2022. L'inflazione al consumo si è mantenuta elevata (9,2 per cento in dicembre su base annuale), benché in flessione da novembre; la componente di fondo ha continuato a rafforzarsi anche per effetto di una trasmissione graduale dei passati rincari energetici. La dinamica retributiva si è lievemente accentuata da ottobre. Il mercato recupero del tasso di partecipazione e il ristagno della produttività del lavoro – andamenti che si differenziano da quelli osservati negli Stati Uniti – insieme alle misure governative di sostegno alle famiglie hanno contribuito a contenere le richieste di aumenti salariali. Nell'esercizio previsivo dell'Eurosistema dello scorso dicembre, le stime di crescita del PIL sono state riviste al ribasso per l'anno in corso; quelle per l'inflazione sono state riviste al rialzo per il biennio 2023-24, riflettendo la trasmissione più intensa e persistente delle pressioni all'origine ai prezzi al consumo e l'innalzamento delle stime di crescita dei salari.*

**La BCE ha nuovamente alzato i tassi di riferimento e ha annunciato misure per la riduzione del bilancio dell'Eurosistema**

*Nelle riunioni di ottobre e dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato i tassi ufficiali, rispettivamente di 75 e 50 punti base, e ha comunicato che dovranno ancora aumentare significativamente e a un ritmo costante per favorire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo di medio termine. Il Consiglio ha anche deciso di rendere meno vantaggiose le condizioni applicate alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO3) e in dicembre ha annunciato i criteri in base ai quali procederà alla normalizzazione delle consistenze in titoli detenuti dall'Eurosistema a fini di politica monetaria. Il portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie (APP) sarà ridotto a un ritmo misurato e prevedibile, pari in media a 15 miliardi di euro al mese dall'inizio di marzo e sino alla fine del secondo trimestre del 2023. Il reinvestimento dei titoli in scadenza nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica (PEPP) proseguirà invece almeno sino alla fine del 2024 e sarà condotto in maniera flessibile.*

**Nel quarto trimestre l'attività economica in Italia si è indebolita**

Secondo le nostre stime, in Italia l'attività si è indebolita nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Vi avrebbero contribuito sia l'attenuazione del recupero del valore aggiunto dei servizi, ritornato sui valori pre-pandemici già nei mesi estivi, sia la flessione della produzione industriale. La spesa delle famiglie avrebbe rallentato, nonostante i provvedimenti di sostegno al reddito disponibile in un contesto di elevata inflazione. Le imprese intervistate nell'ambito delle indagini della Banca d'Italia considerano le condizioni per investire ancora sfavorevoli.

**Il disavanzo di conto corrente si è ampliato, a causa soprattutto del peggioramento del deficit energetico**

Nel bimestre ottobre-novembre le esportazioni di beni sarebbero rimaste stabili, mentre le importazioni sarebbero diminuite. È proseguito l'ampliamento del disavanzo di conto corrente, a causa soprattutto dell'ulteriore peggioramento del deficit energetico. La posizione creditoria netta sull'estero si conferma comunque solida.

**L'occupazione è cresciuta leggermente, mentre la dinamica salariale resta contenuta**

Il numero di occupati è tornato ad aumentare lievemente nel bimestre ottobre-novembre, ancora sostenuto dalla componente a tempo indeterminato per effetto delle trasformazioni delle posizioni temporanee avviate nel 2021. L'andamento delle retribuzioni si conferma contenuto, anche per il protrarsi dei processi negoziali nei servizi, dove è ancora alta la quota di dipendenti in attesa di rinnovo del contratto collettivo. Nel 2023 la dinamica salariale accelererebbe moderatamente.

**L'inflazione rimane elevata, ancora sospinta principalmente dall'energia**

Nei mesi autunnali l'inflazione armonizzata al consumo ha raggiunto nuovi massimi (12,3 per cento in dicembre su base annuale), sostenuta ancora dalla componente energetica, che continua a trasmettersi ai prezzi degli altri beni e dei servizi. Secondo nostre stime che considerano sia gli effetti diretti sia quelli indiretti, nella media del quarto trimestre poco più del 70 per cento dell'inflazione complessiva era riconducibile all'energia; nello stesso periodo le misure governative in mate-

ria energetica avrebbero mitigato la dinamica dei prezzi al consumo per oltre un punto percentuale.

**Prosegue l'aumento del costo del credito bancario**

Tra agosto e novembre i prestiti bancari al settore privato non finanziario hanno rallentato, risentendo dell'indebolimento sia della domanda delle imprese per finalità di investimento sia di quella delle famiglie per l'acquisto di abitazioni; le condizioni di offerta hanno registrato una moderata restrizione. Il rialzo dei tassi ufficiali si è trasmesso al costo del credito bancario, in misura sostanzialmente in linea con l'incremento medio nell'area dell'euro. Anche in Italia le condizioni dei mercati finanziari sono nel complesso migliorate dalla metà di ottobre. Il differenziale di rendimento dei titoli di Stato italiani rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi si è collocato alla metà di gennaio intorno a 185 punti base, ben al di sotto dei valori massimi raggiunti durante lo scorso anno.

**Nel 2022 sono migliorati i conti pubblici**

Le informazioni preliminari per il 2022 segnalano una significativa riduzione del disavanzo e dell'incidenza del debito pubblico sul prodotto. Nelle valutazioni ufficiali, rispetto al quadro a legislazione vigente, la legge di bilancio approvata dal Parlamento in dicembre accresce il disavanzo di 1,1 punti percentuali di PIL nel 2023; il debito pubblico in rapporto al prodotto continuerebbe a diminuire, seppure a ritmi più contenuti. Lo scorso novembre l'Italia ha ricevuto la seconda tranche dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, pari a 21 miliardi di euro.

**Il PIL rallenterebbe nel triennio 2023-25; l'inflazione si manterrebbe alta quest'anno per ridursi decisamente nel biennio successivo**

Le nostre proiezioni per l'economia italiana continuano ad avere un carattere puramente indicativo, dato l'attuale contesto di forte incertezza connessa soprattutto con l'evoluzione del conflitto in Ucraina. Nello scenario di base si ipotizza che le tensioni associate alla guerra si mantengano ancora elevate nei primi mesi del 2023 e si riducano gradualmente lungo l'orizzonte previsivo. Dopo un aumento di quasi il 4 per cento nel 2022, il PIL rallenterebbe quest'anno allo 0,6 per cento. La crescita tornerebbe a rafforzarsi nel biennio successivo, grazie all'accelerazione sia delle esportazioni sia della domanda interna. L'inflazione, salita quasi al 9 per

cento nello scorso anno, scenderebbe al 6,5 nel 2023 e in modo più marcato in seguito, portandosi al 2,0 per cento nel 2025.

**In caso di arresto delle forniture di energia dalla Russia, il PIL diminuirebbe e l'inflazione salirebbe ancora**

*In uno scenario in cui si ipotizza la sospensione permanente delle forniture di materie prime energetiche dalla Russia all'Europa, il prodotto si contrarrebbe nel 2023 e nel*

*2024 e crescerebbe moderatamente nell'anno successivo; l'inflazione salirebbe ulteriormente quest'anno, per poi scendere decisamente nel prossimo biennio. Lo scenario non tiene conto di nuove misure introdotte per mitigare gli effetti di questi eventuali sviluppi più sfavorevoli; non considera inoltre la possibilità che il forte indebolimento dell'attività economica si rifletta, più di quanto suggerito dalle regolarità storiche, sull'inflazione, determinandone un più basso valore alla fine dell'orizzonte previsivo.*



# 1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

*L'economia globale continua a risentire dell'elevata inflazione, della forte incertezza connessa con la guerra in Ucraina e dell'orientamento restrittivo delle politiche monetarie. Nel quarto trimestre gli indicatori congiunturali e le statistiche nazionali disponibili hanno segnalato un peggioramento del quadro, più marcato nei paesi avanzati e in Cina. Anche il commercio internazionale avrebbe frenato alla fine dell'anno. Il rallentamento della domanda mondiale ha contribuito a moderare il prezzo del petrolio. In Europa le quotazioni del gas naturale sono nettamente diminuite – grazie alle temperature miti, al calo della domanda industriale e ai consistenti stoccaggi accumulati – pur rimanendo su livelli storicamente alti. Permangono forti rischi connessi con l'evoluzione del contesto geopolitico. L'inflazione, nonostante alcuni segnali di diminuzione, si è mantenuta elevata e le banche centrali dei principali paesi avanzati hanno proseguito nell'azione di restrizione monetaria. Le istituzioni internazionali prefigurano un indebolimento della crescita mondiale per l'anno in corso.*

**Nel terzo trimestre il PIL è tornato a salire negli Stati Uniti e ha accelerato in Cina...**

L'andamento dell'attività economica nel trimestre estivo è stato divergente tra le maggiori economie avanzate. Negli Stati Uniti il prodotto è tornato ad aumentare (tav. 1); si è invece contratto nel Regno Unito e in Giappone. Tra le economie emergenti il PIL ha accelerato in Cina, beneficiando del temporaneo miglioramento del quadro epidemiologico; la debolezza del mercato immobiliare ha continuato tuttavia a frenare l'attività. In Russia il PIL è leggermente cresciuto nel confronto con il trimestre precedente, ma resta inferiore di circa il 5 per cento rispetto al livello antecedente l'invasione dell'Ucraina.

**... ma il quadro globale è peggiorato nel quarto**

Nei mesi autunnali gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) delle imprese manifatturiere sono scesi nelle economie avanzate, a fronte di andamenti differenziati nel settore terziario (fig. 1). Negli Stati Uniti alle attese di indebolimento dell'attività da parte delle imprese si contrappone la tenuta delle vendite al dettaglio; l'espansione dell'occupazione (cfr. il riquadro: *Andamenti recenti nel mercato del lavoro: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*) avrebbe inoltre sostenuto la crescita anche alla fine del 2022. Nel Regno Unito la flessione dei PMI si accompagna a segnali di un'ulteriore riduzione dei consumi privati.

Tra le economie emergenti i PMI manifatturieri sono rimasti pressoché stabili. In Cina il prodotto è risultato sostanzialmente stazionario rispetto al trimestre precedente. Tra ottobre e novembre sono state adottate stringenti misure di contenimento della pandemia, che hanno portato a interruzioni delle attività produttive e a crescenti tensioni sociali, con un conseguente marcato deterioramento del quadro economico. Il governo ha poi deciso un repentino rilassamento di queste politiche all'inizio di dicembre: all'effetto positivo sulla domanda interna si è contrapposto quello negativo di una nuova forte ondata di contagi in un contesto caratterizzato da un basso livello di immunizzazione della popolazione e da una scarsa preparazione del sistema sanitario nazionale.

**Il commercio globale avrebbe frenato alla fine del 2022**

Nel trimestre estivo gli scambi internazionali sono cresciuti a un ritmo sostenuto (tav. 1). I dati parziali di fonte doganale relativi al solo interscambio di beni e gli indici PMI sugli ordini esteri prefigurano tuttavia un netto rallentamento nei

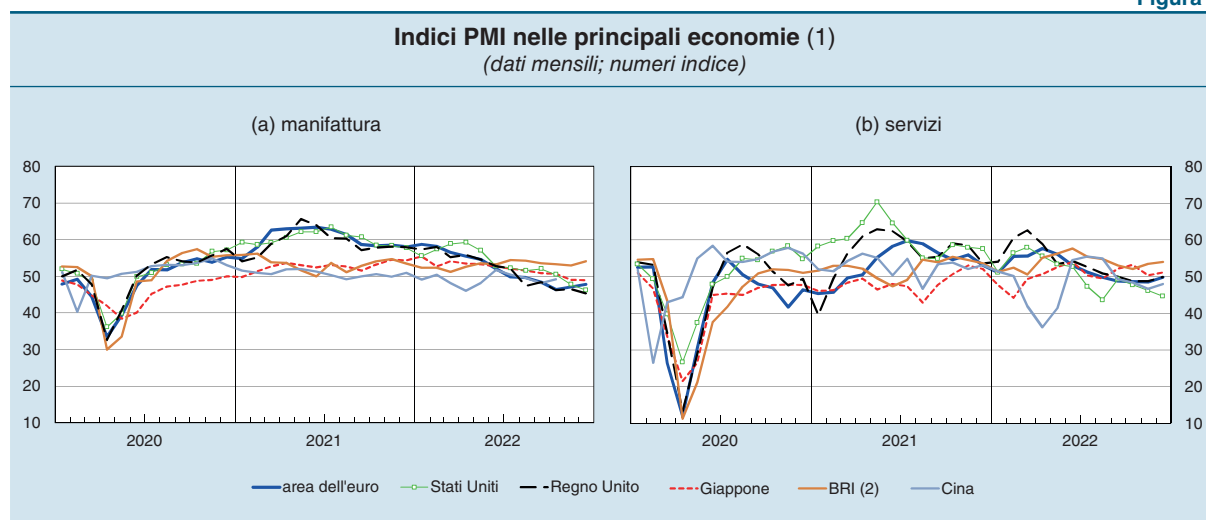
mesi autunnali. Secondo le nostre stime, la debolezza del commercio mondiale di beni e servizi si protrarrebbe nell'anno in corso; il tasso di crescita dell'interscambio sarebbe assai inferiore a quello medio del periodo precedente la pandemia.

Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita del PIL, statistiche nazionali; per il PIL mondiale, OCSE; per le previsioni, OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2022; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.  
(1) Punti percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *Economic Outlook, Interim Report*, settembre 2022 e, per il commercio mondiale, rispetto a Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 4, 2022. – (2) Dati trimestrali; per i paesi avanzati, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (3) Per la Cina per il 2022, dati effettivi. – (4) I dati effettivi per il 2021 e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Figura 1



Fonte: Markit e Refinitiv.

(1) Indici PMI relativi all'attività economica nel settore manifatturiero e in quello dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Il valore 50 rappresenta la soglia compatibile con l'espansione nel comparto. – (2) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia e India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL del 2021.

### L'inflazione scende negli Stati Uniti e si stabilizza nel Regno Unito

Negli Stati Uniti l'inflazione è diminuita nella media del quarto trimestre al 7,1 per cento (dall'8,3 nel terzo; fig. 2), guidata dall'energia; anche la componente di fondo è scesa, benché lievemente. Nel Regno Unito la crescita dei prezzi al consumo ha raggiunto il suo valore massimo in ottobre (11,1 per cento), per poi ridursi nei due mesi successivi (10,5 in dicembre). Nella media del bimestre ottobre-novembre in Giappone la dinamica dei prezzi al consumo è aumentata, al 3,8 per cento, il valore più alto dal 1990.

### Le prospettive globali sono in peggioramento

Secondo il quadro previsivo per il 2023 pubblicato dall'OCSE in novembre, il PIL globale frenerebbe al 2,2 per cento, dal 3,2 dello scorso anno, risentendo dell'orientamento restrittivo delle politiche monetarie, dei prezzi energetici ancora alti e della debolezza del reddito disponibile delle famiglie. Su queste proiezioni gravano rischi prevalentemente al ribasso, inclusi quelli derivanti dalla prosecuzione della guerra in Ucraina, dal persistere degli elevati livelli di inflazione e dalla possibile protratta debolezza dell'attività in Cina.

### Le quotazioni del petrolio sono scese...

Dalla metà di ottobre il prezzo del petrolio (qualità Brent) è diminuito, a poco sotto gli 85 dollari al barile in media nella prima metà di gennaio (il livello più contenuto dall'inizio della guerra in Ucraina; fig. 3.a), a seguito del rallentamento della domanda globale. Il 5 dicembre 2022 è entrato in vigore l'embargo dei paesi dell'Unione europea sull'importazione di greggio russo e il contestuale tetto stabilito dai membri del G7 sul prezzo del petrolio russo esportato verso paesi terzi, pari a 60 dollari al barile, da rivedere ogni due mesi in base alle condizioni di mercato<sup>1</sup>.

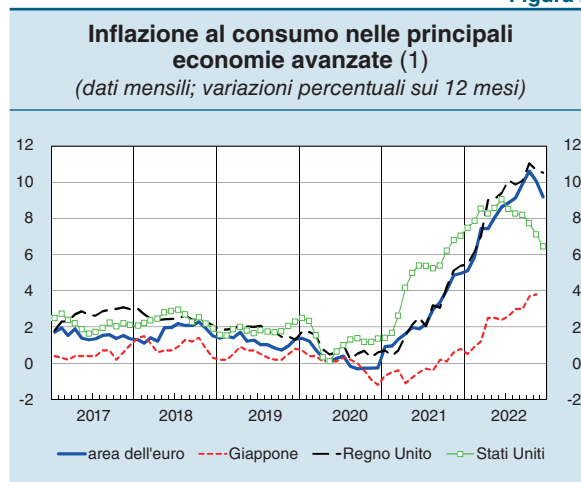
### ... così come si è ridotto nettamente il prezzo del gas naturale in Europa

Dalla metà di ottobre il prezzo del gas naturale scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF) è diminuito fortemente, portandosi nella prima metà di gennaio su un valore medio appena inferiore ai 70 euro per megawattora, un livello tuttavia ancora storicamente elevato (fig. 3.b). La riduzione è ascrivibile alle condizioni meteorologiche favorevoli durante l'autunno e alla flessione della domanda industriale in Europa che, in presenza di afflussi di gas sostanzialmente stabili, hanno consentito di mantenere gli stoccaggi ai massimi livelli.

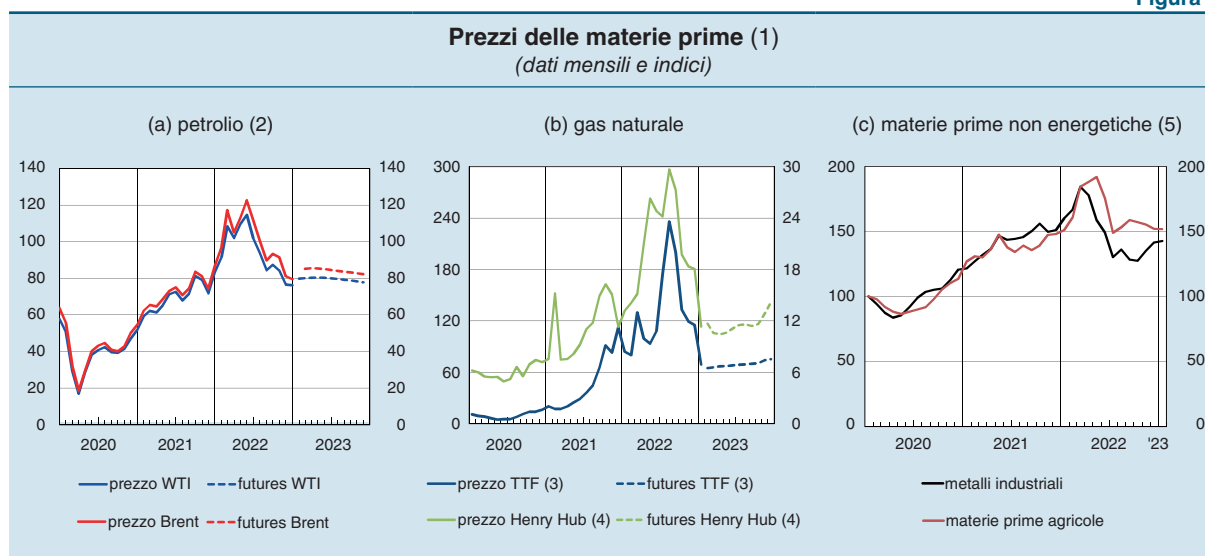
Il 19 dicembre 2022 i paesi della UE hanno concordato un meccanismo correttivo al prezzo del gas naturale che entrerà in vigore da febbraio del 2023. Questo meccanismo si applica qualora il prezzo sulle consegne a un mese negoziato sul TTF superi i 180 euro per megawattora e allo stesso tempo si discosti di oltre 35 euro dal prezzo medio del GNL nel mercato europeo per più di tre giorni consecutivi; sinora queste condizioni si sono verificate solo per un breve periodo tra agosto e settembre dello scorso anno, all'apice delle tensioni sul mercato del gas naturale.

<sup>1</sup> Il superamento di questa soglia da parte degli acquirenti determina l'impossibilità di accedere ai servizi di assicurazione e di trasporto marittimi forniti dalle società domiciliate nei paesi del G7. Sebbene al momento dell'introduzione del tetto il prezzo di mercato per l'acquisto di greggio di riferimento russo (Ural) fosse superiore al livello massimo fissato dai paesi sanzionanti, attualmente la quotazione si colloca al di sotto della soglia, rendendola non vincolante.

Figura 2



Fonte: Refinitiv.  
(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, 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 dicembre 2022; l'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 13 gennaio 2023. Per i prezzi futures i dati si riferiscono alla quotazione del 13 gennaio 2023. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. – (4) Euro per megawattora. Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra. – (5) Indici: gennaio 2020=100.

I prezzi dei contratti futures sono scesi, mantenendosi al di sotto di 70 euro per megawattora sugli orizzonti temporali fino a dodici mesi. Le quotazioni rimangono tuttavia caratterizzate da una pronunciata volatilità, connessa anche con i rischi per gli approvvigionamenti legati sia alle tensioni geopolitiche sia all'eventuale ripresa della domanda di gas naturale liquefatto (GNL) dall'Asia.

#### I prezzi dei metalli industriali sono lievemente saliti

In autunno i prezzi dei metalli industriali sono aumentati in misura modesta, sospinti dalla prospettiva di ripresa della domanda cinese in seguito alla rimozione delle misure di contenimento della pandemia; restano tuttavia ancora su valori significativamente inferiori rispetto al picco registrato all'inizio del 2022

(fig. 3.c). Per contro, dopo un lieve rialzo in estate, i corsi delle materie prime agricole si sono ridotti, anche grazie al rispetto dell'accordo sulle esportazioni di grano ucraino (*Black Sea Grain Initiative*).

#### La Federal Reserve e la Bank of England hanno ridotto il ritmo di aumento dei tassi di riferimento

Nelle ultime due riunioni di novembre e di dicembre, la Federal Reserve ha alzato di 75 e 50 punti base rispettivamente l'intervallo obiettivo sui federal funds, portandolo a un livello tra il 4,25 e il 4,5 per cento. Secondo le comunicazioni più recenti del Federal Open Market Committee, in presenza di un mercato del lavoro caratterizzato ancora da condizioni piuttosto tese, per riportare l'inflazione su un livello compatibile con l'obiettivo del 2 per cento i

tassi di interesse raggiungeranno un valore più alto di quanto previsto in precedenza. Anche la Bank of England ha aumentato di 75 e di 50 punti base rispettivamente il tasso di riferimento nelle ultime due riunioni. Il programma di riduzione del proprio bilancio, inizialmente sospeso a causa delle forti tensioni sui mercati finanziari alla fine di settembre (cfr. *Bollettino economico* 4, 2022), è iniziato il 1° novembre 2022 con la vendita di una prima tranches di titoli governativi da 750 milioni di sterline e proseguirà a un ritmo definito di volta in volta sulla base delle condizioni di mercato. Malgrado l'aumento dell'inflazione e il deprezzamento dello yen, la Banca del Giappone ha mantenuto invariati sia il tasso ufficiale, in territorio negativo, sia il programma di acquisto di titoli; dalla seconda metà di dicembre ha tuttavia ampliato di 25 punti base la banda di tolleranza sul tasso di rendimento dei titoli del tesoro decennali, permettendo così che questi salissero allo 0,5 per cento, il valore più alto dal 2015 (cfr. il par. 1.3).

Tra i paesi emergenti l'orientamento delle politiche monetarie è stato più eterogeneo, risentendo delle diverse condizioni cicliche. In Brasile la Banca centrale ha interrotto in settembre la sequenza di rialzi dei tassi ufficiali, mentre in India in dicembre i tassi sono stati aumentati per la quarta volta consecutiva. In Cina, dove l'inflazione è rimasta contenuta, la Banca centrale ha ridotto i requisiti di riserva obbligatoria sui depositi per sostenere il flusso di credito, in particolare quello indirizzato al settore immobiliare.

## 1.2 L'AREA DELL'EURO

*Il PIL dell'area dell'euro avrebbe sostanzialmente ristagnato negli ultimi tre mesi dello scorso anno. L'inflazione al consumo si è mantenuta elevata. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha proseguito l'azione di inasprimento della politica monetaria rialzando ulteriormente i tassi ufficiali, rendendo meno vantaggiose le condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO3) e annunciando i criteri generali sulla base dei quali procederà alla normalizzazione del portafoglio dei titoli di politica monetaria. Il programma europeo per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e per accelerare la transizione verde (REPowerEU) prevede nuovi fondi a supporto dei piani nazionali di ripresa e resilienza.*

### All'ulteriore crescita del PIL nel terzo trimestre...

Nei mesi estivi il prodotto dell'area è aumentato dello 0,3 per cento sul trimestre precedente (tav. 2), sostenuto dalla marcata espansione degli investimenti e da quella più moderata dei consumi delle famiglie. La domanda estera netta ha sottratto circa un punto percentuale alla dinamica del PIL, riflettendo il più forte incremento delle importazioni rispetto alle esportazioni. È proseguito l'aumento del valore aggiunto nei servizi, che ha continuato a beneficiare del buon andamento delle attività turistiche e ricreative, e nell'industria in senso stretto, a fronte della contrazione nelle costruzioni. L'attività è cresciuta in tutte le principali economie, in misura più sostenuta in Italia e in Germania.

### ... sarebbe seguito un ristagno nel quarto

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che nel quarto trimestre l'attività economica nell'area sarebbe stata pressoché stazionaria rispetto al periodo precedente. Sulla base dei dati fino a novembre la produzione industriale sarebbe rimasta sostanzialmente stabile. Gli indici PMI manifatturieri sono diminuiti, di pari passo con il nuovo peggioramento del clima di fiducia nell'industria; nei servizi la riduzione è stata più attenuata. L'indice della fiducia dei consumatori – che in settembre aveva segnato il minimo dall'inizio della serie – è risalito nei mesi successivi, sospinto soprattutto dalle attese più favorevoli sulla situazione economica generale e su quella personale, mantenendosi tuttavia sotto la media di lungo periodo. L'indicatore €-coin, che misura la dinamica del prodotto al netto delle componenti più erratiche, si è collocato nella media del quarto trimestre su valori negativi (fig. 4).

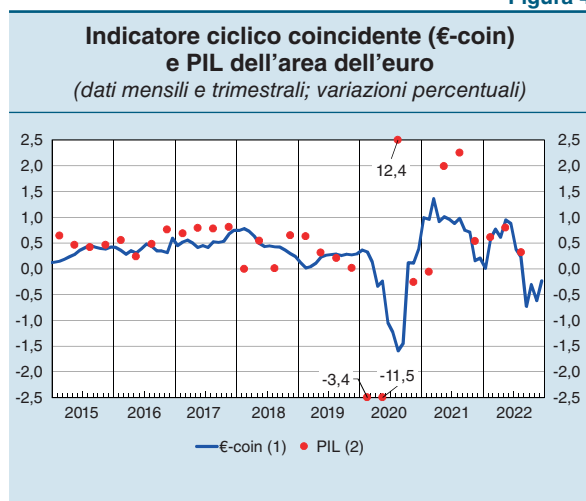
Tavola 2

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione	
	2021	2022 2° trim. (1)	2022 3° trim. (1)	2022 dicembre (2)	2022 (3)
Francia	6,8	0,5	0,2	6,7	5,9
Germania	2,6	0,1	0,4	9,6	8,7
Italia	6,7	1,1	0,5	12,3	8,7
Spagna	5,5	2,0	0,1	5,5	8,3
Area dell'euro	5,3	0,8	0,3	9,2	8,4

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.  
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Dati mensili; variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA). – (3) Dati annuali medi; variazione sul periodo corrispondente dell'IPCA.

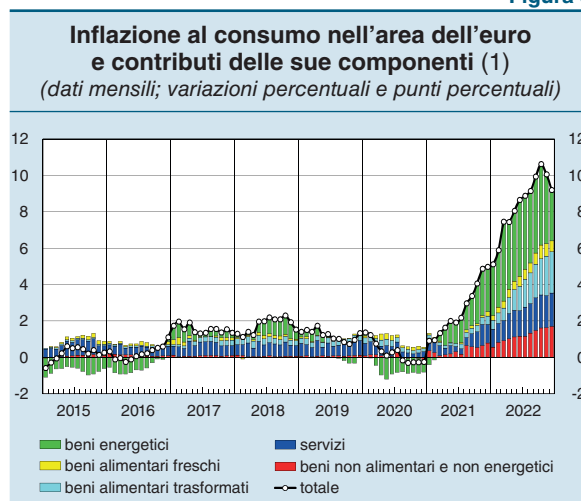
Figura 4



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. Per la metodologia di costruzione dell'indicatore e le sue successive modifiche, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. I dati aggiornati dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: dicembre 2022*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA.

**Le stime del PIL sono state nuovamente riviste al ribasso per il 2023**

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse in dicembre<sup>2</sup> indicano un rallentamento del prodotto nel 2023 (0,5 per cento, dal 3,4 dello scorso anno), cui seguirebbe un'accelerazione nel biennio 2024-25 (1,9 e 1,8 per cento, rispettivamente, nei due anni). Nel confronto con lo scorso settembre le stime per il 2023 sono state riviste al ribasso di quasi mezzo punto percentuale per effetto

soprattutto dell'indebolimento del ciclo economico globale e del protrarsi di una sostenuta dinamica dei prezzi.

**L'inflazione di fondo si è rafforzata per effetto della trasmissione graduale dei rincari energetici**

In dicembre l'inflazione al consumo è scesa nuovamente (al 9,2 per cento, dal 10,1 in novembre), segnando nel bimestre le prime riduzioni dall'estate del 2021 (fig. 5). La dinamica dei prezzi continua a essere sostenuta dalla componente energetica, sebbene quest'ultima abbia decelerato (dal 41,5 per cento in ottobre al 25,5 in dicembre). L'inflazione è stata sospinta sia dall'accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari (13,8 per cento) sia dal

rafforzamento della componente di fondo, collocatasi al 5,2 per cento. Nel quarto trimestre quest'ultima è stata sostenuta dai prezzi dei beni industriali non energetici e da quelli dei servizi, che risentono di una trasmissione graduale dei passati rincari energetici (cfr. il riquadro: *La trasmissione dei rincari energetici all'inflazione al consumo in Italia e nell'area dell'euro* del capitolo 2).

**L'inflazione si trasmette in misura maggiore, seppure ancora limitata, ai salari**

Nel terzo trimestre le retribuzioni contrattuali sono risultate solo in lieve accelerazione rispetto ai tre mesi precedenti, rimanendo su tassi di variazione annuali moderati. Includendo le componenti una tantum, i salari sono cresciuti del 2,9 per cento sui dodici mesi (da 2,5 nel secondo trimestre; cfr. il

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, dicembre 2022.

riquadro: *Andamenti recenti nel mercato del lavoro: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*). La dinamica retributiva si è lievemente accentuata a partire da ottobre, anche per effetto dell'incremento del salario minimo in alcuni paesi, tra cui la Germania, e dell'attivazione dei meccanismi di indicizzazione all'inflazione in Francia e in Belgio. Nel complesso dell'area tuttavia la quota di retribuzioni indicizzate all'inflazione è contenuta, attenuando i rischi di spirale al rialzo tra salari e prezzi. Tra le altre pressioni all'origine, i prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno hanno continuato a rallentare in novembre (al 27,1 per cento); quelli dei beni di consumo non alimentari hanno decelerato (al 9,1 per cento).

## ANDAMENTI RECENTI NEL MERCATO DEL LAVORO: UN CONFRONTO TRA L'AREA DELL'EURO E GLI STATI UNITI

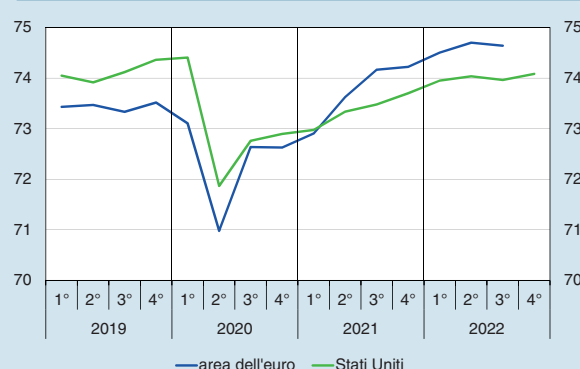
Nel corso del 2022 il numero di occupati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti ha superato i livelli pre-pandemici, contribuendo a ricondurre il tasso di disoccupazione ai minimi storici<sup>1</sup>; nel terzo trimestre quest'ultimo era pari al 6,7 per cento nell'area, un valore superiore di oltre 3 punti rispetto a quello degli Stati Uniti. Differenze significative negli andamenti dell'offerta e della domanda di lavoro e della riallocazione degli occupati determinano ampie divergenze nelle condizioni del mercato del lavoro nelle due economie.

Dopo il deciso calo durante le fasi iniziali della pandemia, nell'area dell'euro il tasso di partecipazione delle persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni è aumentato in misura sensibile (figura A) e si colloca attualmente sui valori massimi dall'inizio della rilevazione. Il buon andamento dell'offerta di lavoro si è associato al recupero dell'occupazione, tornata sopra i livelli precedenti la pandemia in tutti i settori ad eccezione dell'agricoltura e dei servizi di intrattenimento e di cura delle persone; le attivazioni e le cessazioni di posizioni lavorative non segnalano variazioni significative del tasso di turnover dei lavoratori (figura B, pannelli a e b).

Nonostante la più rapida e marcata ripresa dell'attività economica<sup>2</sup>, che normalmente traina l'offerta di lavoro, negli Stati Uniti il tasso di partecipazione ha invece registrato un recupero molto più graduale e tuttora incompleto: nel quarto trimestre del 2022 era ancora di 0,3 punti percentuali inferiore al livello pre-pandemico nella fascia di età tra i 16 e i 64 anni. Questa evoluzione, dato l'intensificarsi della domanda, alimenta difficoltà di reclutamento da parte delle imprese. Il tasso di posti vacanti<sup>3</sup> ha raggiunto valori molto elevati (figura B, pannello c), in particolare nei settori – come quello relativo al tempo libero, agli alloggi e alla ristorazione – in cui l'occupazione è ancora ben al di sotto dei livelli del 2019. La carenza di manodopera si è anche riflessa

Figura A

### Tasso di partecipazione alla forza lavoro (1) (dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e US Bureau of Labor Statistics.  
(1) I tassi di partecipazione si riferiscono agli individui tra i 15 e i 64 anni per l'area dell'euro, e tra i 16 e i 64 anni per gli Stati Uniti.

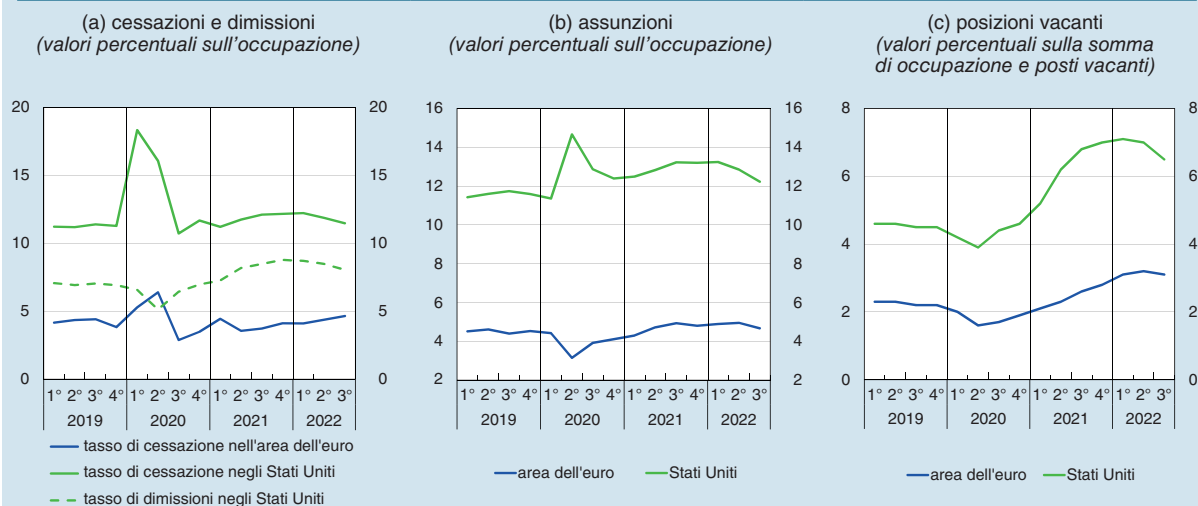
<sup>1</sup> Il valore rappresenta il minimo dal 1990 (anno di inizio della rilevazione) per l'area, e dal 1968 per gli Stati Uniti.

<sup>2</sup> Negli Stati Uniti il PIL ha superato i livelli pre-pandemici nel primo trimestre del 2021, nell'area solo alla fine dello stesso anno. Sempre nel confronto con i valori di fine 2019, nel terzo trimestre del 2022 il prodotto era superiore del 4,3 per cento negli Stati Uniti e del 3,6 nell'area dell'euro.

<sup>3</sup> Approssimato dal rapporto tra le posizioni lavorative per le quali è in corso un reclutamento e la somma di queste ultime e dell'occupazione.

### Cessazioni, assunzioni e posizioni vacanti (1)

(dati trimestrali)



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

(1) Per gli Stati Uniti i valori trimestrali di occupazione e posizioni vacanti sono calcolati sulla base della media dei valori mensili. I dati relativi a cessazioni, dimissioni e assunzioni si riferiscono invece alla somma dei valori.

nell'incremento, riconducibile a cambi di posizioni lavorative, della quota relativa alle dimissioni sul totale delle cessazioni dei rapporti di lavoro.

Anche per effetto di questi andamenti, la crescita salariale è molto più contenuta nell'area che negli Stati Uniti. Nell'area l'incremento delle retribuzioni per ora lavorata è stato del 3,1 per cento nel terzo trimestre rispetto a un anno prima, 8 decimi in più nel confronto con la media del decennio precedente. I trasferimenti pubblici alle famiglie a fronte dei rincari energetici hanno contribuito a contenere le richieste di aumenti salariali da parte dei lavoratori. Negli Stati Uniti la dinamica retributiva è ben più marcata e si colloca al 5,2 per cento, 3,1 punti in più rispetto alla media del decennio precedente<sup>4</sup>; l'incremento delle retribuzioni è particolarmente elevato per i lavoratori che hanno cambiato impiego e nei settori in cui si manifestano maggiori difficoltà di reclutamento.

Variazioni nella ripartizione del valore aggiunto tra i due fattori produttivi (lavoro e capitale) possono fornire ulteriori indicazioni relative alle pressioni inflazionistiche. A parità di altre condizioni (struttura di mercato e tecnologia), un aumento della quota del lavoro può spingere le imprese a recuperare margini di profitto aumentando i propri prezzi di vendita; questo è accaduto ad esempio nei paesi dell'Europa occidentale durante la crisi petrolifera dei primi anni settanta, quando l'iniziale riduzione del potere d'acquisto dovuta al peggioramento delle ragioni di scambio<sup>5</sup> è stata seguita da un notevole incremento del monte salariale e quindi della quota del lavoro<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Per gli Stati Uniti il calcolo della crescita annuale delle retribuzioni per ora lavorata è basato su dati prodotti dall'US Bureau of Labor Statistics.

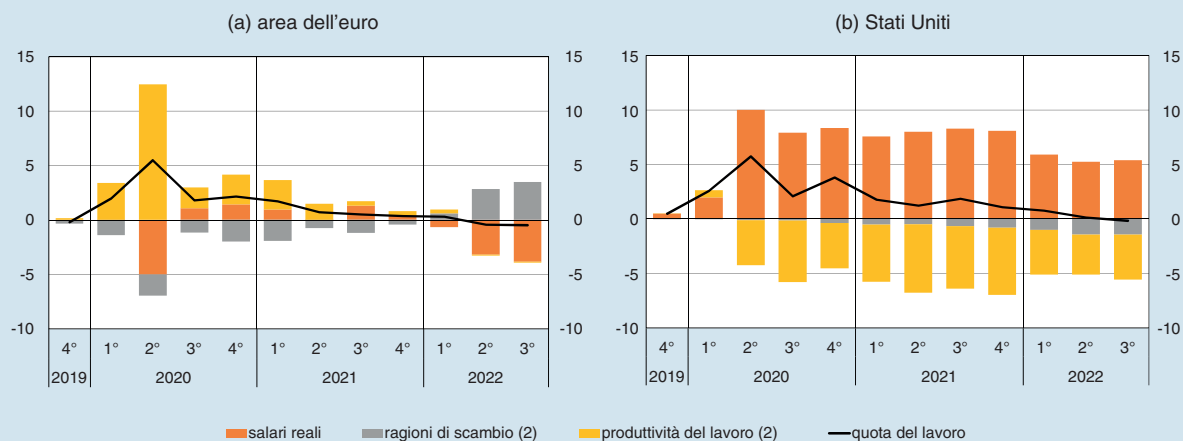
<sup>5</sup> Le ragioni di scambio misurano i prezzi aggregati dei beni e servizi che un'economia esporta in relazione ai prezzi dei beni e servizi importati. Le ragioni di scambio sono qui approssimate dal rapporto tra il deflatore del PIL e il deflatore dei consumi; cfr. N. Battistini, H. Grapow, E. Hahn e M. Soudan, *La dinamica della quota dei salari e gli effetti di secondo impatto sull'inflazione dopo i rincari dei beni energetici negli anni '70 e oggi*, BCE, *Bollettino economico*, 5, 2022, pp. 48-55.

<sup>6</sup> Tale fenomeno non si è invece verificato negli Stati Uniti.



## Scomposizione della quota del lavoro (1)

(dati trimestrali; variazioni percentuali cumulate dal 4° trimestre del 2019)



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

(1) Per una descrizione della costruzione delle variabili, cfr. la nota 7. – (2) Le ragioni di scambio e la produttività del lavoro sono espresse all'inverso, dato il segno del loro contributo alla quota del lavoro.

Dopo il rialzo osservato all'inizio della pandemia, nel corso del 2021 la percentuale del valore aggiunto destinata a remunerare il lavoro (quota del lavoro) si è stabilizzata, sia nell'area sia negli Stati Uniti, sui valori della fine del 2019 e – diversamente da quanto accaduto negli anni settanta – non ha subito variazioni significative a seguito del successivo eccezionale incremento dei prezzi dei beni energetici (figura C).

La recente sostanziale stabilità della quota del lavoro – che a parità di condizioni diminuisce al ridursi del reddito da lavoro reale per occupato, al crescere della produttività del lavoro oppure al migliorare delle ragioni di scambio<sup>7</sup> – riflette tuttavia tendenze di fondo divergenti nelle due aree. Negli Stati Uniti la dinamica salariale è sostenuta, ma la quota del lavoro è rimasta stabile in presenza di un altrettanto consistente aumento della produttività; in questa economia, esportatrice netta di beni energetici, le ragioni di scambio sono lievemente migliorate. Nell'area dell'euro, in un contesto di produttività stagnante, il calo dei salari reali ha finora determinato la stabilità della quota del lavoro, a fronte dell'evoluzione sfavorevole delle ragioni di scambio.

<sup>7</sup> Seguendo N. Battistini et al., 2022, op. cit., la quota del lavoro è definita come il rapporto tra il monte dei redditi da lavoro (corretto per tenere conto della presenza di lavoratori indipendenti) e il PIL nominale; per identità contabile la quota può essere scomposta nel prodotto di tre termini: (a) il reddito da lavoro reale per occupato, pari al numeratore della quota del lavoro in rapporto al deflatore dei consumi e al numero di occupati; (b) le ragioni di scambio; (c) la produttività reale per occupato, pari al PIL reale diviso per il numero di occupati.

**Le proiezioni di inflazione sono state riviste al rialzo nel 2023 e nel 2024**

Secondo le proiezioni puntuali dell'Eurosistema pubblicate in dicembre, l'inflazione nell'area si ridurrebbe dall'8,4 per cento nella media del 2022 al 6,3 nell'anno in corso e al 3,4 nel 2024; nel 2025 la dinamica dei prezzi si collocherebbe al 2,3 per cento. La componente di fondo sarebbe in lieve aumento nel 2023, al 4,2 per cento, e scenderebbe fino al 2,4 nel 2025. La

revisione al rialzo dell'inflazione, di circa un punto percentuale nella media del biennio 2023-24, è stata guidata dal persistere di elevate pressioni all'origine e della loro trasmissione, nonché dall'aumento delle stime di crescita dei salari.

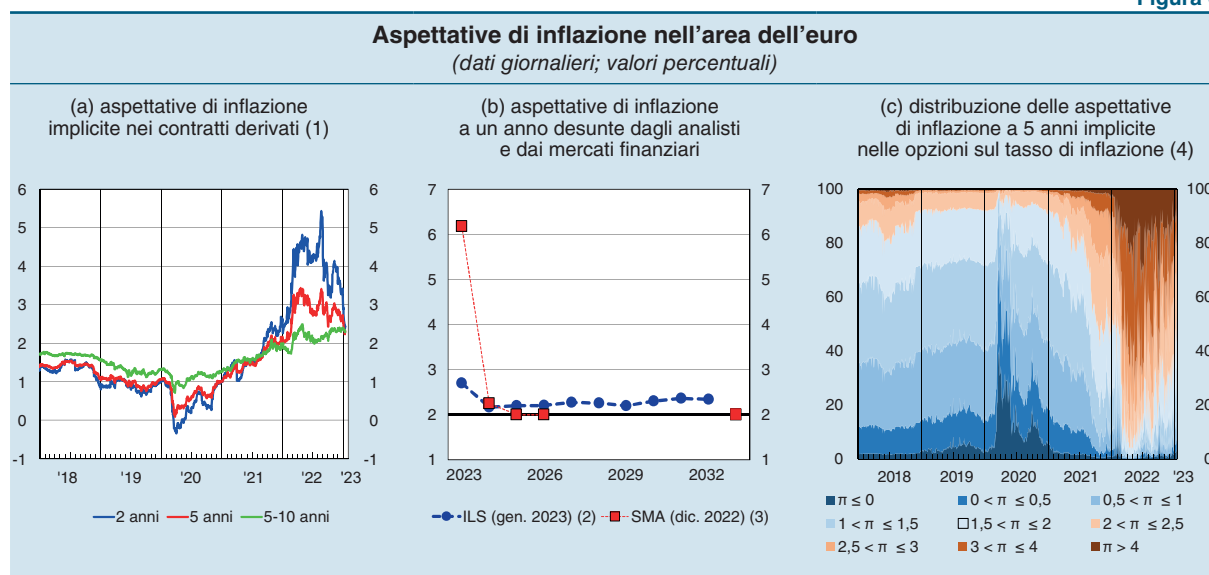
**Le aspettative di inflazione di famiglie e imprese risultano in attenuazione...**

Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in novembre la mediana delle aspettative delle famiglie sull'inflazione a tre anni è lievemente scesa (al 2,9 per cento, dal 3,0 rilevata sin da luglio). Secondo le indagini della Commissione europea, in dicembre le attese dei consumatori circa l'andamento dei prezzi al consumo nei successivi dodici mesi hanno confermato la tendenza alla riduzione in atto dalla scorsa primavera. Anche le intenzioni di aumento dei propri listini delle imprese nei successivi tre mesi si sono leggermente attenuate.

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

Tra la metà di ottobre e la metà di gennaio i rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS), una misura delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, sono diminuiti sugli orizzonti a breve e a medio termine. Sulle scadenze a due e a cinque anni essi sono pari al 2,4 e al 2,3 per cento, rispettivamente (fig. 6.a), livelli che, secondo nostre stime<sup>3</sup>, non conterrebbero una componente di premio per il rischio di inflazione. Anche sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti i rendimenti sono pari al 2,3 per cento; tuttavia, al netto del premio per il rischio di inflazione stimato, essi si attesterebbero appena sotto al 2 per cento, segnalando che le genuine aspettative di inflazione restano ancorate all'obiettivo di stabilità dei prezzi. Gli operatori intervistati nella *Survey of Monetary Analysts* (condotta dalla BCE tra il 28 novembre e il 1° dicembre 2022) collocano il ritorno dell'inflazione su valori prossimi al 2 per cento nella seconda parte del 2024 (fig. 6.b), un orizzonte in linea con quello desumibile dalle attese a un anno implicite negli ILS. La probabilità desunta dai prezzi delle opzioni che l'inflazione risulti compresa tra 1,5 e 2,5 per cento in media nel periodo 2023-27 è lievemente aumentata (38 per cento), mentre si è ridotta quella di una dinamica dei prezzi superiore al 2,5 per cento (32 per cento, dal 48; fig. 6.c).

**Figura 6**



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi implicite 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 implicite negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) di dicembre, condotta dalla BCE tra il 28 novembre e il 1° dicembre 2022. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa ( $\pi$ ) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

<sup>3</sup> 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.

**La BCE ha compiuto ulteriori passi nell'inasprimento delle condizioni monetarie con nuovi rialzi dei tassi ufficiali...**

Il Consiglio direttivo della BCE ha ulteriormente aumentato, di 0,75 e 0,5 punti percentuali, i tassi di interesse di riferimento nelle riunioni di ottobre e dicembre, rispettivamente, portando a 2,5 punti l'incremento complessivo da luglio e collocando il tasso sui depositi delle banche presso l'Eurosistema al 2,0 per cento (fig. 7). Il Consiglio valuta che i tassi dovranno ancora salire significativamente e a un ritmo costante per favorire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo di medio termine della stabilità dei prezzi. Le decisioni future sui tassi continueranno però a essere prese in base all'evoluzione delle prospettive di inflazione e crescita.

**... e con l'adozione e l'annuncio di misure volte a una graduale riduzione della dimensione del bilancio dell'Eurosistema**

Nella riunione di ottobre il Consiglio ha deciso di rendere meno vantaggiosi i termini e le condizioni applicati alle TLTRO3. A partire dal 23 novembre 2022 e fino alla scadenza

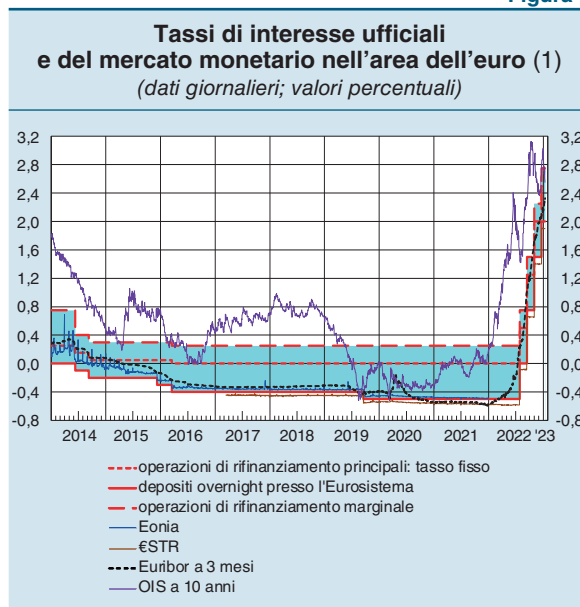
oppure al rimborso di ciascuna delle operazioni TLTRO3 in essere, il rispettivo costo sarà indicizzato alla media dei tassi di riferimento della BCE in tale periodo, mentre in precedenza si considerava la durata complessiva delle operazioni. La modifica è volta ad assicurare che anche il contributo di questo strumento sia coerente con l'orientamento complessivo della politica monetaria, rafforzando la trasmissione degli incrementi dei tassi ufficiali alle condizioni di offerta del credito bancario. A seguito dei rimborsi volontari effettuati tra novembre e gennaio e della scadenza dei finanziamenti ottenuti nella seconda operazione del programma, il totale dei fondi TLTRO3 in essere è sceso a 1.255 miliardi di euro per l'area e a 331 per l'Italia, rispettivamente da 2.113 e 430 miliardi.

Nella riunione di dicembre il Consiglio ha annunciato i criteri in base ai quali procederà alla normalizzazione delle consistenze in titoli detenuti dall'Eurosistema a fini di politica monetaria. Dall'inizio di marzo il portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) sarà ridotto a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema reinvestirà solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. La riduzione sarà pari in media a 15 miliardi di euro al mese sino alla fine del secondo trimestre del 2023; gli interventi successivi verranno determinati in seguito. Il pieno reinvestimento dei titoli in scadenza del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) proseguirà almeno sino alla fine del 2024 e sarà condotto in maniera flessibile; tale flessibilità contribuirà, insieme allo strumento di protezione della trasmissione della politica monetaria approvato lo scorso luglio (cfr. il riquadro: *Il Transmission Protection Instrument: il nuovo strumento della BCE per proteggere la trasmissione della politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 4, 2022), a contrastare gli eventuali rischi di frammentazione dei mercati finanziari.

**È aumentato il costo del credito bancario**

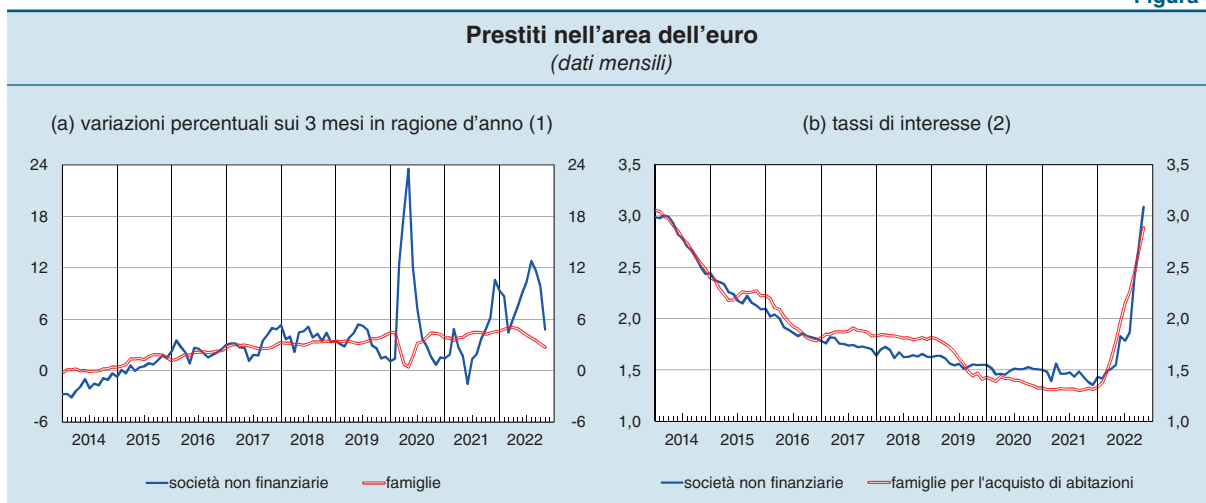
In novembre la crescita sui tre mesi e in ragione d'anno dei prestiti bancari alle società non finanziarie dell'area è scesa al 4,8 per cento (dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 8.a); la decelerazione

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. Dal 1° ottobre 2019 e sino alla sua dismissione avvenuta alla fine del 2021, il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.



Fonte: BCE.

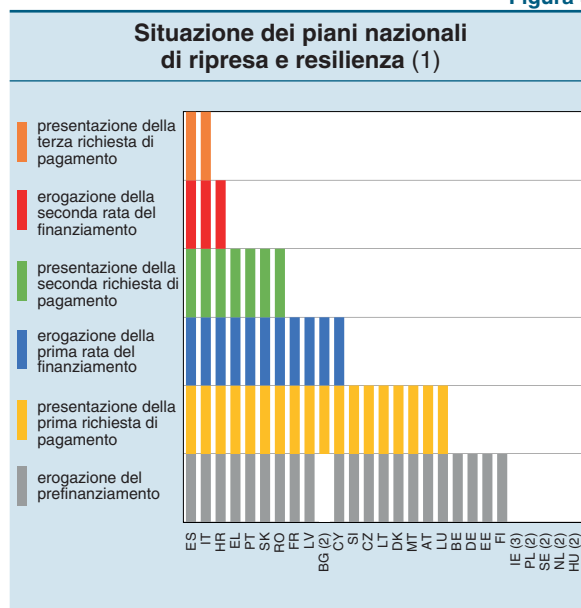
(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti 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.

ha risentito del peggioramento delle prospettive economiche e dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Il credito ha rallentato in Germania, Francia e Italia e si è contratto in Spagna. Anche la dinamica dei prestiti alle famiglie nell'area si è ridotta (al 2,8 per cento).

Il costo dei finanziamenti a imprese e famiglie è cresciuto, a seguito del rialzo dei tassi ufficiali in atto dallo scorso luglio. Tra agosto e novembre il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie nell'area è salito di circa 130 punti base, al 3,1 per cento; rialzi di entità analoga si sono osservati in tutti i principali paesi (per l'Italia, cfr. il par. 2.7). Considerando le prospettive di evoluzione dell'inflazione, si può nel complesso valutare che in termini reali il costo del credito si sia mantenuto su livelli relativamente vantaggiosi, soprattutto sugli orizzonti più brevi. I tassi di interesse sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti di circa 60 punti, al 2,8 per cento (fig. 8.b).

**REPowerEU prevede nuovi fondi a supporto dei piani nazionali di ripresa e resilienza e resilienza per fronteggiare la crisi energetica**

Al termine dello scorso anno la Commissione europea e il Consiglio della UE hanno completato l'approvazione dei piani nazionali di ripresa e resilienza, fornendo una valutazione positiva di quello dell'Ungheria; per questo paese il Consiglio della UE ha contestualmente atti-



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

(1) I paesi sull'asse delle ascisse sono ordinati secondo la data di presentazione delle richieste di pagamento e di erogazione dei relativi fondi, di erogazione del prefinanziamento o, nel caso in cui i fondi non siano ancora stati erogati, sulla base della data di approvazione o di presentazione del piano. Per le sigle dei paesi, cfr. *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali dell'Unione europea*. – (2) I piani di Bulgaria, Paesi Bassi, Polonia, Svezia e Ungheria sono stati approvati successivamente alla scadenza del termine per la richiesta del prefinanziamento dei fondi assegnati. – (3) L'Irlanda non ha richiesto il prefinanziamento.

vato il meccanismo di condizionalità<sup>4</sup>. Proseguono inoltre le valutazioni della Commissione sul raggiungimento dei traguardi e degli obiettivi contenuti nei vari piani nazionali. Il totale dei fondi distribuiti ai paesi membri nel 2022 si colloca intorno a 74 miliardi di euro. In particolare dallo scorso ottobre sono stati erogati oltre 25 miliardi, 21 dei quali relativi alla seconda rata dell'Italia<sup>5</sup>, che ha inoltre richiesto il pagamento della terza lo scorso dicembre (fig. 9; cfr. il par. 2.9). Finora la Commissione ha raccolto sul mercato dei capitali oltre 260 miliardi. Il rendimento dei titoli europei con scadenza decennale risulta intorno al 2,8 per cento, un valore superiore di circa 60 punti base rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi e di oltre 80 punti inferiore a quelli italiani.

Lo scorso dicembre il Parlamento europeo e il Consiglio della UE hanno raggiunto un primo accordo sul finanziamento di *REPowerEU*, i cui fondi potranno essere utilizzati nei piani nazionali per rispondere alla crisi energetica; l'accordo prevede che il piano venga alimentato principalmente attraverso i prestiti non utilizzati nell'ambito del programma *Next Generation EU* (NGEU)<sup>6</sup>. Una volta che *REPowerEU* avrà ottenuto l'approvazione finale, gli Stati membri potranno ricevere risorse aggiuntive includendo un apposito capitolo all'interno del proprio piano nazionale.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

*Tra la metà di ottobre e la metà di dicembre le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono migliorate, beneficiando dell'attenuarsi dell'incertezza sulla politica di bilancio nel Regno Unito e delle attese degli operatori di un rallentamento nel ritmo di rialzo dei tassi di politica monetaria nelle maggiori economie avanzate. Dopo le riunioni di dicembre delle principali banche centrali dei paesi avanzati, gli operatori hanno nuovamente modificato le proprie aspettative riguardo al passo e alla durata del processo di restrizione monetaria. I rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine in Europa e negli Stati Uniti sono temporaneamente tornati a crescere, per poi riportarsi alla metà di gennaio su un livello inferiore ai valori di ottobre. Si è interrotto l'apprezzamento del dollaro statunitense in atto dalla scorsa primavera.*

**Dalla metà di ottobre i rendimenti sui titoli di Stato delle principali economie sono nel complesso diminuiti**

Dalla metà di ottobre alla metà di dicembre i tassi di rendimento sui titoli pubblici a lungo termine delle maggiori economie avanzate, ad eccezione di quelli giapponesi (cfr. il par. 1.1), sono sensibilmente diminuiti, rientrando su valori prossimi ai rendimenti del primo semestre dello scorso anno (fig. 10.a). Vi ha contribuito l'attenuarsi del processo di restrizione della politica monetaria delle principali banche centrali. Negli Stati Uniti si è acuito il differenziale negativo tra i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato rispetto a quelli a

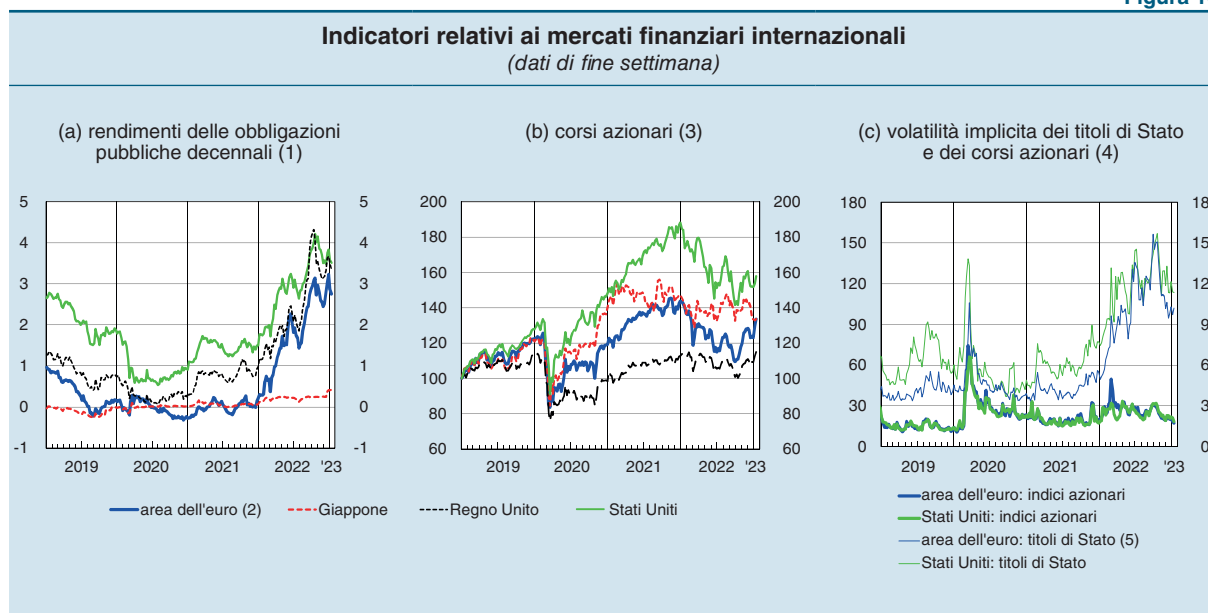
breve e a medio termine, riflettendo la maggiore riduzione negli orizzonti più lunghi coerentemente con l'accresciuta probabilità di un rallentamento dell'attività economica. Nel Regno Unito la minore incertezza sulla politica fiscale, in seguito all'approvazione di una proposta di legge di bilancio di orientamento più restrittivo rispetto a quella annunciata dal governo precedente, ha dato un ulteriore impulso alla riduzione dei rendimenti su ogni orizzonte temporale. I corsi azionari sono cresciuti in tutti i maggiori mercati, tornando sui livelli della metà del 2022 (fig. 10.b).

<sup>4</sup> In base a tale meccanismo l'erogazione dei fondi del piano nazionale e del 65 per cento di quelli previsti dal Fondo per lo sviluppo e la coesione è subordinata all'attuazione di 27 traguardi circa lo stato di diritto, l'indipendenza giudiziaria e la lotta alla corruzione.

<sup>5</sup> In particolare l'Italia ha ricevuto 10 miliardi sotto forma di sovvenzioni e 11 miliardi di prestiti. La Romania ha ottenuto 2,6 miliardi (di cui 1,8 di sovvenzioni), mentre Cipro, Croazia e Bulgaria hanno ricevuto rispettivamente 0,1, 0,7 e 1,4 miliardi di sovvenzioni.

<sup>6</sup> Ai 225 miliardi di prestiti non utilizzati del programma NGEU si aggiungono 20 miliardi di nuove sovvenzioni. Si prevede inoltre la possibilità di trasferire ulteriori risorse attingendo da altri fondi europei.

Figura 10



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° 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.

Attese di una restrizione più decisa delle politiche monetarie si sono diffuse in seguito alle riunioni di dicembre delle banche centrali delle maggiori economie avanzate. I rendimenti sui titoli pubblici decennali europei, inglesi e statunitensi sono tornati a salire temporaneamente, pur rimanendo su un livello inferiore rispetto alla seconda metà di ottobre.

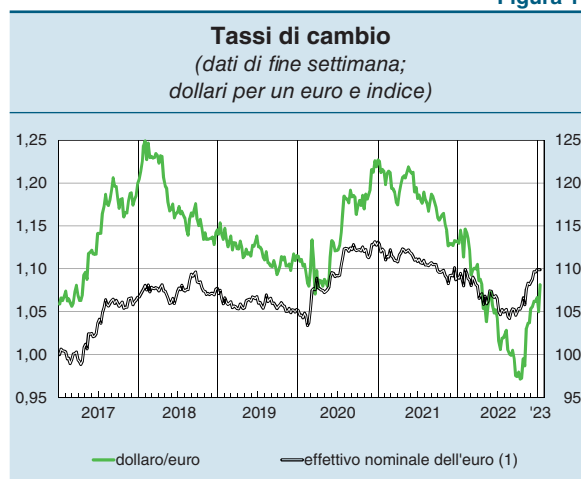
Nel complesso del periodo dalla metà di ottobre la volatilità dei rendimenti dei titoli pubblici è diminuita nell'area dell'euro, mentre è rimasta pressoché stabile negli Stati Uniti. La volatilità implicita nei corsi azionari si è sostanzialmente ridotta, pur rimanendo su livelli superiori a quelli antecedenti la pandemia (fig. 10.c).

**Si è interrotto l'apprezzamento del dollaro contro le principali divise**

Le attese di riduzione dei differenziali tra i tassi di interesse negli Stati Uniti e quelli degli altri paesi hanno influenzato

l'andamento del tasso di cambio del dollaro con le altre principali valute. Dalla metà di ottobre il cambio euro-dollaro si è apprezzato di circa l'11 per cento, superando la parità (fig. 11); anche il tasso nominale effettivo dell'euro è tornato a rafforzarsi. Il costo di assicurarsi contro un forte deprezzamento dell'euro verso il dollaro – misurato dall'indice di *risk reversal* – si è ridotto, ma rimane superiore a quello per un forte apprezzamento (fig. 12). Tra gli operatori

Figura 11



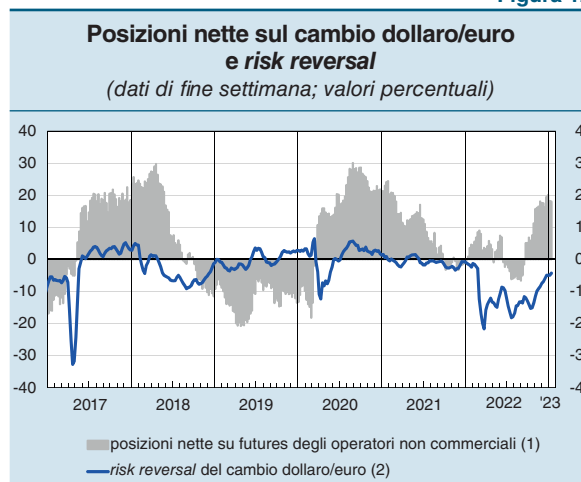
Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Indice: 1° settimana gen. 2017=100. Scala di destra. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro.

non commerciali, nelle ultime settimane sono aumentate significativamente le posizioni lunghe in euro.

In Giappone alla fine di ottobre sono proseguiti gli interventi della Banca centrale sul mercato dei cambi per contrastare il deprezzamento dello yen contro il dollaro. Lo yen giapponese, inizialmente sostenuto da questi interventi, avrebbe beneficiato del calo del prezzo del petrolio e della riapertura ai flussi turistici, che hanno interrotto il deterioramento delle partite correnti. Il renminbi si è apprezzato sul dollaro, anche per effetto degli annunci in dicembre circa un allentamento della *Zero-Covid policy*, in seguito ai quali sono sostanzialmente diminuiti i cospicui deflussi di capitali in atto dall'inizio del 2022.

Figura 12



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Differenza tra posizioni lunghe e corte in euro degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere; gli operatori non commerciali sono quelli impegnati in attività non coperte per il rischio di cambio dalla detenzione dei contratti inclusi nel calcolo dell'indice. – (2) Indicatore *risk reversal* a un mese (media mobile a 20 giorni), che misura l'asimmetria della distribuzione delle attese sul cambio dell'euro rispetto al dollaro. Valori negativi (positivi) indicano il prevalere di rischi di un deprezzamento (apprezzamento). Scala di destra.

# 2 L'ECONOMIA ITALIANA

## 2.1 LA FASE CICLICA

*In Italia il PIL ha continuato ad aumentare nel trimestre estivo; secondo le indicazioni dei nostri modelli, la fase ciclica si è indebolita negli ultimi tre mesi del 2022. Oltre al freno derivante dai prezzi energetici ancora elevati, vi avrebbe inciso anche l'attenuazione del forte recupero del valore aggiunto dei servizi osservato dopo la fase più intensa della crisi sanitaria.*

**Il prodotto è cresciuto ancora nel terzo trimestre**

Nei mesi estivi il PIL è aumentato in Italia dello 0,5 per cento sul trimestre precedente (fig. 13 e tav. 3), superando di quasi 2 punti percentuali il valore rilevato prima della pandemia. La crescita è stata sostenuta dalla domanda nazionale. È continuata la forte espansione dei consumi delle famiglie; gli investimenti fissi lordi sono aumentati, seppure in

Figura 13

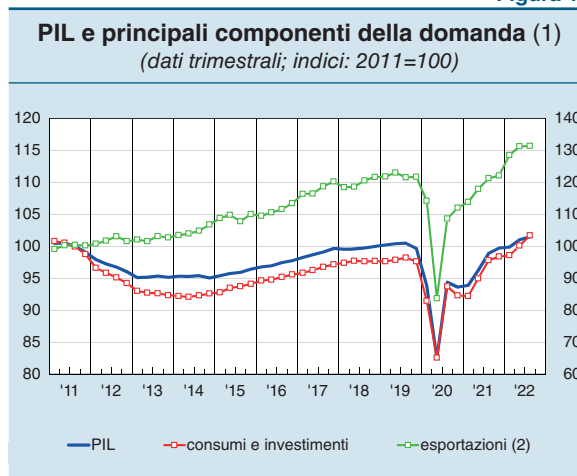


Tavola 3

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

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

Fonte: Istat.

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



misura minore rispetto al periodo precedente, per effetto della contrazione della componente delle costruzioni, osservata per la prima volta dall'inizio del 2020. Per contro l'interscambio con l'estero ha sottratto 1,3 punti percentuali alla dinamica del PIL: le esportazioni hanno ristagnato a fronte di un rialzo marcato delle importazioni (cfr. il par. 2.4). Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è cresciuto nei servizi, in particolare in quelli legati alle attività ricreative e turistiche, mentre si è ridotto nell'industria.

**La fase ciclica si sarebbe indebolita alla fine dell'anno**

Secondo le stime dei modelli della Banca d'Italia, nel quarto trimestre l'attività economica si è indebolita nel confronto con il periodo precedente; vi avrebbero influito gli effetti del persistere di prezzi energetici elevati e l'attenuazione della ripresa dei settori più colpiti dalla pandemia, quali commercio, trasporti e servizi ricettivi (cfr. il par. 2.2). Nello stesso periodo l'indicatore Ita-coin, che misura la dinamica del prodotto al netto delle componenti più erratiche, si è mantenuto su valori negativi (fig. 14). Nel complesso del 2022 il PIL sarebbe aumentato di quasi il 4 per cento (cfr. il par. 2.10).

## 2.2 LE IMPRESE

*Secondo le nostre stime, nel quarto trimestre la produzione industriale è nuovamente diminuita per effetto dei costi ancora elevati dell'energia e dell'indebolimento della domanda. Dopo l'espansione nel secondo e terzo trimestre, l'attività nel terziario avrebbe rallentato. L'incertezza connessa con la prosecuzione del conflitto in Ucraina e con le condizioni finanziarie più restrittive si ripercuotono sulla spesa per investimenti e sulle prospettive del settore immobiliare.*

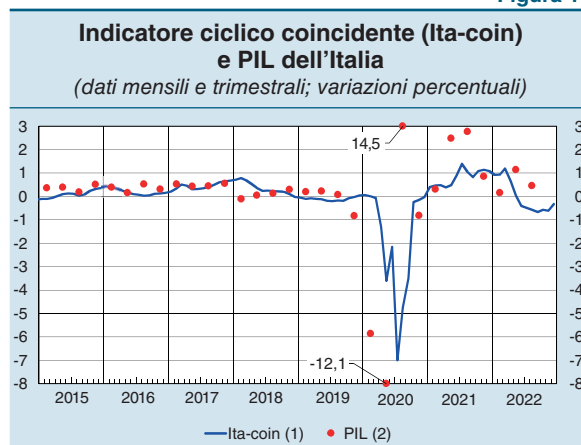
**Nel quarto trimestre la produzione industriale sarebbe diminuita**

Sulla base delle nostre stime – che tengono conto sia dei più recenti dati ad alta frequenza relativi ai consumi elettrici e di gas e al traffico autostradale sia delle valutazioni espresse dalle imprese in dicembre – nel quarto trimestre la produzione industriale si è ridotta (fig. 15). Dall'inizio dell'estate i comparti in maggiore flessione sono quelli con il più intenso impiego di input energetici.

**Le valutazioni delle imprese si confermano poco favorevoli, specialmente nella manifattura**

I giudizi espressi dalle imprese manifatturiere nella media del quarto trimestre indicano una flessione dell'attività, come rilevato sia dall'indice PMI sia dalle indagini dell'Istat. Continuano a pesare i livelli storicamente elevati dei prezzi energetici (cfr. il riquadro: *I rincari energetici e le implicazioni per l'attività delle imprese italiane*) e l'incertezza connessa con il conflitto in Ucraina. Nei servizi gli indicatori di fiducia mostrano nel complesso un quadro più favorevole, riflettendo gli andamenti nel settore del commercio. In prospettiva indicazioni meno sfavorevoli provengono dalle inchieste della Banca d'Italia condotte tra novembre e dicembre<sup>1</sup>, secondo cui i giudizi delle imprese sulla propria situazione operativa sono divenuti meno negativi rispetto al trimestre precedente. Vi sono segnali di

Figura 14

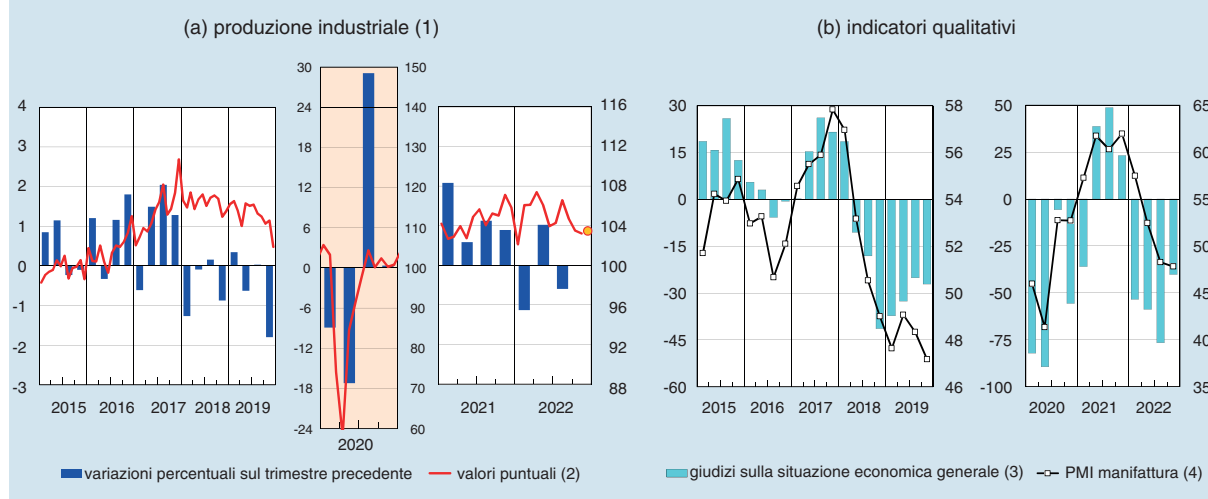


Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin)*. – (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

<sup>1</sup> Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 gennaio 2023.

### Produzione industriale e indicatori qualitativi (dati mensili e trimestrali)



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

(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. Il cerchio giallo rappresenta la previsione del dato di dicembre 2022. Scala di destra. – (3) Dati trimestrali. Saldo in punti percentuali tra le risposte “migliori” e “peggiori” al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 gennaio 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.

recupero delle attese di domanda per i prossimi mesi, ma quasi la metà delle aziende manifatturiere e circa un terzo di quelle dei servizi continuano a indicare che le difficoltà legate al costo dell'energia sono analoghe o superiori nel confronto con i mesi estivi. I problemi di approvvigionamento di materie prime e di input intermedi hanno interessato circa il 30 per cento delle aziende dell'industria in senso stretto e del terziario e approssimativamente la metà di quelle delle costruzioni, in attenuazione rispetto alla rilevazione precedente.

## I RINCARI ENERGETICI E LE IMPLICAZIONI PER L'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE ITALIANE

Dall'inizio del 2021 i prezzi dei prodotti energetici hanno subito incrementi eccezionali in Europa, con un'ulteriore accelerazione dopo l'aggressione russa dell'Ucraina nello scorso febbraio. Questi andamenti hanno influenzato i costi operativi, la redditività e la vulnerabilità finanziaria delle imprese, con ripercussioni anche sui piani di produzione e di investimento.

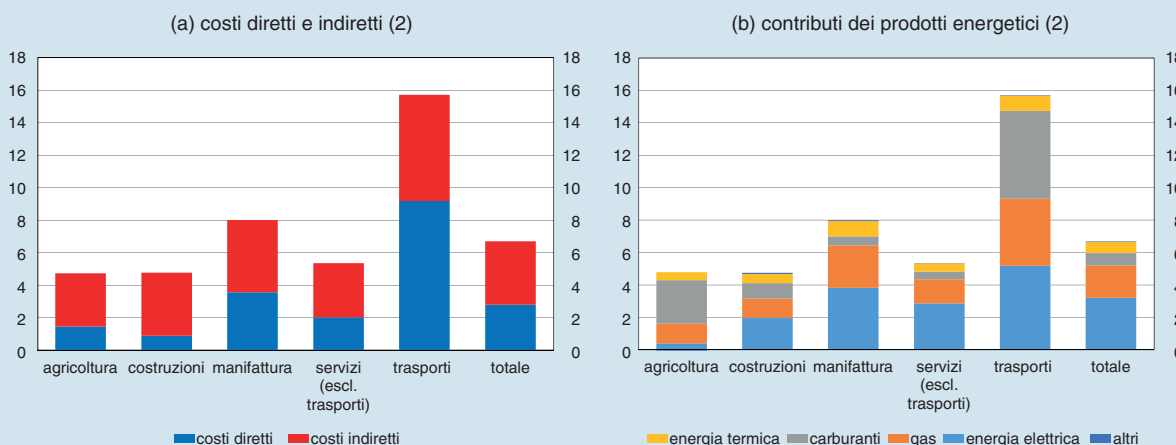
I rincari energetici incidono sui costi operativi sia direttamente, attraverso la crescita delle spese per gli input energetici, sia indirettamente, mediante l'aumento dei prezzi degli altri beni intermedi, riconducibile a sua volta ai maggiori oneri dei fornitori per spese energetiche. Utilizzando una metodologia di *energy input-output*<sup>1</sup>, che permette di considerare congiuntamente i consumi energetici

<sup>1</sup> Questa metodologia combina i dati sui consumi energetici dei Conti dei flussi fisici di energia (Physical Energy Flow Accounts, PEFA) e quelli sulle relazioni intersettoriali dalle matrici input-output della contabilità nazionale. Permette di evidenziare i canali attraverso cui il rialzo dei costi energetici potrebbe trasmettersi a ogni settore e di quantificare il contributo del rincaro di ciascun prodotto energetico all'incremento complessivo dei costi settoriali. La metodologia (analogamente a quanto avviene per i modelli input-output) ipotizza una completa trasmissione (*pass-through*) del rialzo dei costi energetici sui prezzi applicati agli acquirenti, nonché coefficienti tecnici di produzione e consumo energetico costanti. Queste ipotesi verosimilmente sovrastimano l'effetto complessivo dei rincari sui costi operativi delle aziende sia perché il *pass-through* potrebbe essere incompleto (riducendo quindi l'effetto indiretto rispetto a quello riportato), sia perché le imprese potrebbero modificare i propri processi produttivi per adeguarli al nuovo contesto.

di ciascun settore e il complesso delle relazioni intersettoriali, è possibile elaborare una stima di massima della misura in cui l'incremento del prezzo di ciascun prodotto energetico abbia contribuito all'aumento dei costi delle imprese italiane dei settori non energetici, distinguendo tra effetti diretti e indiretti.

Figura A

**Impatto dei rincari energetici sui costi unitari delle imprese non energetiche (1)**  
(variazioni percentuali tra il 1° trimestre del 2021 e il 4° trimestre del 2022)



Fonte: elaborazioni su dati PEFA; per le matrici input-output, Istat; per i prezzi di mercato dei prodotti energetici, Refinitiv.  
(1) Sono esclusi i settori produttori netti di prodotti energetici: A2 (silvicoltura e utilizzo di aree forestali), B (attività estrattiva), C19 (fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio), D (fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata), E37-E38-E39 (gestione delle reti fognarie – attività di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti – attività di risanamento e altri servizi di gestione dei rifiuti). Il settore G46 (commercio all'ingrosso, escluso quello di autoveicoli e di motocicli) è inoltre escluso poiché comprende un rilevante impianto di raffinazione di petrolio. – (2) La metodologia *energy input-output* combina le informazioni a livello settoriale (Ateco a 2 cifre) delle tavole input-output con le informazioni di fonte PEFA sul consumo e sulla fornitura di energia e offre stime settoriali del fabbisogno energetico per 20 prodotti energetici. Questi ultimi sono raggruppati in 5 categorie: energia elettrica, gas (biogas, etano, derivati del gas e gas naturale), carburanti (benzina, biocarburanti, cherosene, gasolio, nafta, petrolio e altri idrocarburi), energia termica e una categoria residua (carbone, coke, legname e altri prodotti petroliferi). Al fine di ottenere una stima del costo unitario si applica alle quantità di ciascun prodotto energetico ottenute dalla metodologia *energy input-output* (in terajoule) un coefficiente di conversione che permette di rappresentare le quantità nelle unità di misura in cui sono espressi i prezzi di mercato delle materie prime. Per il confronto tra i due periodi considerati si utilizzano medie trimestrali dei prezzi a pronti giornalieri.

I rincari energetici negli ultimi due anni avrebbero determinato un rialzo dei costi per unità di prodotto di 6,7 punti percentuali rispetto al primo trimestre del 2021 (figura A, pannello a), per oltre la metà ascrivibile agli effetti indiretti di questi rincari. Gli incrementi dei costi sarebbero particolarmente elevati per il settore dei trasporti e, in misura minore, per la manifattura (15,7 e 8,0, rispettivamente). È possibile ricondurre poco meno della metà dell'incremento totale al rincaro dell'energia elettrica (figura A, pannello b), tenuto conto dell'ampio utilizzo di quest'ultima nei processi produttivi, mentre l'impiego diretto di gas vi contribuirebbe per circa un quarto. I prezzi più alti per i carburanti avrebbero avuto un impatto più limitato, ma rappresenterebbero una quota significativa dell'aumento dei costi nei trasporti, nell'agricoltura e nelle costruzioni.

Secondo le evidenze raccolte nell'ultimo *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* della Banca d'Italia, condotto tra settembre e ottobre del 2022, la quota di aziende che prevedevano di chiudere l'esercizio 2022 in perdita e di ridurre l'impiego di lavoro nei sei mesi successivi all'intervista è più elevata tra le imprese a forte consumo di energia elettrica (cosiddette energivore)<sup>2</sup>

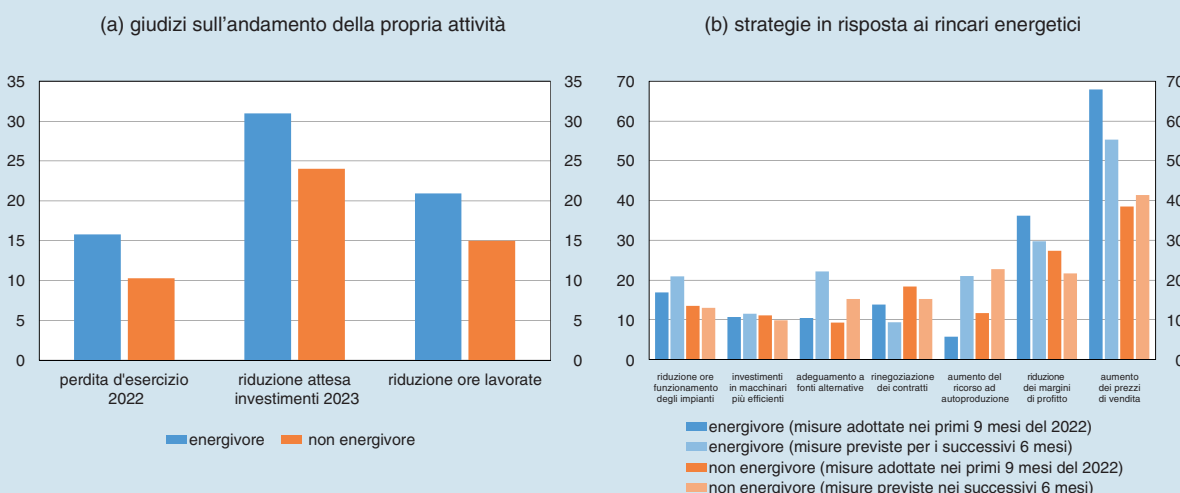
<sup>2</sup> Considerata la preminenza dell'impatto dei rialzi dei prezzi dell'energia elettrica sui costi delle imprese, si analizzano i giudizi di quelle ad alto consumo di energia elettrica. In particolare vengono definite energivore le aziende che, soddisfacendo i requisiti dei relativi decreti ministeriali, si sono iscritte all'Elenco delle imprese a forte consumo di energia elettrica, gestito dalla Cassa per i servizi energetici e ambientali (CSEA), per usufruire delle agevolazioni relative all'annualità 2022 (cfr. il par. 2.9). Questi sussidi sono sostanzialmente limitati alle imprese dell'industria in senso stretto e commisurati esclusivamente ai consumi elettrici.

rispetto a quelle non energivore. Anche le prospettive di una riduzione della spesa per investimenti nel 2023 erano più diffuse per il primo gruppo di aziende (figura B, pannello a).

Le strategie maggiormente utilizzate dalle imprese nei primi nove mesi del 2022 a fronte dell'aumento dei costi energetici sono state il rialzo dei prezzi di vendita e la riduzione dei margini di profitto (figura B, pannello b); l'adozione di queste strategie, insieme alla diminuzione delle ore di funzionamento degli impianti, è stata particolarmente diffusa tra le imprese energivore, mentre il ricorso all'autoproduzione di energia è stato più comune tra le rimanenti. La quota di imprese che al momento del sondaggio avevano investito in macchinari più efficienti o che avevano adeguato gli impianti a fonti alternative è invece risultata contenuta in entrambi i gruppi di aziende; dalle interviste è emersa tuttavia da parte di quelle energivore l'intenzione di ricorrere con maggiore frequenza all'adeguamento degli impianti a fonti alternative e all'autoproduzione di energia nei mesi a venire.

Figura B

**Giudizi delle imprese sull'andamento della propria attività e strategie di risposta ai rincari energetici (1)**  
(quote percentuali)



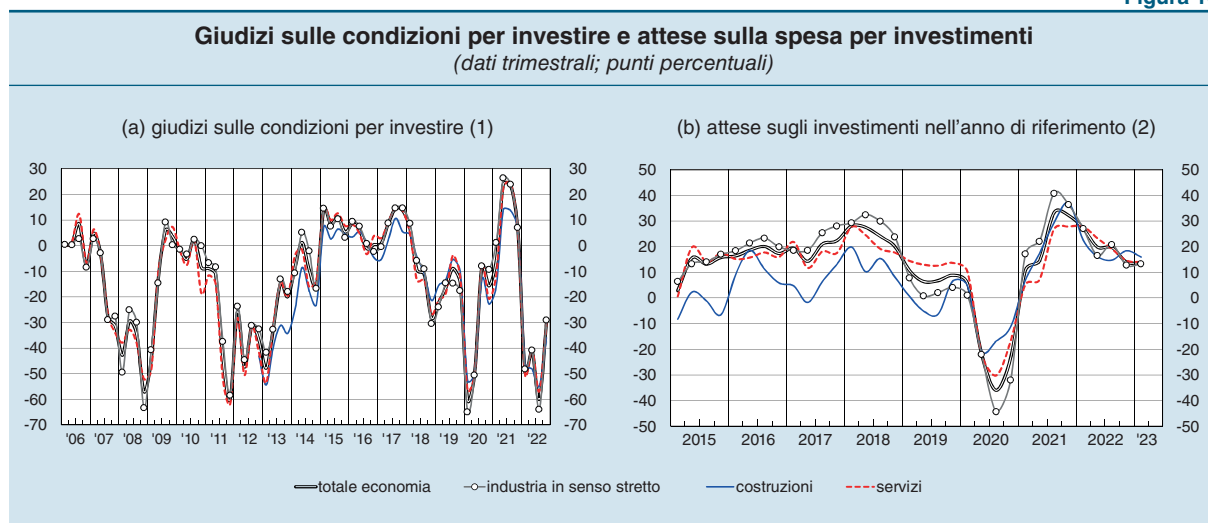
Fonte: elaborazioni su dati del *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, 7 novembre 2022.

(1) L'analisi è limitata alle sole imprese dell'industria in senso stretto, per coerenza con la classificazione della CSEA, utilizzata per definire le imprese energivore. Dal campione sono state inoltre eliminate le aziende appartenenti ai settori produttori netti di prodotti energetici (cfr. fig. A, nota 1). Le statistiche sono ponderate con pesi di riporto all'universo delle imprese. I risultati sono robusti rispetto ad un modello di regressione che include tra i controlli le principali caratteristiche di impresa (fatturato, spesa per investimenti, numero di addetti, quota di esportazioni sul fatturato e collocazione geografica dell'impresa).

**Continua ad attenuarsi la dinamica degli investimenti**

Gli investimenti hanno rallentato nel terzo trimestre (allo 0,8 per cento sul periodo precedente), riflettendo la riduzione della spesa per costruzioni a fronte di un'accelerazione di quella in impianti e macchinari. Secondo nostre valutazioni, confermate dai dati sul valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali e dei beni strumentali di fonte Associazione

italiana leasing (Assilea), nel quarto trimestre gli investimenti avrebbero ristagnato. Nell'ambito delle indagini della Banca d'Italia, le imprese considerano le condizioni per investire ancora negative (fig. 16), sebbene la quota di aziende che si attendono un'espansione degli investimenti per il complesso dell'anno in corso superi quella di quante ne prefigurano una riduzione.



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 gennaio 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.

**L'espansione del mercato immobiliare risente dell'aumento dei tassi e dell'elevata inflazione**

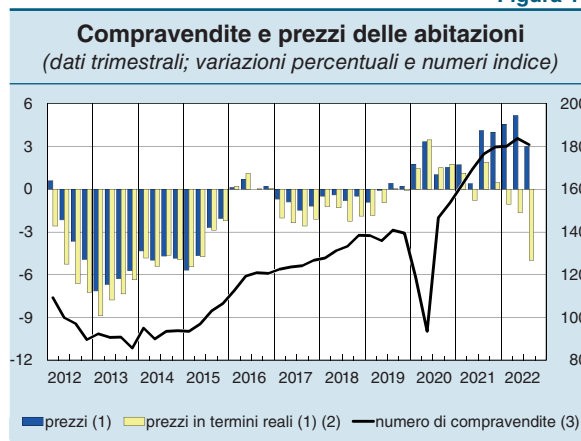
Nel terzo trimestre sono diminuite le compravendite di abitazioni (-1,6 per cento sul periodo precedente; fig. 17), interrompendo il recupero in corso dalla metà del 2020. I prezzi delle case – scesi in termini

nominali rispetto al trimestre precedente per la prima volta dal 2020 – rimangono più alti del 3 per cento nel confronto con lo stesso periodo del 2021; sono per contro del 5 per cento più bassi sottraendo la dinamica dell'inflazione al consumo. Gli agenti immobiliari intervistati tra settembre e ottobre nel *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* prefiguravano un nuovo calo delle quotazioni – con riferimento al proprio mercato e a quello nazionale – sia nel quarto trimestre sia nel biennio successivo alla rilevazione. Su queste valutazioni continuano a pesare l'attesa debolezza della domanda e il rialzo dei tassi sui mutui (cfr. il par. 2.7). Le evidenze desunte dagli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it in ottobre e in novembre si confermano coerenti con un rallentamento del mercato.

**Scende ulteriormente il debito delle imprese in rapporto al prodotto**

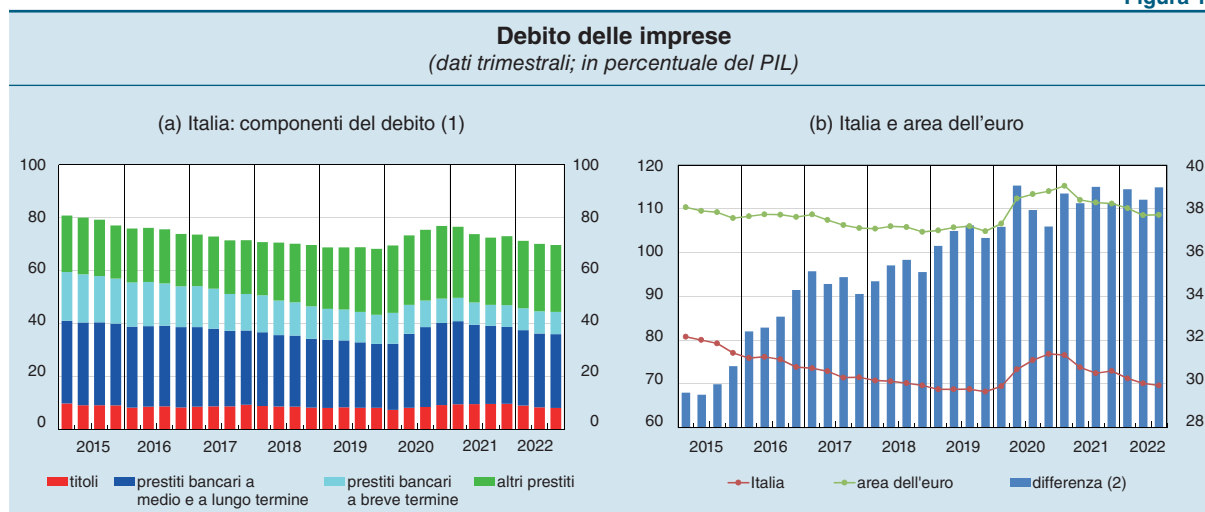
Nel terzo trimestre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è sceso di circa mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente (al 69,6 per cento; fig. 18.a), principalmente per effetto dell'espansione del prodotto nominale. Questo indicatore rimane molto al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (108,6 per cento; fig. 18.b). La liquidità detenuta dalle imprese italiane su depositi e conti correnti, stabile rispetto al trimestre precedente, si mantiene su livelli molto elevati nel confronto storico.

Figura 17



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 18



Fonte: elaborazioni su dati 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) Scala di destra.

## 2.3 LE FAMIGLIE

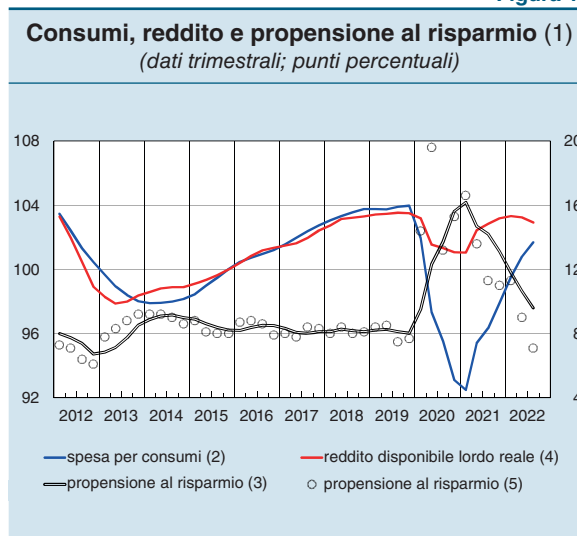
*La spesa delle famiglie è nuovamente aumentata in misura significativa nel terzo trimestre; si sarebbe indebolita nella parte finale dell'anno, nonostante gli interventi governativi adottati per calmierare i prezzi dei beni energetici e per sostenere il reddito disponibile, soprattutto dei nuclei meno abbienti. La propensione al risparmio ha continuato a diminuire, riportandosi sui livelli antecedenti l'emergenza sanitaria.*

**I consumi hanno continuato a espandersi nel terzo trimestre...**

Nel trimestre estivo la spesa delle famiglie è cresciuta in misura sostenuta, sospinta da tutte le componenti, tranne i beni non durevoli.

Il reddito disponibile delle famiglie in termini reali è aumentato lievemente sui tre mesi precedenti, anche grazie al sostegno derivante dagli interventi governativi<sup>2</sup>. La propensione al risparmio è diminuita (al 7,1 per cento; fig. 19), riportandosi sui valori osservati prima della crisi sanitaria. Il complesso delle misure disposte dal Governo per mitigare i prezzi dei beni energetici (cfr. il par. 2.6) e per sostenere il reddito disponibile ha attenuato

Figura 19



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) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici; valori percentuali; scala di destra.

<sup>2</sup> Tra questi, il DL 50/22 (decreto “aiuti”) ha previsto, al di sotto di una certa soglia di reddito individuale, l'erogazione in luglio di un'indennità una tantum (pari a 200 euro); il DL 115/22 (decreto “aiuti-bis”) ha disposto, sempre su base selettiva, l'innalzamento per la seconda metà dell'anno della quota di esonero contributivo a carico dei lavoratori già prevista dalla legge di bilancio per il 2022 (da 0,8 a 2,0 punti percentuali); cfr. *Bollettino economico*, 4, 2022.

l'impatto dello shock inflazionistico sul potere d'acquisto delle famiglie nel 2022 e ha fortemente mitigato l'aumento della diseguaglianza nei redditi<sup>3</sup>.

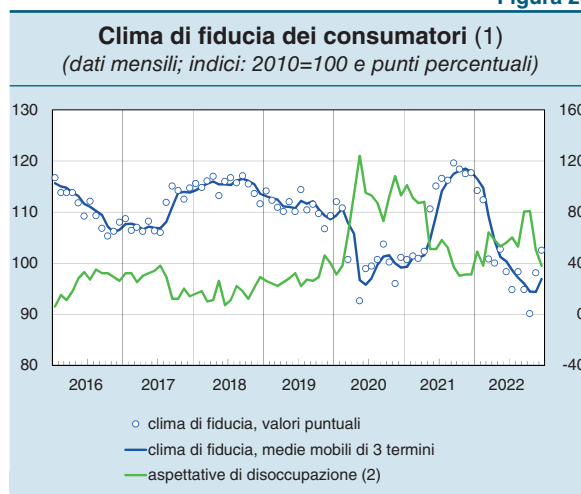
**... ma si sarebbero indeboliti nel quarto**

Nonostante il prolungamento delle misure governative<sup>4</sup>, la spesa avrebbe rallentato nella parte finale dell'anno in linea con il calo, seppure modesto, dell'indicatore dei consumi di Confcommercio nella media di ottobre e novembre. Il clima di fiducia dei consumatori è risalito alla fine del 2022, trainato da un miglioramento dei giudizi e delle attese sulla situazione economica generale, tra cui quelle sulla disoccupazione (cfr. il par. 2.5 e fig. 20); l'indicatore complessivo rimane tuttavia su livelli inferiori a quelli precedenti la pandemia.

**Sale lievemente il peso degli oneri legati al servizio del debito**

Nel terzo trimestre il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è diminuito rispetto al periodo precedente, al 63,5 per cento (fig. 21.a). È salita leggermente l'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale). Anche in rapporto

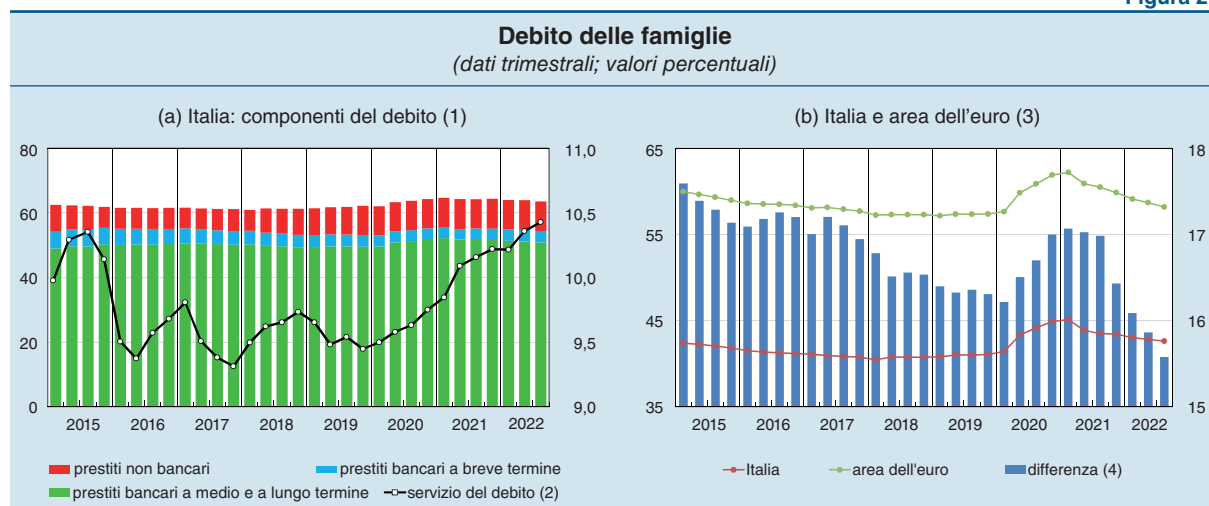
Figura 20



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 21



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

(1) Il debito (comprensivo dei prestiti cartolarizzati) è espresso in percentuale del reddito disponibile lordo. Per il debito, consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. – (2) Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici. Scala di destra. – (3) Il debito è espresso in percentuale del PIL per favorire il confronto con il debito delle imprese, espresso in percentuale del PIL nel par. 2.2. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. – (4) Scala di destra.

<sup>3</sup> N. Curci, M. Savegnago, G. Zevi e R. Zizza, *The redistributive effects of inflation: a microsimulation analysis for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 738, 2022.

<sup>4</sup> In particolare il decreto "aiuti-bis" ha previsto l'anticipo a ottobre del 2022 da gennaio del 2023 della rivalutazione delle pensioni, anche se in misura parziale e su base selettiva; di contro nel mese di novembre un'ulteriore indennità una tantum (prevista dal DL 144/22, decreto "aiuti-ter") è stata erogata a una platea più ristretta per un importo inferiore (150 euro) e in dicembre è stato ridotto lo sconto sulle accise sui carburanti (DL 179/22; cfr. il par. 2.9).

al PIL il debito delle famiglie si è ridotto, seppure in misura lieve, al 42,6 per cento (contro 58,2 nell'area dell'euro; fig. 21.b).

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

*Nel terzo trimestre si è arrestata la crescita delle esportazioni, mentre è proseguita a ritmi sostenuti quella delle importazioni. Nei mesi autunnali le vendite all'estero di beni sarebbero rimaste stabili, mentre gli acquisti dall'estero sarebbero diminuiti. A causa del forte aumento del deficit energetico, è proseguito il peggioramento del disavanzo di conto corrente. Sono continuati i disinvestimenti esteri in titoli di Stato italiani, in un contesto di contenute emissioni nette da parte del Tesoro. La posizione creditoria netta sull'estero si conferma solida.*

**Le esportazioni del complesso di beni e servizi hanno ristagnato nel terzo trimestre...**

Dopo la forte espansione nel primo semestre, le esportazioni in volume sono rimaste pressoché invariate nei mesi estivi, frenate dal marcato rallentamento delle vendite di beni e dal calo di quelle di servizi (tav. 4). Le esportazioni di beni sono state sostenute dai mercati esterni all'area dell'euro – in particolare dagli Stati Uniti, anche per effetto dell'apprezzamento del dollaro, e dalla Cina – a fronte di una diminuzione delle vendite nei principali partner dell'area.

I contributi positivi più ampi sono derivati dalla farmaceutica e dagli altri mezzi di trasporto (soprattutto dalla vendita di navi), mentre si è rilevata una contrazione nella maggior parte dei restanti comparti. Dopo un anno e mezzo di ripresa pronunciata, le esportazioni di servizi sono moderatamente diminuite, in larga parte per l'esaurirsi del recupero delle entrate per turismo internazionale, tornate sui livelli pre-pandemici.

**Tavola 4**

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

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.

Sono proseguite sia la marcata espansione delle importazioni dei beni, anche in relazione al buon andamento degli investimenti in beni strumentali (cfr. il par. 2.2), sia, in misura ancora maggiore, la crescita di quelle dei servizi. Sulla prima componente hanno inciso in modo significativo gli acquisti di autoveicoli, elettronica, macchinari e beni energetici. La forte accelerazione delle importazioni dei servizi è in prevalenza dovuta alla ripresa dei viaggi all'estero da parte dei residenti.

**... così come quelle di beni nei mesi autunnali**

Secondo nostre stime, nel bimestre ottobre-novembre le esportazioni di beni in volume sarebbero rimaste stabili rispetto al terzo trimestre, mentre le importazioni sarebbero diminuite. Nel corso dell'autunno l'indice PMI sugli ordini esteri e



quello corrispondente dell'indagine Istat presso le imprese manifatturiere hanno segnalato ancora un peggioramento della domanda estera (fig. 22). Sulla base di nostre stime in valore corrette per la stagionalità, nel bimestre ottobre-novembre le esportazioni di servizi turistici sarebbero in media cresciute rispetto al trimestre estivo.

**Il disavanzo di conto corrente si è ampliato, soprattutto per il forte aumento del deficit energetico...**

Nei primi undici mesi del 2022 il saldo di conto corrente è stato negativo per 16,3 miliardi di euro, contro un surplus di 53,7 nello stesso periodo dello scorso

anno (tav. 5). Il peggioramento, iniziato nella seconda metà del 2021 (fig. 23), è dovuto principalmente agli eccezionali rincari delle materie prime energetiche; il deficit di questa componente è aumentato di circa 56 miliardi rispetto all'anno precedente. L'avanzo mercantile al netto dei beni energetici si è ridotto, ma rimane su valori consistenti. Il deficit dei servizi è moderatamente migliorato, beneficiando del raddoppio del surplus della bilancia turistica nel confronto con lo stesso periodo del 2021, a fronte del maggiore disavanzo degli altri servizi, in particolare quelli di trasporto.

**... che ha ormai raggiunto valori vicini a quelli dello shock petrolifero dell'inizio degli anni ottanta**

Nei quattro trimestri terminanti lo scorso settembre il disavanzo energetico ha raggiunto il 5,1 per cento del PIL, avvicinandosi al picco negativo del 1981

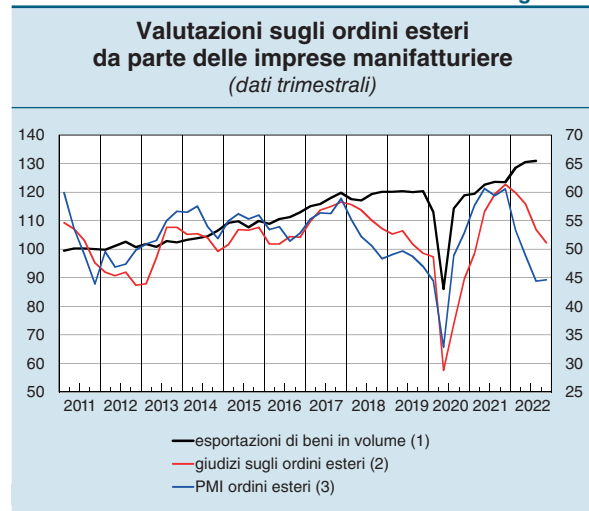
(-5,8 per cento). Nel corso del 2022 il gas naturale è diventato la componente principale delle importazioni di beni energetici in valore, superando il petrolio, storicamente predominante; anche gli acquisti dall'estero di elettricità sono aumentati in modo deciso, raggiungendo il massimo degli ultimi trent'anni.

**Proseguono i disinvestimenti esteri in titoli italiani**

Tra gennaio e novembre del 2022 sono continuate le vendite nette di titoli di portafoglio italiani da parte

degli investitori esteri; i disinvestimenti hanno riguardato soprattutto titoli pubblici (67,3 miliardi), in un contesto di emissioni nette molto contenute da parte del Tesoro. Secondo i dati di fonte Emerging Portfolio Fund Research relativi a un campione di fondi di investimento internazionali, tra dicembre e l'inizio di gennaio i moderati afflussi netti di risparmio verso attività finanziarie italiane riconducibili al comparto obbligazionario sarebbero stati interamente controbilanciati da lievi deflussi in quello azionario.

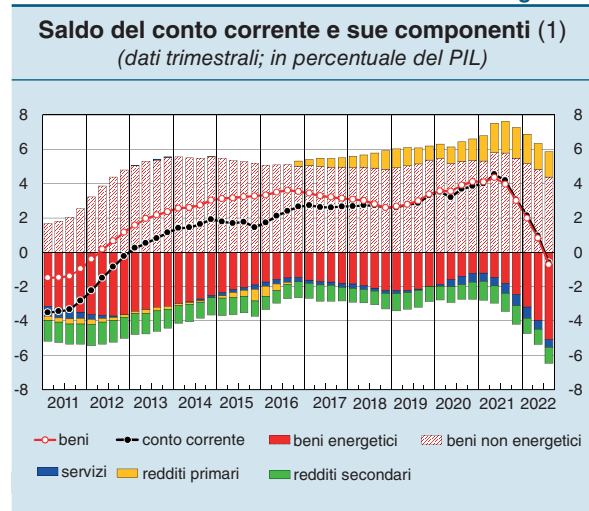
Figura 22



Fonte: Istat, Markit e Refinitiv.

(1) Dati di contabilità nazionale. Valori concatenati, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Indici: 2011=100. — (2) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media dall'inizio della serie storica (gennaio 2000) e viene sommato il valore 100. Il 2° trimestre 2020 è la media di 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.

Figura 23



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

(1) Medie mobili di 4 trimestri.

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

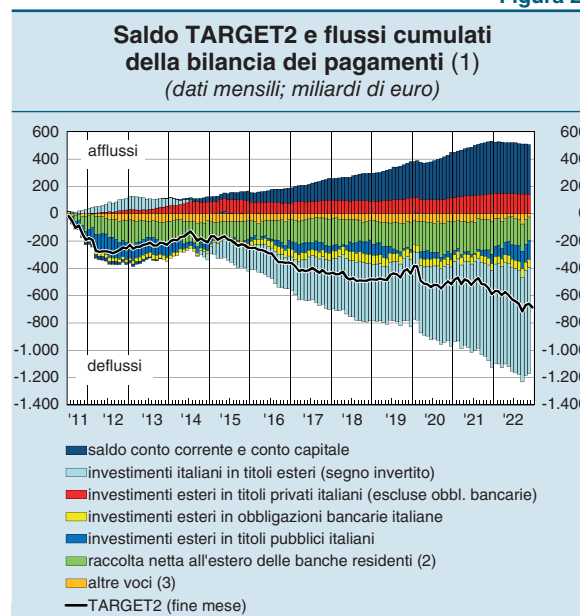
VOCI	2020	2021	gen.-nov. 2021	gen.-nov. 2022
<b>Conto corrente</b>	<b>64,0</b>	<b>54,4</b>	<b>53,7</b>	<b>-16,3</b>
<i>per memoria: in % del PIL</i>	3,9	3,1		
Merci	68,3	53,6	54,6	-16,4
prodotti non energetici (2)	88,8	97,6	91,8	76,7
prodotti energetici (2)	-20,5	-43,9	-37,3	-93,1
Servizi	-8,4	-11,7	-10,5	-7,2
Redditi primari	20,7	31,9	28,0	23,8
Redditi secondari	-16,6	-19,4	-18,4	-16,5
<b>Conto capitale</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,6</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>63,5</b>	<b>55,4</b>	<b>64,4</b>	<b>-23,3</b>
Investimenti diretti	19,1	31,5	36,3	-10,0
Investimenti di portafoglio	109,3	124,3	108,5	153,0
Derivati	-2,9	..	-0,8	7,7
Altri investimenti (3)	-65,9	-121,1	-100,0	-175,4
Variazione riserve ufficiali (4)	4,0	20,7	20,4	1,4
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>12,5</b>	<b>-7,6</b>

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6<sup>a</sup> ed., 2009 (BPM6). Per i mesi di ottobre e novembre 2022, 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.

Nel complesso dei primi undici mesi del 2022 si è interrotta la tendenza più che decennale agli acquisti di fondi esteri, in particolare da parte delle famiglie italiane; nello stesso periodo si sono registrati 72,9 miliardi di investimenti nelle altre attività di portafoglio, quasi esclusivamente titoli di debito a lungo termine, effettuati soprattutto da banche e assicurazioni residenti. Questi deflussi sono stati solo parzialmente compensati dall'aumento della raccolta netta all'estero delle banche italiane in prestiti e depositi. Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 era pari a 684 miliardi alla fine di dicembre, in lieve miglioramento nel confronto con la fine di settembre (fig. 24), anche per effetto dell'erogazione in novembre della seconda rata relativa al Dispositivo per la ripresa e la resilienza (cfr. il par. 2.9).

**La posizione creditoria netta sull'estero resta solida** Alla fine di settembre la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 105,8 miliardi, pari al 5,7 per cento del PIL. Rispetto alla fine di giugno risultava in marginale miglioramento: l'apprezzamento del dollaro statunitense rilevato nel terzo trimestre ha indotto aggiustamenti di valutazione positivi sulle attività, che hanno più che compensato il saldo negativo di conto corrente.

Figura 24



(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.

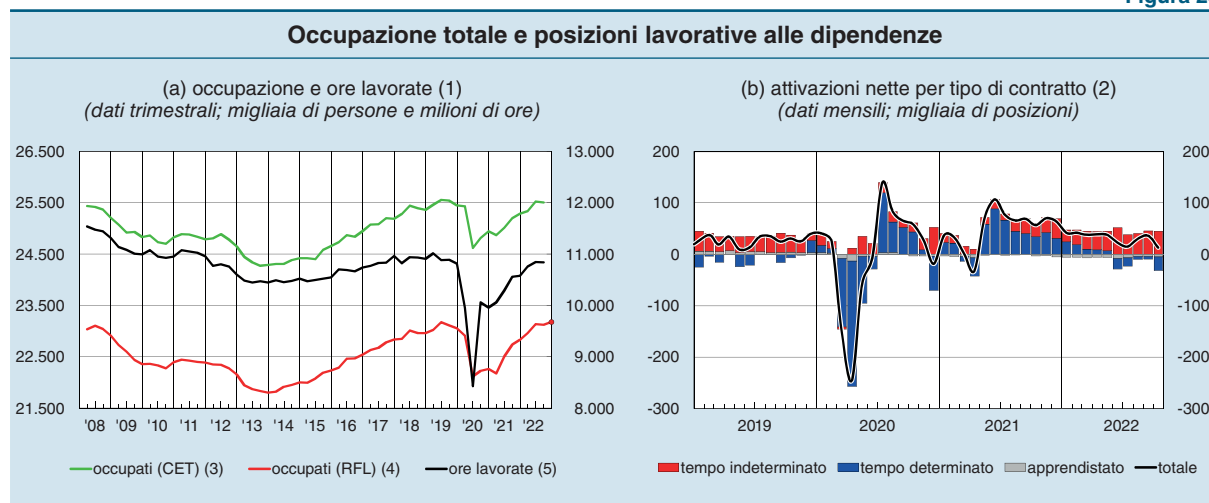
## 2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre l'occupazione e le ore lavorate si sono stabilizzate sui livelli elevati del periodo precedente. È proseguita la crescita delle posizioni lavorative a tempo indeterminato, sostenuta dalle numerose trasformazioni di contratti temporanei attivati durante il 2021. La domanda di lavoro è tornata ad aumentare in misura contenuta nel bimestre ottobre-novembre. La dinamica delle retribuzioni è rimasta moderata, in parte per il protrarsi delle negoziazioni in alcuni comparti dei servizi, dove è ancora consistente la quota di dipendenti in attesa di rinnovo del contratto collettivo.

**Nel terzo trimestre l'occupazione si è confermata stabile**

Nei mesi estivi si è interrotta l'espansione degli occupati (fig. 25.a): all'aumento nella manifattura (0,6 per cento sul periodo precedente) si è contrapposto il calo nelle costruzioni (-0,8 per cento), il primo dalla fine del 2020; nei servizi privati l'occupazione è rimasta invece invariata. Anche le ore lavorate totali e per addetto, che già in primavera avevano recuperato i valori pre-pandemici, hanno registrato variazioni nulle. Il ricorso alle integrazioni salariali si è nel complesso stabilizzato, dopo la rapida flessione nella prima metà dell'anno (fig. 26.a), mostrando segnali di risalita nei settori energivori<sup>5</sup>. Indicazioni simili provengono dal numero di lavoratori che, benché formalmente occupati, risultano temporaneamente assenti dal posto di lavoro: questo indicatore, che include anche i dipendenti in cassa integrazione, è sceso su valori inferiori a quelli precedenti l'emergenza sanitaria. La crescita della domanda di lavoro si è arrestata anche per effetto della diminuzione dei contratti a termine, su cui ha pesato il calo nei servizi; è proseguita invece l'espansione della componente a tempo indeterminato, sostenuta dalle trasformazioni delle posizioni temporanee avviate nel 2021. Per il quarto trimestre consecutivo si è ampliato il numero di lavoratori autonomi, che rimane tuttavia di quasi il 5 per cento inferiore rispetto alla fine del 2019.

Figura 25



Fonte: per l'occupazione e le ore lavorate, Istat, *Conti economici trimestrali* (CET); per l'occupazione, Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL); per le attivazioni nette, elaborazioni su dati del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie).

(1) Dati destagionalizzati. Il punto in corrispondenza del 4° trimestre 2022 è la media del bimestre ottobre-novembre. – (2) Dati destagionalizzati. Il valore netto è calcolato come il saldo tra la somma delle attivazioni e delle cessazioni nello stesso mese. I contratti analizzati sono quelli nel settore privato non agricolo. – (3) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (4) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (5) Scala di destra.

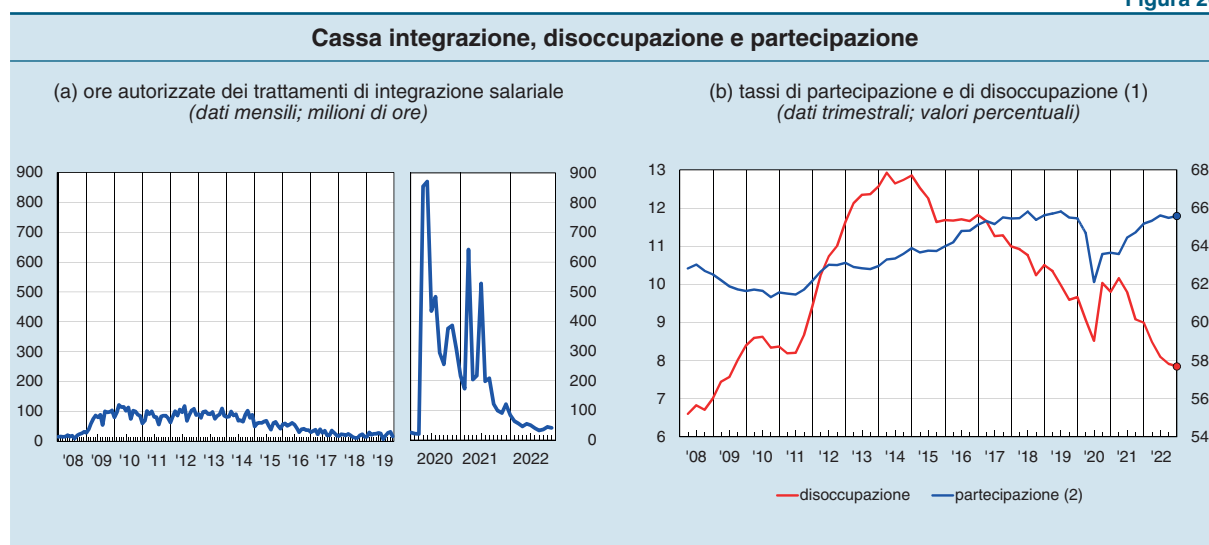
<sup>5</sup> I settori energivori sono definiti sulla base di un indicatore di intensità energetica, pari al rapporto tra consumo di energia e valore aggiunto: entrambe le grandezze sono rilevate dall'Istat, rispettivamente nei conti dei flussi fisici di energia e nei conti nazionali.

**Nel bimestre ottobre-novembre l'occupazione è leggermente aumentata**

I dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) indicano un andamento lievemente favorevole dell'occupazione per gli ultimi mesi del 2022, nonostante il quadro congiunturale debole. Nella media del bimestre ottobre-novembre il numero di occupati è aumentato dello 0,2 per cento sul trimestre precedente, malgrado il leggero calo in novembre. La crescita è ascrivibile all'espansione del lavoro alle dipendenze (0,5 per cento), nuovamente sospinta,

secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie, dalla componente a tempo indeterminato; quest'ultima, nei primi dieci mesi del 2022, ha contribuito per oltre il 90 per cento alla creazione netta di posti di lavoro (fig. 25.b)<sup>6</sup>. Nel quarto trimestre le aspettative di imprese e famiglie hanno mostrato segnali di tenuta. L'indicatore elaborato dalla Commissione europea sulle attese delle aziende italiane riguardanti l'occupazione a tre mesi è rimasto sostanzialmente stabile e compatibile con un ampliamento della domanda di lavoro; le aspettative delle famiglie sulla disoccupazione sono migliorate (cfr. il par. 2.3).

**Figura 26**



Fonte: per i trattamenti di integrazione salariale, elaborazioni su dati INPS; per il tasso di partecipazione e il tasso di disoccupazione, Istat, RFL.  
(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 4° trimestre 2022 sono la media del bimestre ottobre-novembre. – (2) Scala di destra.

**Il tasso di disoccupazione ha continuato a diminuire**

Nel terzo trimestre il tasso di disoccupazione si è collocato su valori storicamente bassi, al 7,9 per cento, in diminuzione di 0,2 punti percentuali rispetto al secondo (fig. 26.b): il calo riflette in buona parte la riduzione della popolazione in età da lavoro, non compensata dalla dinamica del tasso di partecipazione, che è lievemente aumentato solo nella fascia di età superiore ai 50 anni. Altri

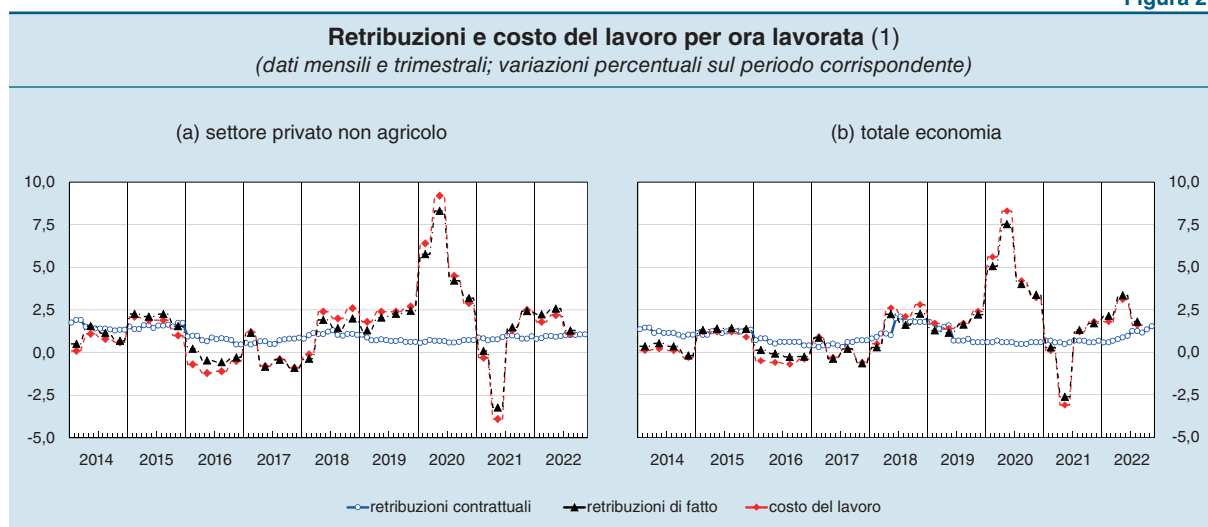
indicatori di tensione sul mercato del lavoro elaborati da Eurostat segnalano che il grado di sottoutilizzo della forza lavoro, dopo il picco raggiunto durante la pandemia, è tornato su livelli inferiori a quelli del 2019<sup>7</sup>. Il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto, di un decimo di punto nel bimestre ottobre-novembre; quello di partecipazione è per contro rimasto stabile.

**L'andamento delle retribuzioni si conferma moderato**

In estate la crescita delle retribuzioni orarie di fatto nel complesso dell'economia è stata pari all'1,8 per cento nel confronto con lo stesso periodo dell'anno prima, 1,5 punti in meno rispetto al secondo trimestre (fig. 27), in virtù di

<sup>6</sup> Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, novembre 2022.

<sup>7</sup> L'indicatore include il part-time involontario, le persone in cerca di occupazione ma non immediatamente disponibili al lavoro e quelle che sarebbero disponibili a iniziare un impiego, pur non cercandolo attivamente.



Fonte: Istat, CET e indagine sulle retribuzioni contrattuali.

(1) Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

una forte decelerazione dello slittamento salariale<sup>8</sup>. La crescita del costo del lavoro orario (1,6 per cento) è stata lievemente più contenuta, per effetto della prosecuzione del calo degli oneri sociali a carico del datore di lavoro. Le retribuzioni contrattuali<sup>9</sup> sono invece aumentate dell'1,2 per cento su base annua, 3 decimi in più rispetto al periodo precedente. L'accelerazione è riconducibile al settore pubblico; nel comparto privato non agricolo la dinamica è rimasta invariata all'1,0 per cento. Gli accordi siglati nella seconda metà del 2022 nei settori dell'elettricità, di gas e acqua e delle assicurazioni hanno determinato in media aumenti compresi tra il 2 e il 3 per cento l'anno, sostanzialmente in linea con l'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici importati previsto dall'Istat per il periodo di vigenza dei contratti e pubblicato lo scorso giugno<sup>10</sup>. Nel commercio è stato siglato in dicembre un accordo ponte, che prevede l'erogazione di un pagamento una tantum e un lieve incremento delle retribuzioni a partire dal prossimo aprile, in attesa del rinnovo definitivo. Nel 2023 la dinamica salariale accelererebbe moderatamente (cfr. il par. 2.10), in parte mitigata dal protrarsi dei processi negoziali in alcuni settori dei servizi privati, dove la quota di dipendenti in attesa di rinnovo è ancora elevata (circa il 67 per cento in novembre).

## 2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

*Nei mesi autunnali l'inflazione ha raggiunto nuovi massimi, sospinta dalla componente energetica che si sta ancora trasmettendo ai prezzi degli altri beni e dei servizi e sta determinando un moderato rafforzamento dell'inflazione di fondo. La dinamica dei prezzi al consumo ha continuato a essere mitigata dai provvedimenti in materia energetica. Emergono i primi segnali di un allentamento delle pressioni inflazionistiche nelle attese di famiglie e imprese.*

<sup>8</sup> Per slittamento salariale si intendono le differenze tra le retribuzioni di fatto e quelle contrattuali. Queste differenze riflettono le componenti della retribuzione diverse dai minimi stabiliti dalla contrattazione collettiva e possono derivare da negoziazioni dirette con le aziende o da elargizioni unilaterali da parte di queste ultime; includono, ad esempio, premi di produttività o di presenza, pagamenti una tantum e compensazioni non monetarie previste nei piani di welfare aziendale.

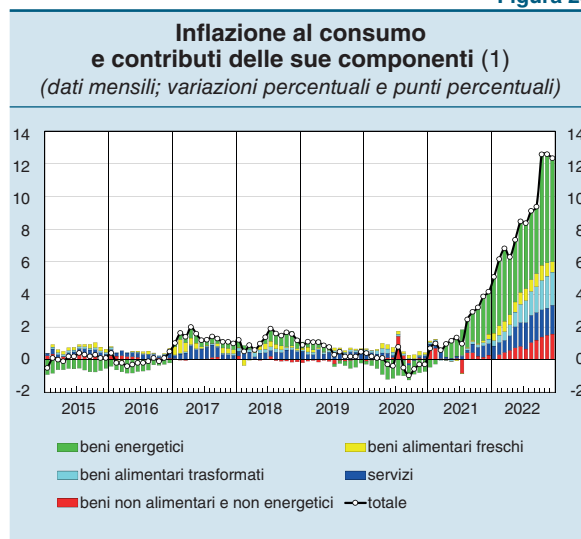
<sup>9</sup> Queste retribuzioni contrattuali non includono le componenti una tantum.

<sup>10</sup> Istat, *IPCA al netto degli energetici importati*, comunicato stampa del 7 giugno 2022.

**L'inflazione si mantiene su valori elevati**

In dicembre l'inflazione al consumo armonizzata è rimasta elevata (12,3 per cento; fig. 28 e tav. 6), pur diminuendo lievemente rispetto ai due mesi precedenti. La componente energetica e quella dei beni alimentari, sebbene in modesta attenuazione, si confermano su valori storicamente alti (65,1 e 11,6 per cento, rispettivamente). I prezzi dell'energia continuano a mostrare un'elevata volatilità, particolarmente accentuata nelle componenti non regolamentate. L'incremento eccezionale dei prezzi dei beni energetici contribuisce all'inflazione al consumo sia direttamente sia indirettamente tramite un rialzo dei costi di produzione; considerando gli effetti diretti e indiretti, si stima che nell'ultimo trimestre del 2022 poco più del 70 per cento dell'inflazione sia attribuibile allo shock energetico in Italia (cfr. il riquadro: *La trasmissione dei rincari energetici all'inflazione al consumo in Italia e nell'area dell'euro*). L'inflazione di fondo è ancora aumentata (4,8 per cento), trainata sia dalla componente dei servizi sia da quella dei beni industriali non energetici.

**Figura 28**



**Tavola 6**

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

PERIODO	IPCA (1)		IPC (2)		IPP (3)	Deflatore del PIL
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a 1 mese (4)	Al netto di energetici e alimentari		
2020	-0,1	0,5	-0,2	-	0,4	1,6
2021	1,9	0,8	1,9	-	0,8	0,5
2022	8,7	3,3	8,1	-	3,0	....
2022 – gen.	5,1	1,3	4,8	1,5	1,5	41,8
feb.	6,2	1,7	5,7	0,9	1,5	41,3
mar.	6,8	1,8	6,5	1,0	1,7	46,6
apr.	6,3	2,2	6,0	-0,3	2,0	44,1
mag.	7,3	3,0	6,8	0,8	2,7	42,7
giu.	8,5	3,4	8,0	1,2	3,1	41,9
lug.	8,4	3,4	7,9	0,5	3,4	45,9
ago.	9,1	4,1	8,4	0,6	3,6	50,5
set.	9,4	4,4	8,9	0,6	3,9	52,9
ott.	12,6	4,6	11,8	3,5	4,2	33,2
nov.	12,6	4,7	11,8	0,7	4,2	35,7
dic.	12,3	4,8	11,6	0,3	4,4	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Variazione percentuale a un mese, depurata dalla componente stagionale.

## LA TRASMISSIONE DEI RINCARI ENERGETICI ALL'INFLAZIONE AL CONSUMO IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO

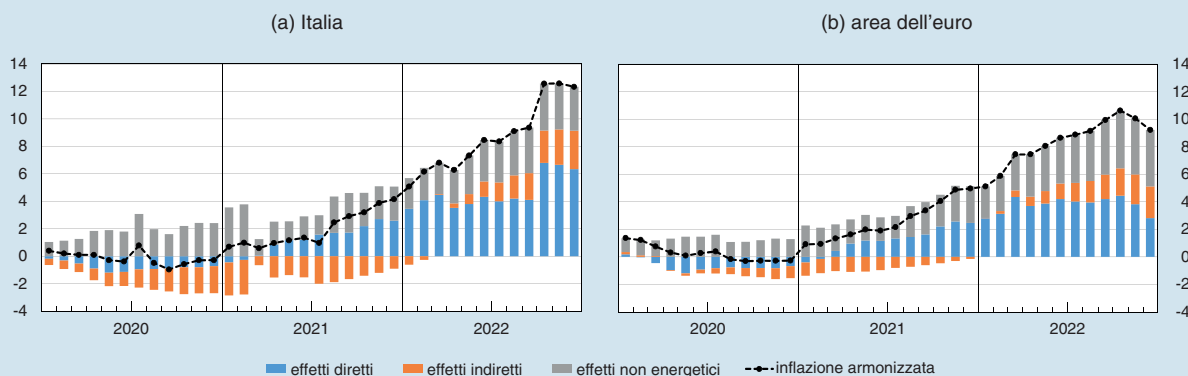
Dall'inizio del 2021 i prezzi dell'energia sono fortemente aumentati riflettendo inizialmente la ripresa dell'attività dopo la pandemia e in seguito l'invasione russa dell'Ucraina e le conseguenti tensioni sull'approvvigionamento di materie prime energetiche. Diversamente da quanto osservato in passato, gli aumenti hanno interessato tutti i beni energetici: i rincari del petrolio sono stati comparabili con episodi passati, mentre quelli dell'elettricità e del gas sono stati, per entità e volatilità, senza precedenti.

I rialzi hanno inciso in modo marcato sull'indice generale dei prezzi al consumo: nella media dell'ultimo trimestre del 2022 l'inflazione in Italia ha raggiunto, nella definizione armonizzata, il 12,5 per cento su base annua trainata in larga misura dalla dinamica della componente energetica (cresciuta intorno al 68 per cento), che ha contribuito direttamente per circa 6,5 punti percentuali all'inflazione complessiva. Nell'area dell'euro l'inflazione si è collocata al 10 per cento, con un apporto diretto della componente energetica (salita circa al 34 per cento) di 3,7 punti percentuali, risultato che rispecchia la notevole eterogeneità tra paesi. L'eccezionale intensità dei rincari ha esercitato inoltre effetti indiretti sull'inflazione, attraverso le componenti non energetiche: le pressioni originate nei mercati all'ingrosso dell'energia si sono trasmesse gradualmente lungo le catene di formazione dei prezzi, influenzando i listini di altri beni, come i prodotti alimentari e quelli non alimentari derivati dalla trasformazione industriale. Hanno anche inciso sui prezzi di molti servizi, quali quelli relativi al trasporto, al turismo e alla ristorazione.

Uno studio della Banca d'Italia<sup>1</sup> stima che la reattività dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi alla dinamica di quelli energetici è statisticamente significativa, ma

Figura

**Effetti dell'energia sull'inflazione al consumo (1)**  
(dati mensili; variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.

(1) La quantificazione degli effetti indiretti dello shock energetico è basata su una scomposizione storica ottenuta attraverso un modello autoregressivo vettoriale di tipo strutturale, stimato con metodi bayesiani utilizzando dati mensili relativi al periodo 2002-2022. Il modello, stimato separatamente per l'Italia e per l'area dell'euro, comprende le principali componenti dell'inflazione (energetica, alimentare e di fondo), nonché alcune variabili relative al ciclo economico e al mercato del lavoro.

<sup>1</sup> F. Corsello e A. Tagliabracci, *Assessing the pass-through of energy prices to inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

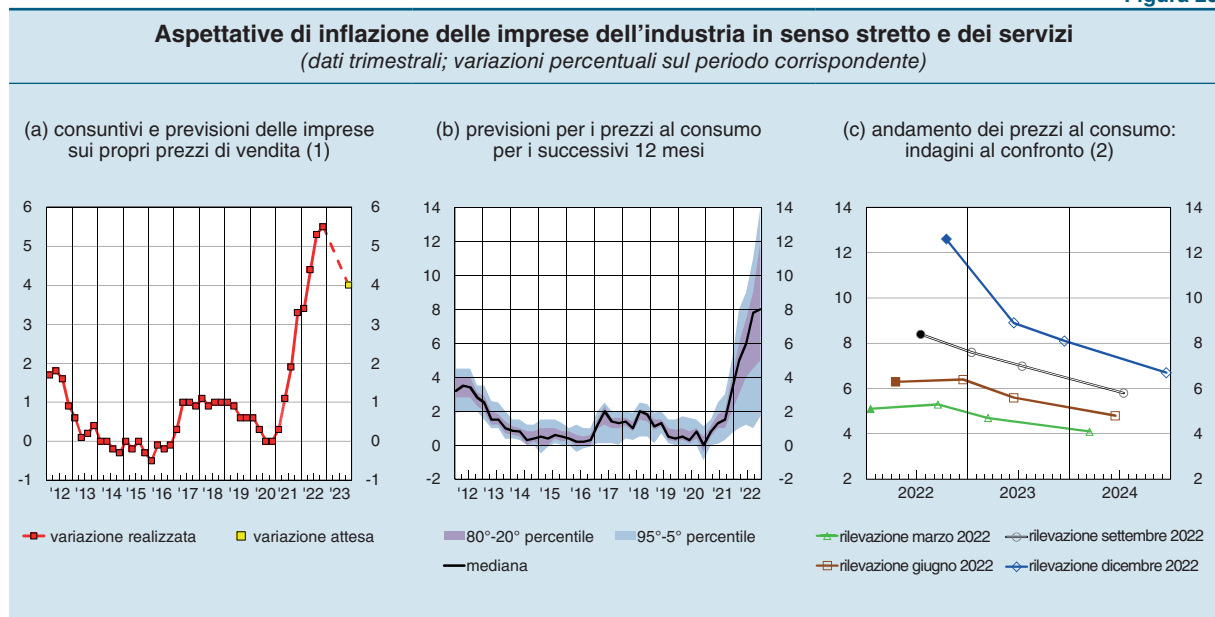
quantitativamente modesta; i prezzi dei beni alimentari mostrano invece una sensibilità più elevata, oltre ad essere tipicamente più volatili. Data l'eccezionale entità dell'incremento dei prezzi energetici, tuttavia, il loro contributo all'inflazione generale è stato nel complesso rilevante: nella media del 2022 in assenza dello shock energetico l'inflazione di fondo e quella alimentare sarebbero state rispettivamente di 0,9 e 2,4 punti percentuali inferiori ai dati osservati per l'Italia e di 0,8 e 3,2 punti per l'area dell'euro (figura). Nell'ultimo trimestre del 2022, considerando l'insieme degli effetti diretti e indiretti, all'energia era riconducibile poco più del 70 per cento dell'inflazione complessiva in Italia e circa il 60 di quella dell'area. Gli effetti per la Germania e la Spagna sono di entità simile a quelli relativi all'area nel complesso, mentre sono più contenuti per la Francia, dove i rincari energetici sono stati meno pronunciati.

**L'inflazione è mitigata dai provvedimenti in materia energetica**

Considerando i soli provvedimenti governativi che hanno un effetto diretto sull'indice dei prezzi al consumo<sup>11</sup>, il freno complessivo impresso all'inflazione sarebbe stato di oltre un punto percentuale nella media del quarto trimestre, di cui circa la metà sarebbe attribuibile alle riduzioni delle bollette di gas ed elettricità. Per i primi tre mesi del 2023 l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) ha annunciato un calo delle tariffe elettriche sul mercato

regolamentato di circa il 20 per cento sul trimestre precedente, determinato sia dalla flessione delle quotazioni all'ingrosso sui mercati energetici sia dalle misure approvate con la legge di bilancio per il 2023 (cfr. il par. 2.9).

**Figura 29**



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

(1) Media robusta delle risposte ai quesiti sul tasso di 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 il dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo punto rappresenta la media delle previsioni (della variazione dei prezzi a 12 mesi) per i 6 mesi successivi alla data dell'indagine; il terzo punto rappresenta la media delle previsioni per i 12 mesi successivi; il quarto punto rappresenta la media delle previsioni per i 24 mesi successivi.

<sup>11</sup> Includono l'azzeramento degli oneri di sistema per elettricità e gas, la riduzione delle accise sulle benzine (in vigore sino al 31 dicembre 2022) e il rafforzamento del bonus sociale per elettricità e gas a favore delle famiglie economicamente svantaggiate, i cui effetti sulle bollette sono considerati dall'Istat nel calcolo degli indici dei prezzi al consumo dall'aprile del 2022.



**Le pressioni salariali restano contenute ed emergono segnali di rallentamento delle altre pressioni all'origine**

Nella media del bimestre ottobre-novembre l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è diminuita rispetto ai mesi estivi, pur rimanendo su valori elevati. Questa dinamica è dovuta principalmente al rallentamento dei listini dei beni energetici e, in misura più contenuta, alla riduzione dell'inflazione dei beni intermedi, in atto dal terzo trimestre. Segnali di attenuazione delle pressioni all'origine provengono anche dagli indicatori PMI: l'indice relativo alla dinamica dei costi degli input nella manifattura è sceso in dicembre sul livello

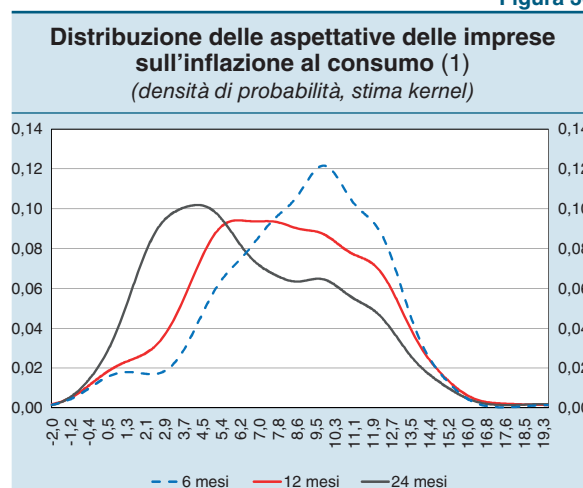
più basso degli ultimi due anni, sebbene resti ancora su un valore coerente con un rialzo. Inoltre le elevate pressioni inflazionistiche non si sono finora trasmesse alle dinamiche salariali (cfr. il par. 2.5) e la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore privato non agricolo, valutata nelle medie mobili di quattro termini, si è stabilizzata nel terzo trimestre.

**Iniziano ad attenuarsi le aspettative di rincari da parte di famiglie e imprese**

Le inchieste dell'Istat presso le famiglie indicano che in dicembre sono tornate a prevalere attese di una moderazione delle pressioni inflazionistiche, per la prima volta da luglio 2021. Sull'orizzonte a tre anni e sulla base della *Consumer Expectations Survey* della

Banca centrale europea, in novembre le aspettative di inflazione delle famiglie italiane sono scese nettamente, collocandosi su un valore mediano del 3,0 per cento. Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta fra novembre e dicembre dalla Banca d'Italia, anche la crescita dei prezzi praticati dalle aziende prevista per i prossimi dodici mesi si è attenuata, soprattutto nell'industria (fig. 29). Le imprese hanno invece segnalato un incremento delle attese sull'inflazione al consumo su tutti gli orizzonti previsivi, più marcato su quelli brevi, su cui ha plausibilmente inciso il valore elevato dell'inflazione corrente, informazione fornita ai partecipanti alla rilevazione<sup>12</sup>. È proseguito l'aumento della dispersione di queste aspettative, su livelli storicamente elevati su tutti gli orizzonti (fig. 30).

**Figura 30**



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 16 gennaio 2023, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia.

(1) Distribuzione sul tasso di inflazione al consumo (variazione dei prezzi a 12 mesi) per diversi orizzonti temporali successivi all'indagine (6, 12 e 24 mesi) condotta tra novembre e dicembre 2022.

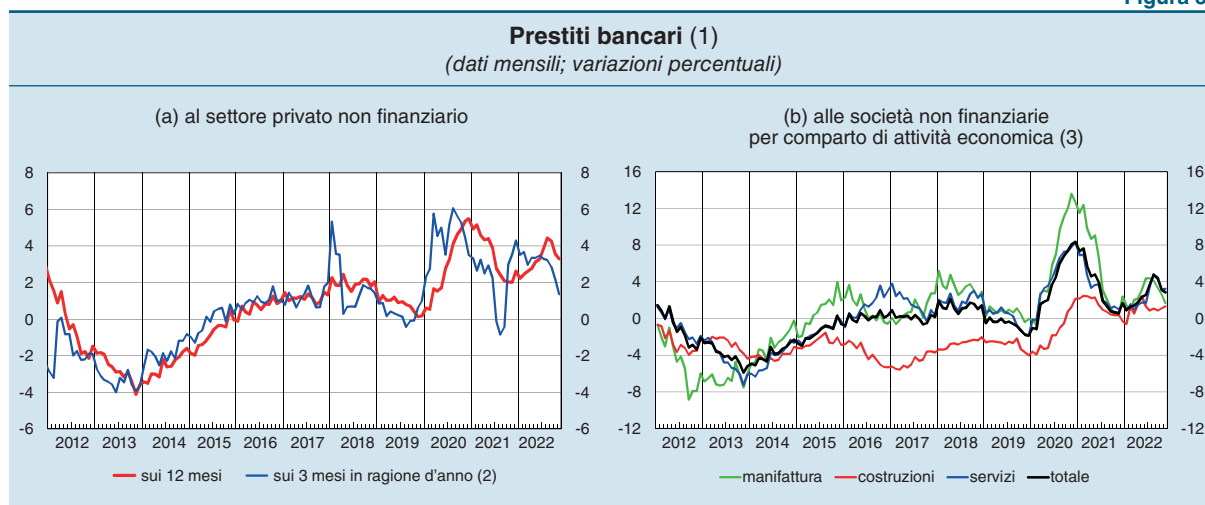
## 2.7 LE BANCHE

*Tra agosto e novembre i prestiti bancari al settore privato non finanziario hanno rallentato, risentendo dell'indebolimento della domanda delle imprese per finalità di investimento e di quella delle famiglie per l'acquisto di abitazioni; le condizioni di offerta hanno registrato una moderata restrizione. Il rialzo dei tassi ufficiali avviato in luglio si sta trasmettendo al costo del credito bancario. I tassi di deterioramento della qualità del credito sono rimasti contenuti; la redditività dei gruppi bancari significativi è aumentata.*

**Il credito al settore privato ha rallentato...**

In novembre la dinamica dei finanziamenti al settore privato non finanziario si è ridotta all'1,4 per cento sui tre mesi (dal 3,1 in agosto, in ragione d'anno;

<sup>12</sup> Le imprese che non hanno ricevuto l'informazione sul tasso di inflazione corrente hanno dichiarato aspettative tra 2 e 3 punti percentuali più basse, a seconda dell'orizzonte temporale.



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo. – (3) Variazioni sui 12 mesi; fino a dicembre 2013 le serie per i comparti non sono corrette per gli aggiustamenti di valore.

fig. 31.a). Il rallentamento ha riflesso soprattutto quello dei prestiti alle società non finanziarie, la cui espansione si è sostanzialmente arrestata; valutata sui dodici mesi, la crescita del credito si è indebolita nella manifattura e nei servizi, mentre è leggermente aumentata nelle costruzioni (fig. 31.b). Anche la dinamica dei prestiti alle famiglie è diminuita (al 3,1 per cento), principalmente per effetto dell'andamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

**... risentendo dell'indebolimento della domanda e di criteri di offerta più restrittivi**

Secondo le banche italiane intervistate lo scorso ottobre nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)<sup>13</sup>, la domanda di finanziamenti per finalità di investimento da parte delle imprese si è ridotta nel terzo trimestre, a fronte di maggiori richieste legate al finanziamento delle scorte e del capitale circolante. Anche la domanda di credito da parte delle famiglie, sia per l'acquisto di abitazioni sia con finalità di consumo, si è indebolita, risentendo del rialzo dei tassi di interesse e del calo della fiducia dei consumatori nel trimestre. Sempre secondo le valutazioni delle banche, alla diminuzione della domanda di prestiti si è accompagnato un ulteriore generale inasprimento dei criteri di offerta. La maggiore selettività delle politiche di erogazione è riconducibile a una più elevata percezione del rischio e a una sua minore tolleranza da parte degli intermediari, nonché a più alti costi di provvista.

Nelle attese degli intermediari per il quarto trimestre, le politiche di concessione del credito a imprese e famiglie avrebbero registrato un ulteriore e più accentuato irrigidimento, mentre la domanda sarebbe rimasta stabile per le imprese e si sarebbe ridotta per le famiglie, soprattutto quella relativa ai mutui.

**La raccolta bancaria ha arrestato la sua crescita ed è diventata più onerosa**

Nei dodici mesi terminanti in novembre la raccolta delle banche è rimasta stabile, a fronte di un'espansione dell'1,3 per cento osservata in agosto. Questo andamento ha riflesso il rallentamento dei depositi (tav. 7), a seguito della decelerazione di quelli delle famiglie e della flessione di quelli delle imprese.

<sup>13</sup> All'indagine hanno partecipato 13 tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *October 2022 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 25 ottobre 2022.

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

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Agosto 2022	Novembre 2022	Agosto 2022	Novembre 2022
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.756	1.743	2,6	2,2
di cui: a imprese (4)	678	666	4,8	2,8
a famiglie (5)	677	682	4,1	3,8
Attività verso controparti centrali (6)	33	36	6,1	-2,4
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	543	532	1,5	1,5
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	403	393	2,3	2,3
Attività verso Eurosystema (8)	336	342	-19,6	-20,1
Attività sull'estero (9)	514	508	8,9	4,8
Altre attività (10)	856	883	15,5	16,4
<b>Totale attivo</b>	<b>4.038</b>	<b>4.045</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>
<b>Passività</b>				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.883	1.845	2,7	0,4
Depositi di non residenti (9)	325	322	6,2	4,4
Passività verso controparti centrali (6)	107	113	25,3	14,9
Obbligazioni (12)	201	207	-8,6	-3,2
Passività verso Eurosystema (8)	432	415	-6,7	-7,5
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	116	112	-3,8	-5,1
Capitale e riserve	338	344	-2,9	-0,3
Altre passività (13)	637	686	18,0	20,4
<b>Totale passivo</b>	<b>4.038</b>	<b>4.045</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 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) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosystema per operazioni di politica monetaria; cfr. le tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (11) Esclude le passività connesse con operazioni di cessioni di crediti. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; derivati; altre voci di minore entità.

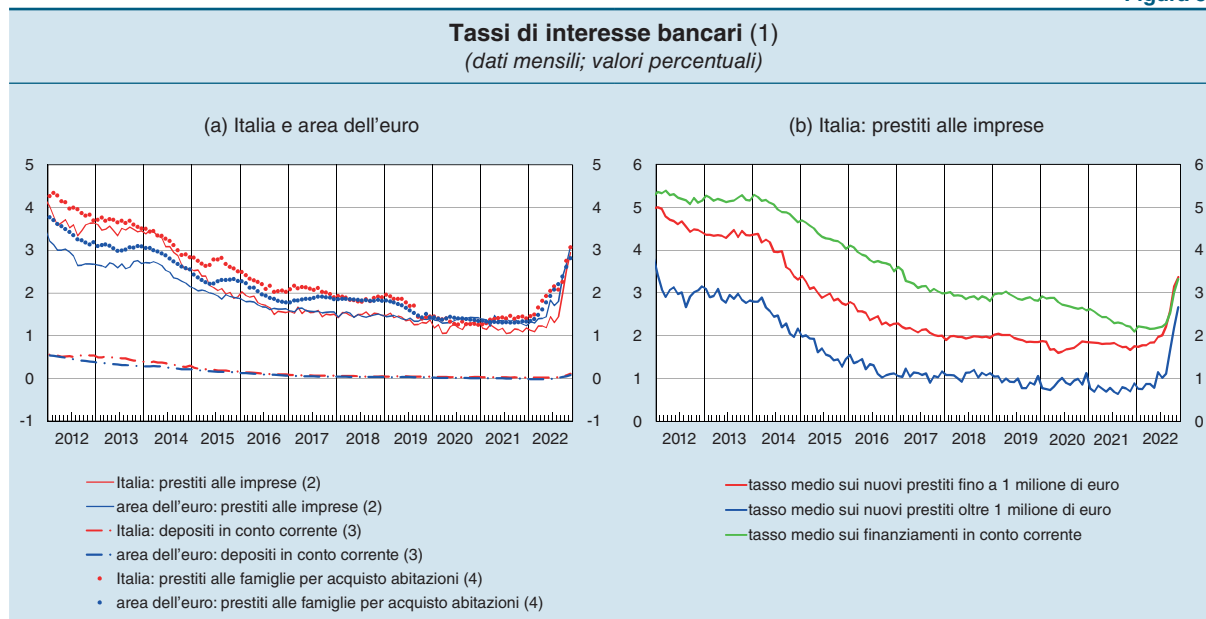
Le passività verso l'Eurosystema si sono ridotte in connessione con i rimborsi volontari dei fondi TLTRO3 erogati lo scorso novembre (cfr. il par. 1.2). Il costo della raccolta è aumentato, principalmente per effetto del rialzo dei tassi di interesse sul mercato monetario.

**I rialzi dei tassi ufficiali si stanno trasmettendo al costo del credito bancario**

Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è salito di circa 150 punti base da agosto (al 2,9 per cento in novembre), in linea con l'incremento medio nell'area dell'euro (fig. 32). Il costo dei nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è cresciuto di circa 100 punti base (al 3,1 per cento); l'aumento ha interessato sia i mutui a tasso fisso (3,6 per cento) sia quelli a tasso variabile (2,8 per cento).

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

Nel terzo trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è lievemente salito all'1,1 per cento (in ragione d'anno; fig. 33). Rispetto ai tre mesi precedenti, l'indicatore è lievemente aumentato per le imprese (all'1,7 per cento), incremento ascrivibile alle aziende manifatturiere, mentre è rimasto stabile per le famiglie (0,6 per cento). L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti dei gruppi bancari significativi si è



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

mantenuta pressoché invariata, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore. Il tasso di copertura di questi crediti è cresciuto, soprattutto per effetto dei maggiori accantonamenti (tav. 8).

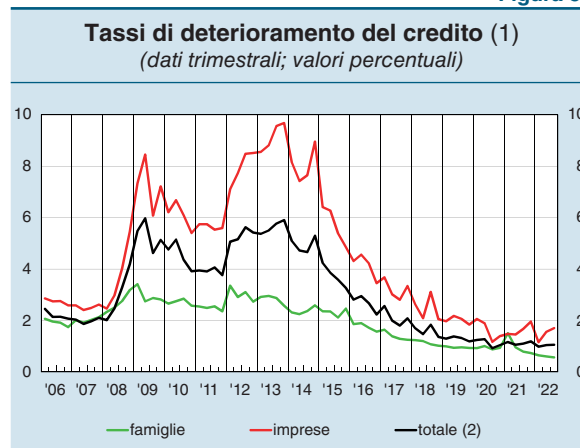
**... e la redditività dei gruppi bancari significativi è aumentata**

Nei primi nove mesi dello scorso anno il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) dei gruppi bancari significativi, valutato al netto delle componenti straordinarie, è aumentato rispetto allo stesso periodo del 2021. Il miglioramento ha riflesso in prevalenza l'incremento del margine di interesse, che ha più che

compensato la diminuzione degli altri ricavi. I costi operativi sono cresciuti a seguito di oneri sostenuti da un grande intermediario per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro; al netto di questi oneri, si sarebbero lievemente ridotti. Le rettifiche di valore su crediti sono rimaste sostanzialmente stabili.

Nel terzo trimestre il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi ha subito un leggero calo, a seguito soprattutto della riduzione del capitale di migliore qualità. A fronte di un contributo positivo della redditività, il valore del patrimonio ha risentito della contrazione delle riserve a valere sulla redditività complessiva, connessa con la diminuzione del valore di mercato dei titoli in portafoglio valutati al *fair value*, e dell'operazione di riacquisto di azioni proprie da parte di un gruppo primario.

Figura 33



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.

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

VOCI	Giugno 2022	Settembre 2022
<b>Crediti deteriorati (2)</b>		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	2,6	2,6
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	1,2	1,2
Tasso di copertura (3)	52,7	53,9
<b>Patrimonio di vigilanza</b>		
Common equity tier 1 (CET1) ratio	14,9	14,7
VOCI	Gennaio-settembre 2021	Gennaio-settembre 2022
<b>Redditività</b>		
Return on equity (ROE) (4)	7,8	8,9
Margine di interesse (5)	-3,3	11,6
Margine di intermediazione (5)	5,4	2,3
Costi operativi (5)	-2,5	2,1
Risultato di gestione (5)	23,5	2,8
Rettifiche di valore su crediti (5)	-47,2	-1,1

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

## 2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

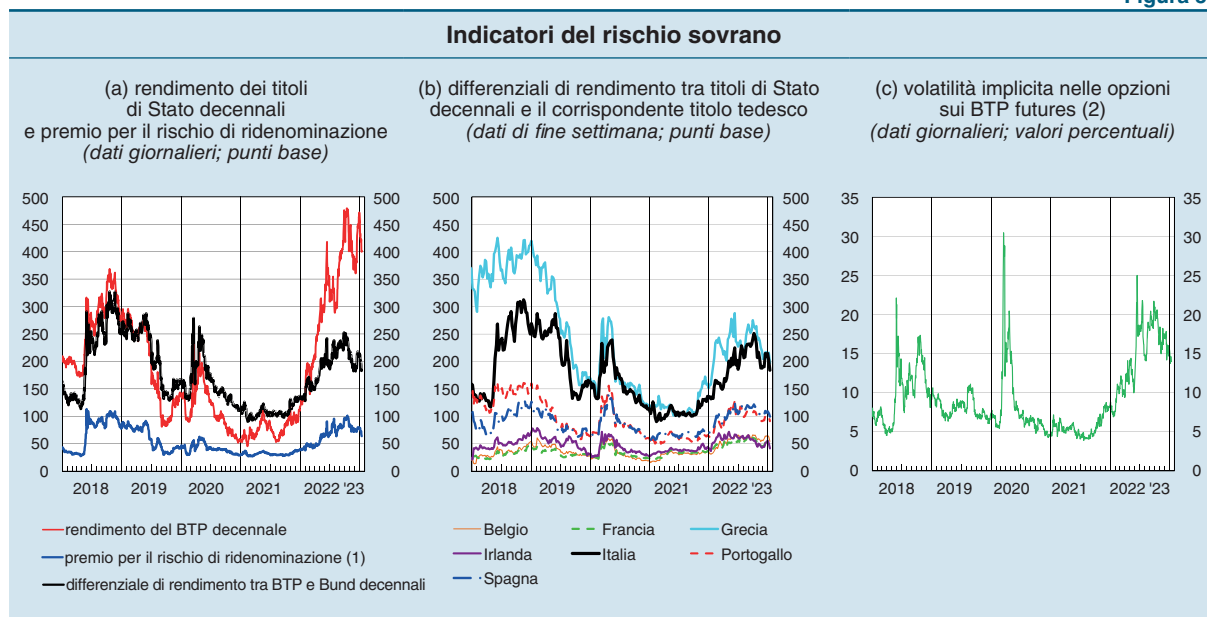
*Anche in Italia le condizioni dei mercati finanziari sono nel complesso migliorate dalla metà di ottobre. Fino alla metà di dicembre le attese di attenuazione del ritmo di rialzo dei tassi di interesse e la maggiore propensione al rischio degli investitori hanno favorito il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e del premio per il rischio sovrano, oltre a sospingere i corsi azionari. Dopo le riunioni delle principali banche centrali, questi andamenti hanno registrato un'inversione, che si è poi rivelata temporanea. Alla metà di gennaio il differenziale di rendimento dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi si è collocato intorno ai 185 punti base, ben al di sotto dei valori massimi raggiunti nel corso del 2022.*

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

Tra la metà di ottobre e la prima metà di dicembre il rendimento dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale è diminuito di circa 100 punti base, riportandosi al di sotto del 4,0 per cento (fig. 34.a). Il differenziale di rendimento rispetto ai titoli sovrani tedeschi si è assottigliato, scendendo sotto i 190 punti (fig. 34.b). Dopo le riunioni delle principali banche centrali in dicembre, in particolare quella della BCE – da cui è emerso un orientamento più restrittivo di quanto anticipato dai mercati (cfr. il par. 1.2) – il rendimento del titolo decennale italiano è temporaneamente risalito ai livelli della metà di ottobre. Dall'inizio dell'anno in corso il rendimento si è di nuovo ridotto; alla metà di gennaio si è collocato intorno al 4,0 per cento, mentre lo spread a circa 185 punti base, ben al di sotto dei valori massimi raggiunti nel corso del 2022. Nel complesso del periodo dalla metà di ottobre il premio richiesto dagli investitori come remunerazione per il rischio che i titoli di Stato siano ridenominati in valute diverse dall'euro è sceso (a 64 punti base), così come la volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale (fig. 34.c).

### **Le quotazioni azionarie sono aumentate, soprattutto nel comparto bancario**

Nonostante l'indebolimento del quadro congiunturale, tra la metà di ottobre e la prima metà di dicembre l'indice della borsa italiana è salito in misura elevata, riflettendo – oltre al contesto di maggiore propensione al rischio e alle aspettative sulla politica monetaria – la pubblicazione di utili relativi al terzo trimestre del 2022



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

superiori alle attese (fig. 35); la crescita degli utili e della redditività hanno favorito in particolare il rialzo delle quotazioni delle banche. In seguito all'intonazione più restrittiva delle politiche monetarie si è rilevata una temporanea flessione dei corsi azionari. Nel complesso del periodo l'indice generale è tuttavia aumentato di oltre il 20 per cento (quello bancario di oltre il 30).

**La raccolta obbligazionaria è divenuta nel complesso meno costosa**

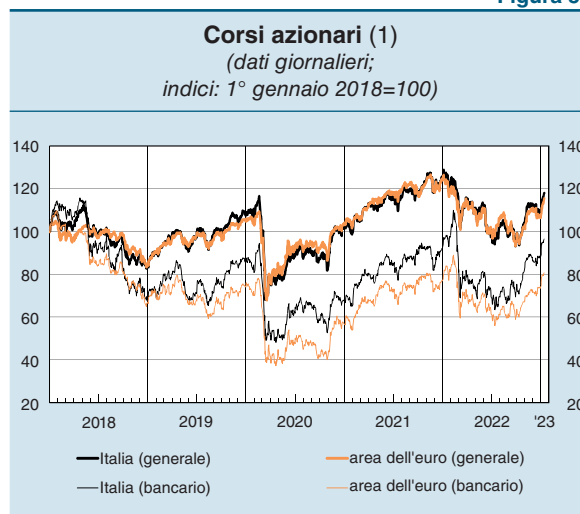
Come nell'insieme dell'area dell'euro, tra la metà di ottobre e la prima metà di dicembre la riduzione dei tassi a medio e a lungo termine si è tradotta in un calo dei rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e delle banche (fig. 36); nella seconda metà di dicembre i rendimenti sono temporaneamente risaliti, per poi scendere nuovamente. Nel terzo trimestre le società non finanziarie e le banche hanno effettuato emissioni nette di titoli obbligazionari per 0,6 e 2,1 miliardi di euro, rispettivamente; sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg nei mesi autunnali le emissioni nette di titoli si confermerebbero lievemente positive per le società non finanziarie, mentre sarebbero negative per le banche.

**Il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è risultato negativo**

Come nell'insieme dell'area dell'euro, tra la metà di ottobre e la prima metà di dicembre la riduzione dei tassi a medio e a lungo termine si è tradotta in un calo dei rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e delle banche (fig. 36); nella seconda metà di dicembre i rendimenti sono temporaneamente risaliti, per poi scendere nuovamente. Nel terzo trimestre le società non finanziarie e le banche hanno effettuato emissioni nette di titoli obbligazionari per 0,6 e 2,1 miliardi di euro, rispettivamente; sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg nei mesi autunnali le emissioni nette di titoli si confermerebbero lievemente positive per le società non finanziarie, mentre sarebbero negative per le banche.

In base ai dati forniti da Assogestioni, nel terzo trimestre il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è stato

Figura 35



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

negativo per 1,3 miliardi di euro: agli afflussi verso i fondi azionari e monetari si sono infatti contrapposti deflussi dai fondi flessibili, bilanciati e obbligazionari. Le informazioni disponibili per ottobre e novembre sono coerenti con un'ulteriore riduzione dei flussi netti di risparmio nel quarto trimestre per effetto di una diminuzione della raccolta complessiva dei fondi comuni (-1,8 miliardi), nonostante nuovi afflussi netti verso i fondi azionari.

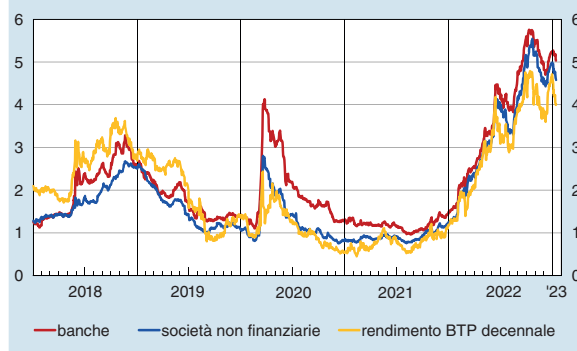
**La diffusione delle cryptoattività presso le famiglie italiane rimane limitata**

Negli ultimi anni è aumentato l'interesse a livello globale da parte delle famiglie verso le cryptoattività, la cui diffusione è tuttavia ancora contenuta nel nostro paese

(cfr. il riquadro: *La detenzione di cryptoattività da parte delle famiglie italiane*). I potenziali rischi connessi alla diffusione di questi strumenti rendono necessario seguire con attenzione gli sviluppi del mercato e introdurre a livello sovranazionale modifiche regolamentari per tutelare gli utenti e preservare la stabilità del sistema finanziario.

Figura 36

**Rendimenti delle obbligazioni di banche e società non finanziarie italiane (1)**  
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE BofAML.

(1) I dati si riferiscono ai rendimenti (a scadenza) medi di un paniere di titoli obbligazionari denominati in euro di banche e società non finanziarie italiane scambiati sul mercato secondario. Anche se il paniere contiene titoli di diversa scadenza, selezionati sulla base di un grado sufficiente di liquidità, la figura riporta per confronto il rendimento del BTP decennale, particolarmente rappresentativo dei rendimenti offerti dai titoli di Stato italiani.

**LA DETENZIONE DI CRIPTOATTIVITÀ DA PARTE DELLE FAMIGLIE ITALIANE**

Le cryptoattività sono attività digitali che possono essere conservate e trasferite elettronicamente attraverso l'uso di registri crittografati. Negli ultimi anni l'interesse verso queste attività da parte delle famiglie è cresciuto a livello globale<sup>1</sup>, anche se in modo eterogeneo tra paesi. Negli Stati Uniti – dove il ricorso a tali strumenti è stato più ampio – il 12 per cento degli individui adulti ha dichiarato di avere utilizzato o detenuto cryptoattività nel 2021<sup>2</sup>; nel complesso dell'area dell'euro la quota di possessori nel 2022 è stimata pari al 4 per cento (cfr. BCE, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, dicembre 2022).

Per valutare l'entità del fenomeno nel nostro paese sono state inserite alcune domande specifiche in un sondaggio sperimentale condotto dalla Banca d'Italia presso 1.700 famiglie tra giugno e luglio del 2022<sup>3</sup>. I quesiti chiedevano alla persona di riferimento della famiglia, ossia il principale responsabile e/o la persona maggiormente informata sull'economia familiare, se alla fine del 2021 all'interno del suo nucleo qualcuno possedesse cryptoattività<sup>4</sup> e, in caso di risposta affermativa, per quale ammontare, definito entro determinati intervalli.

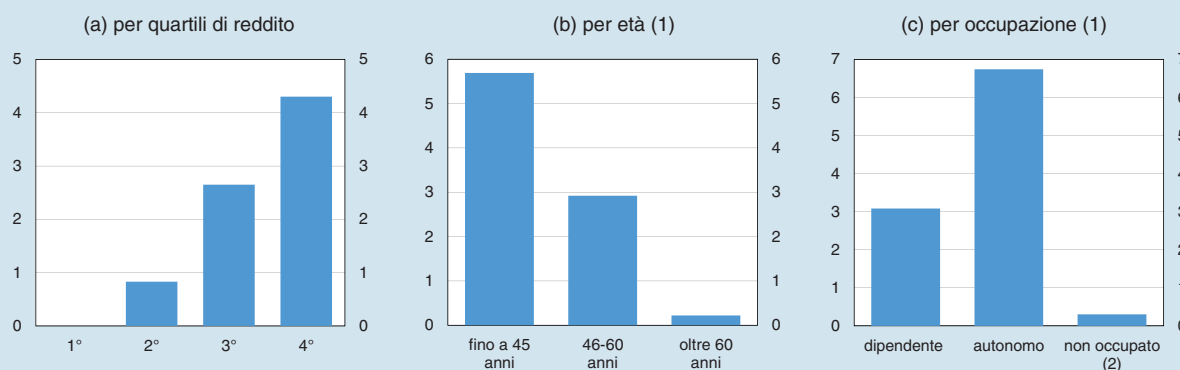
<sup>1</sup> BIS, *Crypto trading and Bitcoin prices: evidence from a new database of retail adoption*, novembre 2022.

<sup>2</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *Economic Well-Being of U.S. Households in 2021*, maggio 2022.

<sup>3</sup> Il sondaggio è stato indirizzato al campione di famiglie che hanno partecipato all'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* sul 2020. Il sistema di pesi utilizzato per le analisi corregge sia per la mancata partecipazione di alcune delle famiglie contattate sia per le distorsioni connesse con la tipologia di canale di raccolta dei dati (online).

<sup>4</sup> Il quesito non distingue tra gli *stablecoins*, il cui valore mira a essere stabile attraverso il legame a una o più valute o altre attività sottostanti, e il resto delle cryptoattività (come il Bitcoin), non emesse a fronte di attività reali o finanziarie e che quindi risultano prive di valore intrinseco.

### Diffusione delle cryptoattività tra le famiglie (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

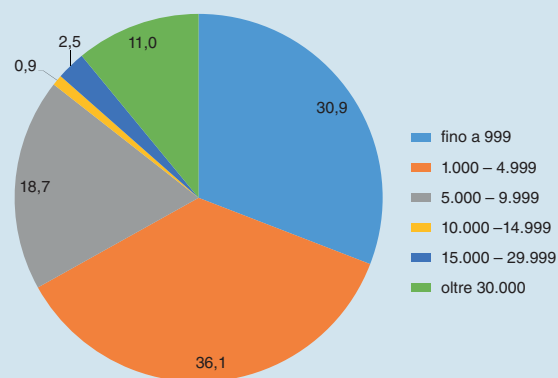
(1) I dati si riferiscono alla persona di riferimento della famiglia, ossia il principale responsabile e/o la persona maggiormente informata sull'economia familiare. – (2) Include i pensionati.

Sulla base dei dati raccolti, il 2,2 per cento delle famiglie italiane deteneva cryptoattività. Il valore è in linea con quello calcolato dalla BCE su un campione di circa 3.000 cittadini italiani intervistati tra marzo e maggio del 2022<sup>5</sup>. Analogamente a quanto avviene per le attività finanziarie tradizionali, la quota di possessori è più elevata tra i nuclei abbienti: si passa dal 4,3 per cento delle famiglie nel quartile più elevato della distribuzione del reddito a meno dell'1 per cento di quelle nel secondo quartile (figura A, pannello a). La diffusione di cryptoattività è inoltre maggiore tra i più giovani (5,7 per cento delle famiglie in cui il soggetto rispondente ha meno di 45 anni, a fronte dello 0,2 per cento della fascia più anziana; figura A, pannello b), plausibilmente in connessione con un maggiore utilizzo degli strumenti informatici. La percentuale è più alta tra i liberi professionisti e gli altri lavoratori autonomi (6,7 per cento; figura A, pannello c); sale al 19 per cento tra i soggetti meno avversi al rischio<sup>6</sup>.

L'ammontare di cryptoattività detenute dalle famiglie è limitato: due terzi dei nuclei hanno riportato di possederne fino a 5.000 euro, mentre solo l'11 per cento ha dichiarato importi superiori a 30.000 euro (figura B).

Figura B

### Ammontare detenuto in cryptoattività (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Quota di famiglie in possesso di cryptoattività per classe di importo detenuto in euro.

<sup>5</sup> BCE, 2022, op. cit. La quota è anche simile a quella stimata dalla Consob (cfr. Consob, *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. Attitudini e profili comportamentali*, 2021). Secondo tale analisi – condotta utilizzando informazioni raccolte presso più di 2.500 individui rappresentativi della popolazione dei decisori finanziari, definiti come primi percettori di reddito familiare di età compresa tra i 18 e 74 anni – nel 2021 la percentuale di famiglie che detenevano cryptoattività si collocava tra l'1 e il 2 per cento.

<sup>6</sup> L'avversione al rischio viene considerata bassa se la persona dichiara di essere orientata a fare investimenti che offrono la possibilità di guadagni molto elevati anche in presenza di un alto rischio di perdita di parte del capitale.



Anche alla luce dei recenti episodi di crisi nel mercato delle criptoattività<sup>7</sup> e delle modifiche legislative e regolamentari che interverranno nei prossimi mesi<sup>8</sup>, sono previste ulteriori rilevazioni da parte della Banca d'Italia per continuare a monitorare il fenomeno e a fornire stime più aggiornate.

<sup>7</sup> F. Panetta, *Crypto dominos: the bursting crypto bubbles and the destiny of digital finance*, London Business School, Londra, 7 dicembre 2022.

<sup>8</sup> Riguardo le novità in materia di disciplina fiscale, cfr. l'*Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2023-2025*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 5 dicembre 2022; per un più esteso riferimento al quadro regolamentare europeo di prossima introduzione in materia di criptoattività, cfr. *Crypto-assets e questioni legate alla digitalizzazione della finanza*, intervento del Vice Direttore della Banca d'Italia P. Cipollone al convegno *Le cripto attività: un terreno di nuove opportunità e sfide*, Milano, 21 ottobre 2022.

## 2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Le informazioni preliminari disponibili per il 2022 indicano una riduzione significativa del disavanzo e dell'incidenza del debito sul prodotto. Nelle valutazioni ufficiali, rispetto al quadro a legislazione vigente, la legge di bilancio approvata dal Parlamento in dicembre accresce di 1,1 punti percentuali di PIL il disavanzo del 2023. Lo scorso novembre l'Italia ha ricevuto la seconda tranche dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e alla fine di dicembre ha richiesto il pagamento della terza rata.

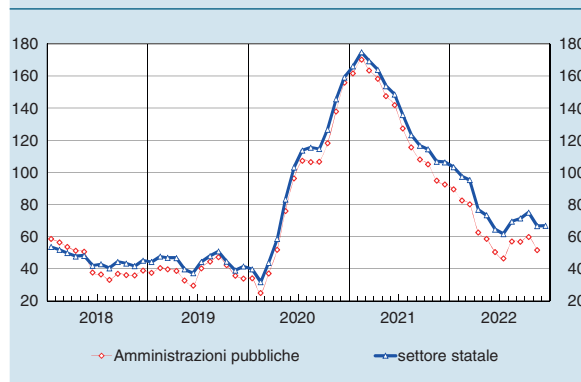
**Nel 2022 l'indebitamento netto si sarebbe ridotto**

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche nei primi undici mesi del 2022 è stato pari a 50,9 miliardi di

euro, 40,8 in meno rispetto al corrispondente periodo del 2021 (fig. 37). Tenendo conto dei dati preliminari per l'ultimo mese dell'anno e di una stima dei principali fattori di raccordo tra il fabbisogno e l'indebitamento netto (operazioni finanziarie e differenze cassa-competenza, considerati i trattamenti statistici attualmente in uso), si può valutare che nel complesso del 2022 il disavanzo si sia collocato, in rapporto al PIL, a un livello significativamente più basso rispetto all'anno precedente, sostanzialmente in linea con le più recenti previsioni ufficiali (5,6 per cento del PIL; tav. 9).

Figura 37

**Fabbisogno cumulato degli ultimi 12 mesi**  
(dati mensili; miliardi di euro)



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

Un miglioramento del quadro di finanza pubblica nel confronto con il 2021 emergerebbe anche dalle stime dei conti trimestrali diffuse dall'Istat. Nei primi nove mesi del 2022 l'indebitamento netto in rapporto al PIL è sceso di 3,2 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; il minore disavanzo riflette in eguale misura la riduzione delle spese e l'aumento delle entrate in rapporto al prodotto.

**Nel 2022 il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe sceso**

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.764,9 miliardi, quasi 87 in più rispetto alla fine del 2021. Sulla base dei dati preliminari di dicembre, si stima che nel 2022 il rapporto tra il debito e il PIL sia stato nell'ordine del 145 per cento (da circa 150 nel 2021) risultando in sostanza coerente con quanto programmato nella versione rivista e integrata della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022*, pubblicata all'inizio di novembre.

**Dati di consuntivo e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)**  
(percentuali del PIL)

VOCI	2021	2022	2023	2024	2025
Indebitamento netto	7,2	5,6	4,5	3,7	3,0
Saldo primario	-3,7	-1,5	-0,4	0,2	1,1
Spesa per interessi	3,6	4,1	4,1	3,9	4,1
Indebitamento netto strutturale	6,3	6,1	4,8	4,2	3,6
Debito (2)	150,3	145,7	144,6	142,3	141,2

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022 pubblicata il 4 novembre 2022.

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

L'onere medio del debito valutato alla fine dello scorso settembre era pari al 2,8 per cento (2,5 alla fine del 2021); data l'elevata vita media residua del debito (7,8 anni in novembre), l'aumento dei tassi all'emissione si riflette molto gradualmente sull'onere medio (fig. 38).

**Le misure di sostegno a fronte dei rincari energetici sono state prorogate sino alla fine dello scorso anno**

In novembre con i DD.LL. 176/2022 e 179/2022 il Governo è intervenuto nuovamente in materia di energia – principalmente prorogando sino alla fine

dello scorso anno gran parte delle misure di natura temporanea adottate per contenere gli effetti dei rincari dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese – e in tema di incentivi per la riqualificazione del patrimonio immobiliare (tav. 10).

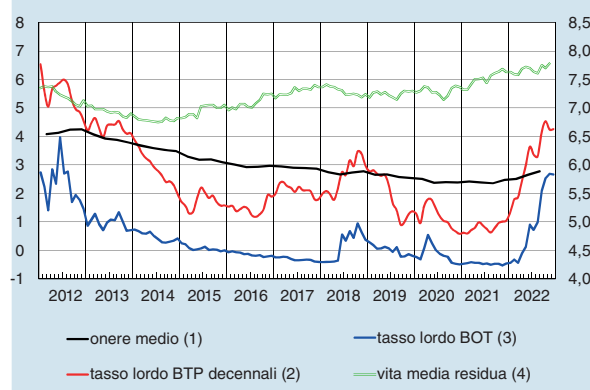
In particolare sono stati prorogati sino al 31 dicembre 2022 sia i crediti di imposta a parziale compensazione dell'aumento dei costi energetici sostenuti dalle aziende sia la riduzione delle accise sui carburanti<sup>14</sup>. È stato posticipato al 31 marzo 2023 il termine per la vendita delle scorte di gas naturale acquistate dal Gestore dei servizi energetici (GSE). L'importo delle risorse destinate agli interventi in materia di energia nel 2022 è stato in totale di quasi 68 miliardi<sup>15</sup> (di cui 5,5 disposti in novembre, a fronte di 5,5 miliardi erogati nel complesso del 2021). Il DL 176/2022 ha inoltre previsto la riduzione dal 110 al 90 per cento della quota di detrazione per le spese di riqualificazione sui condomini che saranno sostenute nel 2023 e ha rivisto invece in senso più favorevole ai contribuenti la normativa relativa agli edifici unifamiliari.

<sup>14</sup> Il DL 176/2022 ha prorogato la riduzione delle accise sui carburanti sino alla fine dell'anno, con un onere complessivo previsto di 1,4 miliardi. Il successivo DL 179/2022 ha stabilito – limitatamente al periodo dal 1° al 31 dicembre – valori delle accise leggermente più elevati.

<sup>15</sup> Nelle valutazioni ufficiali del Governo questo importo risulta di circa 57 miliardi e non include: (a) gli interventi disposti dai DD.LL. 176/2022 e 179/2022 (5,6 miliardi); (b) gli interventi residuali precedenti (2,5 miliardi); (c) l'esonero contributivo disposto dalla legge di bilancio per il 2022 (circa 2 miliardi); (d) l'effetto sull'IVA della riduzione delle accise (circa 500 milioni).

Figura 38

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



Fonte: per la spesa per interessi, Istat.

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

**Misure governative in materia di energia**  
(milioni di euro)

VOCI	Interventi precedenti (1)	DL 176/2022 e DL 179/2022 (2)	Totale
Oneri di sistema	12.097	0	12.097
Elettrico	9.015	0	9.015
Gas	3.082	0	3.082
Riduzione IVA gas	2.524	0	2.524
Bonus sociale	2.812	410	3.222
Contributi a imprese	17.737	3.044	20.781
Energivore (3)	4.907	751	5.658
Gasivore (3)	5.153	866	6.019
Altre	7.676	1.427	9.103
Accise (incluso effetto sull'IVA)	8.232	976	9.208
Famiglie	15.577	0	15.577
Indennità una tantum	9.878	0	9.878
Rivalutazione pensioni	1.965	0	1.965
Esonero contributivo	3.734	0	3.734
Autotrasporto	773	0	773
Altro (4)	2.502	1.163	3.665
<b>Totale</b>	<b>62.254</b>	<b>5.593</b>	<b>67.847</b>

(1) Complesso degli interventi previsti dalla legge di bilancio per il 2022, dai DD.LL. 4/2022 (convertito dalla L. 25/2022), 17/2022 (convertito dalla L. 34/2022), 21/2022 e 38/2022 (convertiti dalla L. 51/2022), 50/2022 e 80/2022 (convertiti dalla L. 91/2022), 115/2022 (convertito dalla L. 142/2022), 144/2022 e 153/2022 (convertiti dalla L. 175/2022) e nei decreti del MEF del 18 marzo, 6 aprile, 24 giugno, 19 luglio, 30 agosto, 13 settembre e 19 ottobre 2022. – (2) Convertiti dalla L. 6/2023; non sono inclusi gli effetti del differimento del termine al 31 marzo 2023 entro cui il GSE è tenuto alla vendita del gas naturale acquistato. – (3) Energivore: imprese a forte consumo di energia elettrica; gasivore: imprese a forte consumo di gas naturale. – (4) Comprende (a) il fondo per garantire la continuità dei servizi degli enti locali; (b) l'innalzamento della soglia del valore dei beni e servizi di welfare aziendale che non concorre a formare il reddito di lavoro dipendente; (c) l'incremento del fabbisogno sanitario nazionale standard per i maggiori costi sostenuti; (d) altri interventi residuali di importo contenuto.

Secondo le valutazioni ufficiali, gli interventi espansivi del disavanzo disposti in novembre sono stati pari a 11 miliardi nel 2022, a fronte di coperture per circa 2 miliardi sostanzialmente riconducibili a minori stanziamenti per alcuni fondi ministeriali; l'impatto netto sul disavanzo dello scorso anno è in linea con l'entità dello scostamento di bilancio approvato dal Parlamento in novembre.

**Il Parlamento ha approvato la legge di bilancio per il triennio 2023-25**

La legge di bilancio per il triennio 2023-25, approvata dal Parlamento lo scorso dicembre, accresce il disavanzo rispetto al quadro a legislazione vigente di 1,1 punti percentuali di PIL nel 2023 e di 0,1 punti nell'anno successivo (tav. 11); nel 2025 è invece prevista una correzione di 0,2 punti<sup>16</sup>. Tenendo conto degli effetti della legge di bilancio, l'indebitamento netto si ridurrebbe dal 5,6 per cento programmato per il

2022 al 4,5 nell'anno in corso; continuerebbe a diminuire negli anni successivi, collocandosi al 3 per cento del PIL nel 2025.

L'ampliamento del disavanzo nel 2023 è finalizzato soprattutto a prorogare e in alcuni casi a potenziare – quasi esclusivamente per il primo trimestre dell'anno – le misure volte ad attenuare l'impatto dei rincari energetici su famiglie e imprese. Questi interventi ammontano a 20,5 miliardi nel 2023 e a circa un miliardo in media all'anno nel biennio successivo. Oltre a quelle relative all'emergenza energetica, la manovra include misure che aumentano il disavanzo per 21,2 miliardi nel 2023 (12,5 in media nel biennio 2024-25), divise in misura eguale fra maggiori spese e minori entrate. Per quanto riguarda le maggiori spese, la gran parte è destinata alla sanità, alla proroga di alcuni incentivi agli investimenti, al comparto del pubblico impiego, alle modifiche al sistema pensionistico, nonché a quelle relative all'assegno unico e universale. Tra le minori entrate i principali interventi riguardano la proroga per un anno del taglio di 2 punti percentuali dei contributi sociali a carico dei lavoratori con reddito non superiore a 35.000 euro e il contestuale ampliamento a 3 punti percentuali dello sgravio per i redditi sino a 25.000 euro.

<sup>16</sup> *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2023-25*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 5 dicembre 2022.

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche  
delle misure incluse nella legge di bilancio per il 2023 (1)**  
(milioni di euro)

VOCI	2023	2024	2025
<b>USO DELLE RISORSE (C=A-B)</b>	<b>41.748</b>	<b>14.263</b>	<b>12.692</b>
<b>Maggiori spese (A)</b>	<b>24.279</b>	<b>9.804</b>	<b>9.535</b>
<b>Spese correnti</b>	<b>15.650</b>	<b>7.719</b>	<b>6.950</b>
<b>Misure in materia di energia</b>	<b>7.412</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Crediti di imposta a favore delle imprese per acquisto elettricità e carburanti	5.589	0	0
Trasferimenti alla Cassa servizi energetici e ambientali (CSEA)	1.022	0	0
Altro	801	1	1
<b>Altre misure</b>	<b>8.238</b>	<b>7.718</b>	<b>6.949</b>
Incremento fabbisogno sanitario nazionale standard	2.160	2.313	2.613
Pubblico impiego	1.569	474	532
Modifiche requisiti pensionamento (Quota 103, APE sociale, Opzione donna)	696	1.447	715
Fondo vaccini-farmaci Covid-19	650	0	0
Fondo beni alimentari prima necessità	500	0	0
Agevolazioni contributive per assunzioni giovani, donne e percettori di Reddito di cittadinanza (RdC)	492	1.083	949
Modifiche assegno unico e universale	409	526	543
Altro	1.762	1.875	1.597
<b>Spese in conto capitale</b>	<b>8.629</b>	<b>2.084</b>	<b>2.585</b>
<b>Misure in materia di energia</b>	<b>5.031</b>	<b>880</b>	<b>1.010</b>
Crediti di imposta a favore delle imprese per l'acquisto di gas naturale	4.431	0	0
Fondi opere pubbliche (revisione prezzi materiali e prosecuzione opere; effetto netto)	600	880	1.010
<b>Altre misure</b>	<b>3.598</b>	<b>1.204</b>	<b>1.575</b>
Incentivi agli investimenti e "nuova Sabatini"	1.617	95	95
Fondo garanzia PMI e ISMEA	800	0	0
Altro	1.180	1.109	1.480
<b>Minori entrate (B)</b>	<b>-17.469</b>	<b>-4.460</b>	<b>-3.157</b>
<b>Misure in materia di energia</b>	<b>-8.058</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Riduzione oneri generali di sistema (compresa IVA su gas metano)	-5.409	0	0
Potenziamento bonus sociale	-2.515	0	0
Riduzione IVA pellet	-133	0	0
<b>Altre misure</b>	<b>-9.411</b>	<b>-4.460</b>	<b>-3.157</b>
Decontribuzione lavoratori dipendenti (effetto netto)	-4.633	-135	0
Modifica meccanismo indicizzazione pensioni (effetti fiscali)	-1.414	-2.733	-2.636
Misure in materia di accertamento, contenzioso e riscossione (effetto netto)	-1.110	882	768
Posticipo <i>plastic tax</i> e <i>sugar tax</i> (effetto netto)	-599	126	-60
Fiscalizzazione oneri di sistema ( <i>decommissioning</i> centrali nucleari)	-535	-535	-535
Modifica al regime forfetario e introduzione della flat tax incrementale (effetto netto)	-300	-1.182	-397
Riduzione IVA prodotti infanzia e igiene intima femminile	-215	-215	-215
Altro (effetto netto)	-606	-667	-81
<b>REPERIMENTO RISORSE (D=E-F)</b>	<b>20.645</b>	<b>12.157</b>	<b>17.567</b>
<b>Maggiori entrate (E)</b>	<b>7.353</b>	<b>1.046</b>	<b>1.009</b>
Prelievi temporanei su imprese settore energetico (effetto netto)	3.945	0	0
Rivalutazione valore terreni e partecipazioni (effetto netto)	1.194	196	196
Effetti riflessi delle misure di spesa	767	394	558
Imposta sostitutiva su utili e riserve di utili risultanti da partecipate estere	336	0	0
Assegnazione agevolata di beni immobili o mobili ai soci delle società commerciali	278	-37	-40
Aumento accise tabacchi	152	220	300
Altro	681	273	-5
<b>Minori spese (F)</b>	<b>-13.292</b>	<b>-11.110</b>	<b>-16.558</b>
<b>Spese correnti</b>	<b>-9.411</b>	<b>-10.792</b>	<b>-12.263</b>
Modifica meccanismo indicizzazione pensioni (effetto netto)	-3.055	-6.452	-6.589
Fondo attuazione manovra di bilancio 2023-25 (DL 176/2022)	-2.628	-453	-325
Fondo per interventi in materia fiscale	-1.393	-1.393	-1.393
RdC e riordino misure in materia di povertà e inclusione lavorativa	-947	-1.000	-1.000
Spending review (2)	-702	-1.031	-1.302
Altro (3)	-686	-462	-1.655
<b>Spese in conto capitale</b>	<b>-3.881</b>	<b>-318</b>	<b>-4.295</b>
Definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni (effetto netto) (3)	-1.984	5	-3.952
Fondo sviluppo e coesione	-1.647	-56	-55
Spending review (2)	-120	-182	-202
Altro	-130	-85	-85
<b>Variazione netta entrate (G=B+E)</b>	<b>-10.116</b>	<b>-3.413</b>	<b>-2.148</b>
<b>Variazione netta spese (H=A+F)</b>	<b>10.987</b>	<b>-1.307</b>	<b>-7.023</b>
correnti	6.240	-3.073	-5.314
in conto capitale	4.748	1.766	-1.710
<b>Variazione dell'indebitamento netto (I=H-G)</b>	<b>21.104</b>	<b>2.107</b>	<b>-4.875</b>
in percentuale del PIL (4)	1,1	0,1	-0,2

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute negli atti parlamentari della legge di bilancio 2023. – (2) Comprende anche le misure di spending review disposte nella Sezione II della legge di bilancio 2023. – (3) Comprende l'effetto netto dei definanziamenti, rifinanziamenti e riprogrammazioni della Sezione II (al netto di quelli relativi alla spending review). – (4) Viene considerato il PIL nominale programmatico riportato nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022* pubblicata il 4 novembre 2022.

È inoltre introdotto un pacchetto di norme in materia di accertamento, contenzioso e riscossione e viene estesa la platea di persone fisiche cui si applica la flat tax in forma piena o incrementale. Questi interventi trovano sostanziale copertura in aumenti di entrate o in riduzioni di spesa. Tra i primi, la principale misura è l'introduzione di prelievi temporanei sulle imprese del settore energetico (4 miliardi nell'anno in corso)<sup>17</sup>; tra le seconde si segnalano la modifica dei criteri di indicizzazione al costo della vita delle pensioni (3,3 miliardi nel 2023 e circa 6,5 in ciascuno dei due anni successivi, al lordo degli effetti sulle entrate), l'utilizzo del fondo istituito dal DL 176/2022 (2,6 miliardi nel 2023 e 0,4 in media nel biennio successivo) e le modifiche al Reddito di cittadinanza (un miliardo all'anno).

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

Alla metà di dicembre nell'opinione sul *Documento programmatico di bilancio 2023* (DPB) la Commissione europea ha ritenuto il testo presentato dall'Italia in linea con gli orientamenti di bilancio contenuti nelle raccomandazioni del Consiglio del 12 luglio 2022. Richiamando queste ultime, la Commissione ha evidenziato la necessità per il nostro paese di contenere l'incremento della spesa pubblica corrente, al fine di perseguire una politica di bilancio prudente nell'anno in corso e nel biennio successivo, e ha invitato il Governo a monitorare le misure di sostegno, adeguandole a eventuali mutamenti del contesto economico. Ha inoltre raccomandato di aumentare gli investimenti pubblici per la transizione verde e digitale e per la sicurezza energetica, anche attraverso l'impiego delle risorse del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e di altri fondi europei. Di contro, ha sottolineato come l'Italia non abbia ancora compiuto progressi sul fronte della semplificazione del sistema fiscale.

#### **L'Italia ha ricevuto la seconda rata dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e ha richiesto la terza**

Lo scorso novembre – a seguito del conseguimento dei 45 traguardi e obiettivi previsti dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) per il primo semestre dello scorso anno – l'Italia ha ricevuto 21 miliardi (10 miliardi di sovvenzioni e 11 di prestiti) relativi alla seconda tranche dei fondi del PNRR, portando a quasi 67 miliardi il totale dei finanziamenti ricevuti sinora. In forza del raggiungimento dei 55 traguardi e obiettivi relativi al secondo semestre, il 30 dicembre 2022 il Ministero dell'Economia e delle finanze ha inviato alla Commissione europea la richiesta di pagamento della terza rata delle risorse previste dal piano; l'erogazione dell'importo dovuto, pari a 19 miliardi, avverrà al termine dell'iter di valutazione nei prossimi mesi. Nella prima metà del 2023 sono previsti 27 interventi alla cui realizzazione è condizionato il pagamento della quarta rata.

## **2.10 LE PROSPETTIVE**

*Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano, alla luce delle informazioni congiunturali più recenti, quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 16 dicembre<sup>18</sup>. Nello scenario di base il PIL, dopo una crescita di quasi il 4 per cento nel 2022, rallenterebbe nel successivo triennio, espandendosi dello 0,6 per cento quest'anno e dell'1,2 sia nel 2024 sia nel 2025. L'inflazione, salita quasi al 9 per cento in media nel 2022, scenderebbe al 6,5 quest'anno e più decisamente in seguito, portandosi al 2 per cento nel 2025. Queste proiezioni,*

<sup>17</sup> In primo luogo viene istituito un contributo di solidarietà a carico dei produttori e dei rivenditori di energia che si applica sul reddito determinato ai fini dell'Ires (a differenza dell'analoga misura introdotta dal DL 21/2022 per lo scorso anno, che faceva riferimento al saldo tra operazioni attive e passive ai fini dell'IVA). Il gettito atteso da questo intervento è pari a 2,6 miliardi nel 2023. In secondo luogo la manovra prevede per il periodo dal 1° dicembre 2022 al 30 giugno 2023 un tetto al prezzo dell'energia prodotta dagli impianti alimentati a carbone, olio combustibile e fonti rinnovabili diverse da quelle già soggette al meccanismo di compensazione "a due vie" disposto dal DL 4/2022. Secondo le valutazioni ufficiali, questa misura determinerebbe maggiori entrate per 1,4 miliardi.

<sup>18</sup> Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 16 dicembre 2022.

ancorché puntuali, continuano ad avere un carattere puramente indicativo dato il contesto di incertezza eccezionalmente elevata.

**Il quadro macroeconomico è condizionato dall'evoluzione del conflitto in Ucraina**

La guerra in Ucraina continua a rappresentare un fattore di forte instabilità per il quadro macroeconomico. Nello scenario di base qui presentato si ipotizza che le tensioni associate al conflitto si mantengano ancora significative nei primi mesi di quest'anno, per ridursi gradualmente lungo l'orizzonte previsivo. In uno scenario alternativo si valutano le ripercussioni economiche di sviluppi più avversi, caratterizzati da una sospensione permanente delle forniture di materie prime energetiche dalla Russia.

Nelle ipotesi sottostanti allo scenario di base le quotazioni energetiche rimangono relativamente elevate nel 2023, per ridursi gradualmente nel biennio successivo (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*); il commercio mondiale rallenta in misura significativa quest'anno – risentendo degli effetti sull'attività economica globale dell'elevata inflazione e dell'incertezza connessa con il conflitto in Ucraina – e torna a crescere a ritmi più sostenuti nel 2024-25. I tassi di interesse nominali, per i quali si ipotizza un andamento in linea con le attese di mercato, aumenterebbero ancora quest'anno, per stabilizzarsi nel prossimo biennio.

**LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO**

Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle elaborate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, pubblicate lo scorso 16 dicembre, e sono basate sulle informazioni disponibili al 13 gennaio 2023.

Tavola

**Ipotesi sulle principali variabili esogene dello scenario di base**

VOCI	2022	2023	2024	2025
Domanda estera potenziale (1)	6,5	2,0	3,1	3,2
Dollaro/euro (2)	1,05	1,06	1,06	1,06
Cambio effettivo nominale (1) (3)	1,7	-0,6	0,0	0,0
Prezzo del greggio (2) (4)	101,7	80,7	76,8	73,5
Prezzo del gas naturale (2) (5)	130,4	77,5	74,1	59,3
Tasso Euribor a 3 mesi (2)	0,4	3,4	3,0	2,6
Tasso BOT a 1 anno (2)	0,9	3,4	2,9	2,7
Tasso BTP a 10 anni (2)	3,1	4,4	4,6	4,7

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

(1) Variazioni percentuali. – (2) Medie annue. – (3) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (4) Dollari per barile, qualità Brent. – (5) Euro per megawattora.

Le principali ipotesi sottostanti allo scenario di base sono le seguenti (tavola):

- a) la domanda estera ponderata per i diversi mercati di destinazione delle esportazioni italiane, aumentata del 6,5 per cento nel 2022, rallenta al 2 nel 2023 e cresce in media di poco più del 3 per cento nel biennio 2024-25;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,05 nella media del 2022, si attesta a 1,06 quest'anno e nel biennio successivo;

- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), fissato sulla base delle quotazioni dei contratti futures, si riduce progressivamente nell'orizzonte di previsione, portandosi a 73 dollari nel 2025 (era a 102 lo scorso anno); il prezzo del gas si colloca a circa 77,5 euro per megawattora nella media di quest'anno, in forte calo rispetto al 2022, per ridursi progressivamente sino a 59 euro nel 2025;
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari allo 0,4 per cento nel 2022, aumenta al 3,4 nel 2023 e si riduce leggermente nel successivo biennio, al 2,8 per cento in media;
- e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale aumenta fino al 4,7 per cento nel 2025 (3,1 nel 2022), in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;
- f) lo scenario incorpora le disposizioni delineate nella legge di bilancio per il triennio 2023-25 (cfr. il par. 2.9) e le informazioni disponibili sui programmi di attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza*.

**Il PIL rallenterebbe quest'anno; la crescita riprenderebbe vigore nel biennio successivo**

L'attività economica, sostenuta per gran parte del 2022 dalla dinamica robusta dei consumi e degli investimenti, si sarebbe indebolita negli ultimi mesi dell'anno (cfr. il par. 2.1). Si stima che la debolezza del prodotto si protragga anche nel trimestre in corso, per attenuarsi gradualmente dalla primavera; la crescita acquisirebbe maggiore vigore dal 2024, in concomitanza con la diminuzione delle pressioni inflazionistiche e dell'incertezza. In media d'anno il PIL aumenterebbe dello 0,6 per cento nel 2023 e dell'1,2 sia nel 2024 sia nel 2025 (tav. 12 e fig. 39).

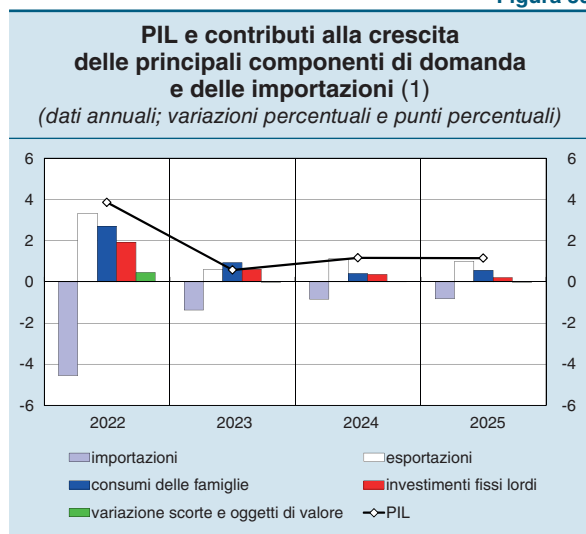
**Tavola 12**

<b>Scenario macroeconomico</b>				
<i>(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)</i>				
VOCI	2022	2023	2024	2025
PIL (1)	3,9	0,6	1,2	1,2
Consumi delle famiglie	4,6	1,6	0,7	0,9
Consumi collettivi	0,0	-1,0	0,4	1,3
Investimenti fissi lordi	9,6	2,9	1,6	1,0
<i>di cui: investimenti in beni strumentali</i>	8,4	3,1	3,1	2,3
Esportazioni totali	10,4	1,8	3,3	2,8
Importazioni totali	15,2	4,1	2,4	2,4
Variazione delle scorte (2)	0,5	0,0	0,0	0,0
<i>per memoria: PIL (dati grezzi) (3)</i>	3,8	0,5	1,4	1,1
Prezzi (IPCA)	8,7	6,5	2,6	2,0
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	3,3	3,8	2,6	2,2
Deflatore del PIL	2,2	4,1	3,4	4,2
Occupazione (ore lavorate)	4,2	0,5	0,6	0,8
Occupazione (numero di occupati)	2,2	0,4	0,5	0,7
Tasso di disoccupazione (4)	8,2	8,2	7,9	7,6
Competitività all'esportazione (5)	2,7	-2,2	-1,6	-0,2
Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	-0,9	-1,2	0,5	1,6

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

(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Non corretto per le giornate lavorative. – (4) Medie annue; valori percentuali. – (5) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli); valori positivi (negativi) indicano guadagno (perdita) di competitività. – (6) In percentuale del PIL.

Figura 39



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

Figura 40



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

**L'inflazione si manterrebbe elevata nel 2023 per ridursi decisamente nel biennio successivo**

L'inflazione al consumo armonizzata, pari all'8,7 per cento nel 2022, si porterebbe al 6,5 nella media di quest'anno, per poi scendere in misura più pronunciata, al 2,6 per cento nel 2024 e al 2,0 nel 2025 (fig. 40). La discesa dipende fortemente dall'ipotesi di una progressiva diminuzione dei prezzi delle materie prime, i cui effetti sarebbero solo in parte compensati dall'accelerazione dei salari. L'inflazione di fondo salirebbe ancora nel 2023, al 3,8 per cento, per ridursi a valori prossimi al 2 per cento nel 2025. Questo andamento riflette la dinamica relativamente sostenuta delle retribuzioni di fatto del settore privato nel triennio di previsione, cui contribuirebbero sia l'ipotesi di minori ritardi rispetto al passato nel rinnovo dei contratti scaduti, sia un parziale recupero dello scostamento tra l'inflazione realizzata e quella utilizzata come riferimento nei precedenti contratti. Il deflatore del PIL crescerebbe a tassi mediamente poco al di sotto del 4 per cento, sospinto dall'aumento del costo del lavoro e dal parziale recupero dei margini di profitto.

**Proseguirebbe il graduale incremento dell'occupazione**

Le ore lavorate continuerebbero a espandersi nel triennio, a un passo inferiore a quello del prodotto. Il numero degli occupati crescerebbe lungo l'orizzonte a tassi ancora più contenuti, rispecchiando il graduale recupero del margine intensivo di utilizzo del fattore lavoro. Il tasso di disoccupazione si ridurrebbe lievemente nel triennio.

**La crescita dei consumi sarebbe ostacolata dall'inflazione**

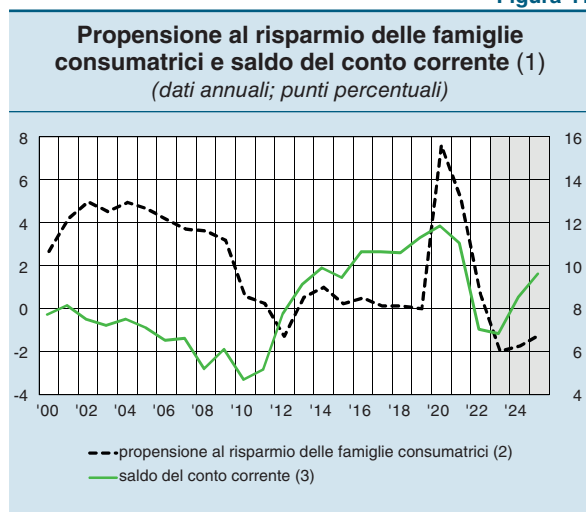
I consumi delle famiglie – che nel 2022 hanno riflesso il ritorno alle abitudini di spesa precedenti la pandemia – nell'anno in corso risentirebbero con maggiore intensità degli effetti negativi dell'elevata inflazione e del deterioramento della fiducia. In media d'anno i consumi crescerebbero di circa l'1,5 per cento nel 2023, principalmente a seguito dell'effetto di trascinamento determinato dalla forte espansione dell'anno precedente, e rallenterebbero poco al di sotto dell'1 per cento in media nel biennio 2024-25. Il tasso di risparmio, diminuito al 7,1 per cento nel terzo trimestre del 2022, scenderebbe ancora nell'anno in corso, per recuperare solo parzialmente nel biennio successivo (fig. 41).

**Gli investimenti si espanderebbero moderatamente**

Gli investimenti crescerebbero in media quasi del 2 per cento nel triennio 2023-25. La componente dei beni strumentali sarebbe frenata, soprattutto nella prima parte dell'orizzonte di previsione, dal peggioramento delle

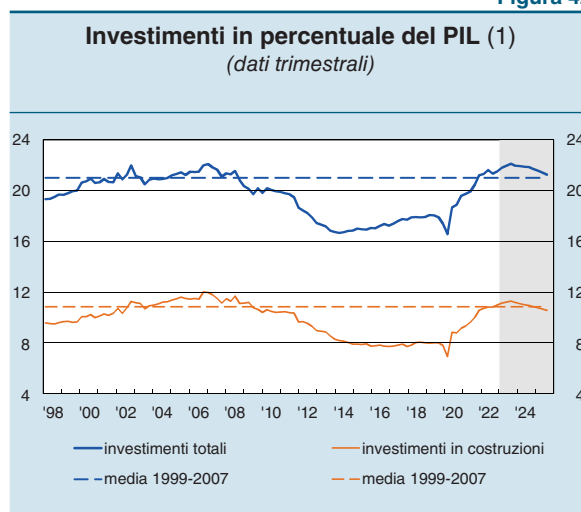


Figura 41



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

Figura 42



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

prospettive di domanda e dalla maggiore incertezza; in seguito risentirebbe dei più elevati costi di finanziamento connessi con la risalita dei tassi di interesse, i cui effetti sarebbero però parzialmente compensati dal progressivo rientro dell'incertezza. La spesa per costruzioni, ancora sostenuta per gran parte di quest'anno dalle misure di stimolo al settore, rallenterebbe successivamente, anche per effetto dell'aumento del costo del credito. Un sostegno rilevante all'accumulazione di capitale deriverebbe dalle risorse messe a disposizione dal PNRR, che si tradurrebbero soprattutto in un forte incremento degli investimenti pubblici. Complessivamente il rapporto tra investimenti totali e PIL si collocherebbe oltre il 20 per cento, appena al di sotto dei livelli massimi toccati nell'ultimo ventennio (fig. 42).

**Il saldo di conto corrente risentirebbe anche quest'anno del peggioramento della bilancia energetica**

Le esportazioni – cresciute vigorosamente nel 2022 anche grazie alla normalizzazione dei flussi turistici internazionali – rallenterebbero nettamente quest'anno, sotto il 2 per cento, per espandersi in maniera più decisa nel prossimo biennio, in linea con l'andamento della domanda estera rivolta ai beni e servizi italiani. Le importazioni aumenterebbero a tassi simili a quelli delle esportazioni, sospinte dall'andamento delle componenti della domanda a più elevato contenuto di prodotti esteri (vendite all'estero e investimenti in beni strumentali). Il

consistente disavanzo energetico peserebbe sul saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti, che rimarrebbe ancora negativo quest'anno.

**Le proiezioni di crescita sono riviste lievemente al ribasso per il 2024, quelle di inflazione al rialzo**

Rispetto allo scenario delineato nel *Bollettino economico* di ottobre le proiezioni di crescita per il 2023 sono riviste lievemente al rialzo, per l'effetto di trascinamento delle tendenze osservate durante il 2022. La dinamica del PIL stimata per il 2024 è per contro corretta leggermente al ribasso a causa di un incremento più contenuto dei consumi. Le stime di inflazione sono riviste al rialzo di tre decimi nel 2024, incorporando l'ipotesi di una più accentuata dinamica dei salari.

Le proiezioni sull'andamento dell'attività economica sono lievemente più favorevoli di quelle degli altri principali previsori per il 2023 e in linea per il 2024 (tav. 13). Le stime di inflazione per l'anno in corso sono comparabili con quelle formulate dagli altri previsori privati e istituzionali; per il 2024 sono più elevate di quelle della Commissione europea e inferiori a quelle dell'OCSE.

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

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2023	2024	2023	2024
FMI (ottobre)	-0,2	1,3	5,2	1,7
OCSE (novembre)	0,2	1,0	6,5	3,0
Commissione europea (novembre)	0,3	1,1	6,6	2,3
Consensus Economics (gennaio)	0,0	1,1	6,6	2,2
<i>per memoria:</i>				
Banca d'Italia (ottobre)	0,3	1,4	6,5	2,3
Banca d'Italia (gennaio)	0,6	1,2	6,5	2,6

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2022; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2022; Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2022*, novembre 2022; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, gennaio 2023; Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 4, 2022.

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

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

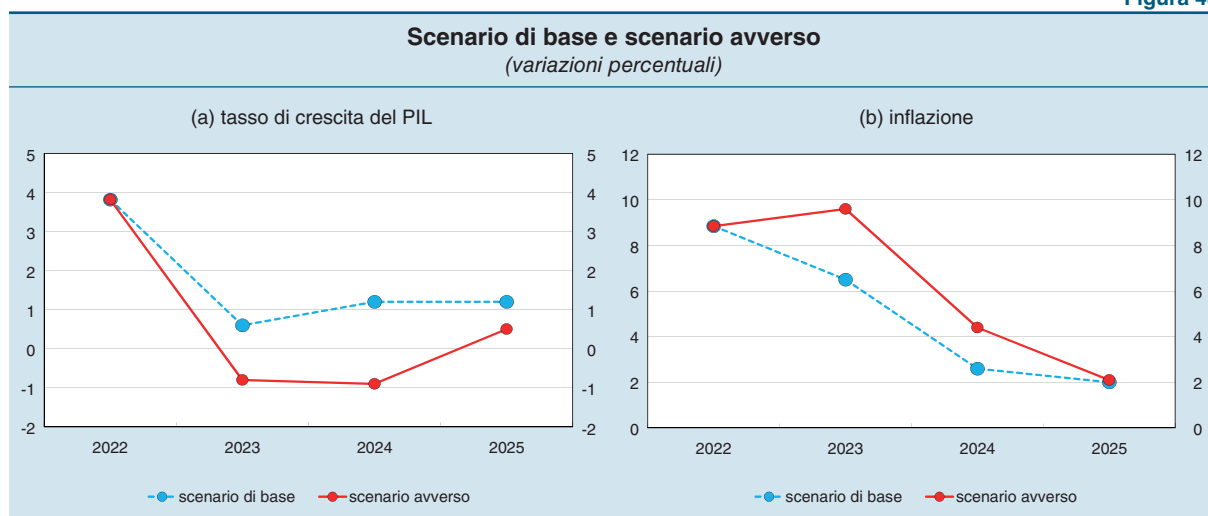
Le proiezioni presentate nello scenario di base continuano a essere soggette a un'incertezza eccezionalmente elevata, associata all'andamento dei prezzi e della disponibilità di materie prime (su cui incidono in particolare i possibili sviluppi del conflitto in Ucraina), all'evoluzione del commercio internazionale, nonché alle ripercussioni della fase di restrizione monetaria a livello globale. Nel complesso i rischi per la crescita sono orientati prevalentemente al ribasso.

I rischi per l'inflazione sono invece più bilanciati: a quelli verso l'alto nel breve termine, principalmente connessi con possibili nuovi rincari energetici, si contrappongono soprattutto nel medio termine i rischi al ribasso associati all'eventualità di un deterioramento più marcato e duraturo della domanda aggregata.

**In caso di arresto delle forniture di energia dalla Russia all'Europa il PIL diminuirebbe e l'inflazione salirebbe ancora**

In uno scenario particolarmente avverso si valutano le conseguenze per la nostra economia di un'interruzione permanente delle forniture di energia all'Europa da parte della Russia. La minore offerta di gas naturale sui mercati europei determinerebbe in primo luogo un forte aumento delle quotazioni delle materie prime energetiche, cui si accompagnerebbero una maggiore incertezza e un marcato indebolimento del commercio mondiale. Nel nostro paese gli effetti in termini di razionamento dei consumi di energia per uso industriale sarebbero limitati, grazie all'elevato livello delle scorte, ai risparmi nell'impiego di energia e all'ulteriore progressiva sostituzione delle importazioni dalla Russia con altre

fonti di approvvigionamento. Questi sviluppi determinerebbero un deterioramento dell'attività economica e un più accentuato inasprimento delle condizioni di offerta dei finanziamenti, conseguente al peggioramento della qualità del credito. In tale scenario il prodotto si ridurrebbe di quasi l'1 per cento sia nel 2023 sia nel 2024 e crescerebbe moderatamente nell'anno successivo (fig. 43.a). L'inflazione al consumo salirebbe ulteriormente, avvicinandosi al 10 per cento quest'anno, per poi scendere fino a poco più del 4 nel 2024 e ridursi decisamente verso il 2 per cento nel 2025 (fig. 43.b), quando l'impatto diretto e indiretto del rincaro dell'energia verrebbe compensato da quello di segno opposto derivante dal deterioramento delle condizioni cicliche. Quest'ultimo peserebbe sulla dinamica dei prezzi in maniera più persistente.



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

Lo scenario non tiene conto delle misure che potrebbero essere introdotte per mitigare gli effetti di sviluppi più sfavorevoli. Non considera inoltre la possibilità che il forte indebolimento dell'attività economica e del mercato del lavoro si rifletta in un adeguamento dei salari alla maggiore crescita dei prezzi al consumo più contenuto rispetto a quanto desumibile dalle regolarità osservate in passato, contribuendo a determinare un minore livello dell'inflazione alla fine dell'orizzonte di previsione.