



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Luglio 2022

3 | 2022



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2022
Luglio

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2022

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

Giordano Zevi e Claire Giordano (coordinamento), Marco Albori, Pietro Cova, Marta De Philippis, Valerio Della Corte, Silvia Delrio, Marco Flaccadoro, Alessandro Modica, Daniele Pianeselli

Daniela Falcone, Alessandra Giammarco e Silvia Mussolin (aspetti editoriali)
Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Donato Ceci, Pietro Cova, Nicola Curci, Francesco D'Amuri, Alessandro Modica, Marco Savegnago

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 all'8 luglio 2022, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	8
1.2 L'area dell'euro	13
1.3 I mercati finanziari	21
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	24
2.2 Le imprese	25
2.3 Le famiglie	28
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	32
2.5 Il mercato del lavoro	35
2.6 La dinamica dei prezzi	38
2.7 Le banche	41
2.8 Il mercato finanziario	47
2.9 La finanza pubblica	51
2.10 Le prospettive	54

INDICE DEI RIQUADRI

La contrattazione salariale nei principali paesi dell'area dell'euro	15
Gli effetti distributivi dell'inflazione e delle misure governative per contrastarla	30
L'offerta e la domanda di credito	43
Il recente andamento dello spread sui titoli di Stato decennali italiani	47
Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico	55

L'Appendice statistica è disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

SINTESI

Aumentano i rischi per la crescita globale e si intensificano le pressioni inflazionistiche

Gli indicatori congiunturali relativi al secondo trimestre segnalano rischi al ribasso per l'attività nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti. I corsi delle materie prime energetiche hanno segnato ulteriori marcati rialzi, soprattutto a causa della prosecuzione della guerra in Ucraina. Ne sono seguiti nuovi massimi per l'inflazione, anche sulla spinta dei prezzi dei prodotti alimentari. Le più recenti previsioni delle istituzioni internazionali anticipano per quest'anno un netto rallentamento del ciclo economico mondiale, che risente delle ripercussioni del conflitto, dell'erosione del potere d'acquisto delle famiglie e dell'impatto negativo dell'accresciuta incertezza sugli investimenti privati.

Accelera il processo di normalizzazione delle politiche monetarie negli Stati Uniti e peggiorano le condizioni finanziarie

La Federal Reserve ha accelerato il processo di normalizzazione della politica monetaria con cospicui e ripetuti incrementi del tasso di interesse di riferimento e ha annunciato un piano per la riduzione del proprio bilancio; anche la Bank of England ha aumentato il tasso di riferimento e prosegue il restringimento del suo bilancio. Per contro, prevalgono politiche accomodanti in Giappone e in Cina. Le condizioni finanziarie sui mercati internazionali sono peggiorate. I corsi azionari sono scesi significativamente, in particolare negli Stati Uniti, e i rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza sono cresciuti. Riflettendo il più rapido riorientamento della politica monetaria negli Stati Uniti rispetto a quella dell'area dell'euro, il dollaro ha continuato ad apprezzarsi e ha raggiunto la parità con l'euro nella prima metà di luglio.

Nell'area dell'euro si attenua la crescita e sale ulteriormente l'inflazione

L'economia dell'area risente fortemente delle tensioni connesse con l'invasione russa dell'Ucraina. La crescita sarebbe proseguita nel secondo trimestre, a un tasso moderato. La domanda interna è frenata dagli ulteriori rincari delle materie prime

energetiche e da nuove difficoltà di approvvigionamento da parte delle imprese. Sulla base dei dati preliminari, l'inflazione si è portata in giugno all'8,6 per cento. La dinamica salariale nei principali paesi è finora rimasta contenuta.

energetiche e da nuove difficoltà di approvvigionamento da parte delle imprese. Sulla base dei dati preliminari, l'inflazione si è portata in giugno all'8,6 per cento. La dinamica salariale nei principali paesi è finora rimasta contenuta.

La BCE annuncia il rialzo dei tassi di riferimento e misure contro la frammentazione dei mercati

Il Consiglio direttivo della BCE ha concluso dalla fine di giugno gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (APP) e ha annunciato che nella prossima riunione di luglio intende procedere con un primo aumento dei tassi di interesse ufficiali, a cui ne seguirebbe un secondo in settembre. Inoltre, a fronte di bruschi rialzi degli spread di alcuni titoli sovrani e dei connessi rischi per il funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria, ha deciso di reinvestire con flessibilità – tra classi di attività, tra paesi e nel tempo – i titoli in scadenza nel programma per l'emergenza pandemica (PEPP) e ha annunciato un'accelerazione dei lavori su un nuovo strumento contro la frammentazione dei mercati.

In Italia il PIL ha accelerato nel secondo trimestre

Secondo le nostre stime, in Italia la crescita del PIL, appena positiva nei primi tre mesi dell'anno, si è rafforzata nella primavera, sostenuta dall'apporto di tutti i principali comparti. Vi avrebbe contribuito soprattutto i servizi grazie alla ripresa dei settori, quali turismo e trasporti, più colpiti dalla recrudescenza della pandemia all'inizio dell'anno. Le costruzioni hanno continuato a beneficiare delle misure fiscali favorevoli. La produzione manifatturiera sarebbe tornata ad aumentare nella media del secondo trimestre; gli indicatori ad alta frequenza segnalano, tuttavia, una riduzione congiunturale dell'attività industriale in giugno. In base alle inchieste della Banca d'Italia, circa tre quarti delle imprese manifatturiere riportano difficoltà di approvvigionamento di materie prime e input intermedi e quasi due terzi sono ostacolate nella propria attività dai rincari energetici.

I consumi hanno recuperato, la dinamica degli investimenti si è indebolita

In primavera i consumi hanno beneficiato dell'allentamento delle restrizioni introdotte per contrastare la pandemia. Gli indicatori più recenti segnalano invece un rallentamento degli investimenti, dopo il forte rialzo nel primo trimestre. Le aziende intervistate fra maggio e giugno nelle nostre indagini prefigurano un'espansione dell'accumulazione di capitale nel complesso dell'anno in corso, ma confermano giudizi negativi sulle condizioni per investire, connessi anche con l'accresciuta incertezza.

Il saldo di conto corrente risente della bilancia energetica

Nei primi tre mesi dell'anno le esportazioni in volume sono significativamente aumentate, sospinte dalla componente dei beni; le importazioni sono tuttavia cresciute in misura ancora più accentuata, attivate dalla forte spesa per investimenti delle imprese italiane. Nel secondo trimestre sarebbe proseguito l'incremento delle vendite estere, seppure a un tasso più contenuto rispetto al primo. Il saldo di conto corrente è diventato negativo, soprattutto a causa del peggioramento della bilancia energetica. La posizione creditoria netta sull'estero del Paese, pur in calo nel confronto con la fine del 2021, si conferma solida.

Aumentano le ore lavorate e, più lievemente, gli occupati

Le ore lavorate totali hanno accelerato all'inizio del 2022 nel confronto con la fine dello scorso anno, in particolare per effetto del recupero di quelle per addetto, tornate ai livelli pre-pandemici. Il numero degli occupati è aumentato lievemente, riflettendosi in una riduzione del tasso di disoccupazione; emergono tuttavia segnali di rallentamento della crescita delle posizioni lavorative nel secondo trimestre. Le retribuzioni contrattuali sono salite moderatamente – come nell'area dell'euro – rispettando la durata pluriennale degli accordi e l'incidenza contenuta dei meccanismi di indicizzazione automatica dei salari.

Il rialzo dell'inflazione si estende ai prezzi alimentari e ai servizi

Nel secondo trimestre l'inflazione ha raggiunto nuovi massimi (8,5 per cento in giugno, in base ai dati preliminari) sulla spinta degli eccezionali rincari dei

beni energetici, che si sono gradualmente trasmessi anche agli alimentari e ai servizi. Su questi ultimi avrebbe inciso inoltre la ripresa della domanda connessa con l'allentamento delle restrizioni per la pandemia. L'erosione del potere d'acquisto, che colpisce in particolare le famiglie meno abbienti, è stata mitigata dai provvedimenti del Governo volti ad alleviare il peso dei rincari energetici; nel complesso queste misure quasi dimezzano l'impatto dello shock inflazionistico sui nuclei a più basso reddito.

Le condizioni di accesso al credito sono divenute meno favorevoli...

L'espansione dei prestiti bancari alle aziende è rimasta moderata. Le indagini presso le banche evidenziano un lieve irrigidimento nelle loro politiche di offerta, confermato dal peggioramento delle condizioni di accesso percepito dalle società non finanziarie. Fino a maggio il costo dei prestiti alle imprese si è mantenuto pressoché stabile, quello dei finanziamenti alle famiglie è aumentato.

...e quelle del mercato finanziario italiano sono nettamente peggiorate

Nel corso della primavera le condizioni del mercato finanziario italiano hanno risentito dell'accelerazione nella normalizzazione delle politiche monetarie a livello globale e del deterioramento delle prospettive di crescita economica. Il rendimento del titolo di Stato decennale e lo spread rispetto al corrispondente titolo tedesco si sono ampliati in un contesto di alta volatilità dei mercati; il brusco aumento del differenziale non appare giustificato dalle condizioni macroeconomiche di fondo. I costi di finanziamento sui mercati per le imprese e le banche sono saliti e i corsi azionari sono diminuiti.

Il Governo ha varato nuovi provvedimenti di sostegno per famiglie e imprese

In linea con lo scostamento di bilancio autorizzato dal Parlamento lo scorso aprile, l'Esecutivo ha varato nuovi provvedimenti con l'obiettivo principale di contrastare gli effetti dell'aumento dei prezzi dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese; a parziale copertura di questi interventi, ha ampliato il prelievo straordinario sui profitti delle società operanti nel settore dell'energia. Il Governo ha inoltre reso noto il conseguimento dei traguardi e degli obiettivi previsti dal Piano nazionale di ripre-

sa e resilienza (PNRR) per il primo semestre dell'anno e ha inviato la richiesta di pagamento della seconda rata dei fondi.

Le proiezioni per l'Italia sono condizionate dall'evoluzione della guerra in Ucraina

visivo coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 10 giugno. Il quadro macroeconomico è fortemente condizionato dalla durata e dall'intensità della guerra in Ucraina, i cui contraccolpi per la nostra economia restano altamente incerti. Nel breve termine un ulteriore rischio al ribasso è rappresentato dalla recrudescenza della pandemia.

Nello scenario di base il PIL continua a crescere con moderazione nel prossimo biennio...

Russia. In media d'anno il PIL aumenterebbe del 3,2 per cento nel 2022, grazie soprattutto alla crescita già acquisita alla fine del 2021, dell'1,3 nel 2023 e dell'1,7 nel 2024. Un sostegno considerevole all'attività economica proverrebbe dalla politica di bilancio e dagli interventi delineati nel PNRR. L'occupazione si espanderebbe lungo l'intero orizzonte previsivo, seppure a un ritmo inferiore rispetto al prodotto.

Alla luce delle informazioni congiunturali più recenti, in questo Bollettino si aggiornano le proiezioni per l'economia italiana predisposte nell'ambito dell'esercizio pre-

visivo coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 10 giugno. Il quadro macroeconomico è fortemente condizionato dalla durata e dall'intensità della guerra in Ucraina, i cui contraccolpi per la nostra economia restano altamente incerti. Nel breve termine un ulteriore rischio al ribasso è rappresentato dalla recrudescenza della pandemia.

Nello scenario di base si assume che il conflitto si protragga per tutto il 2022, senza tuttavia condurre a una totale interruzione delle forniture energetiche dalla

...e l'inflazione si riduce progressivamente nel 2023 e nel 2024

sospinta dal rincaro dei beni energetici; diminuirebbe al 4,0 per cento nel 2023 (con una revisione al rialzo di 1,3 punti rispetto alle precedenti stime) e al 2,0 nel 2024. La componente di fondo, pari al 2,9 per cento quest'anno, scenderebbe intorno al 2 nel biennio 2023-24.

In caso di arresto delle forniture di energia dalla Russia la crescita si interromperebbe

interruzioni produttive nelle attività industriali caratterizzate da più elevata intensità energetica, maggiori rincari delle materie prime, un impatto più forte su incertezza e fiducia e una dinamica più debole della domanda estera. La conseguente erosione della crescita sinora acquisita per l'anno in corso porterebbe il PIL ad aumentare di meno dell'1 per cento nel 2022 e a diminuire nel prossimo anno di quasi 2 punti percentuali; il prodotto tornerebbe a espandersi solo nel 2024. L'inflazione raggiungerebbe il 9,3 per cento nel 2022 e rimarrebbe elevata anche nel 2023, al 7,4, per scendere marcatamente solo nel 2024. Lo scenario non include possibili risposte delle politiche economiche, che potrebbero essere introdotte per mitigare le ricadute degli sviluppi ipotizzati su famiglie e imprese.

L'inflazione al consumo si collocherebbe al 7,8 per cento nella media di quest'anno (1,6 punti percentuali in più di quanto stimato in giugno),

In uno scenario avverso si ipotizza un inasprimento della guerra in Ucraina tale da determinare un arresto delle forniture energetiche russe, con conseguenti

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

A partire dal primo trimestre dell'anno il quadro congiunturale si è indebolito nei principali paesi avanzati, inizialmente per effetto del temporaneo peggioramento della pandemia e in seguito per le conseguenze dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. In primavera gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) hanno segnalato rischi al ribasso per l'attività nella maggior parte delle economie, incluse quelle emergenti. I corsi delle materie prime energetiche, in particolare quelli del gas naturale in Europa, hanno registrato rialzi straordinariamente elevati, soprattutto in connessione con le progressive interruzioni dei flussi dalla Russia; ne ha risentito l'inflazione, che ha raggiunto nuovi massimi, anche sulla spinta dei prezzi dei prodotti alimentari. La Federal Reserve ha accelerato il processo di normalizzazione della politica monetaria e ha fornito linee guida sull'avvio della riduzione del proprio bilancio. Le più recenti previsioni delle istituzioni internazionali anticipano per il 2022 un marcato rallentamento del ciclo economico globale e il persistere delle pressioni inflazionistiche.

All'inizio dell'anno il ciclo economico globale si è significativamente indebolito

Nel primo trimestre l'attività nelle maggiori economie avanzate ha rispecchiato prima il peggioramento della situazione epidemiologica dovuta alla variante Omicron

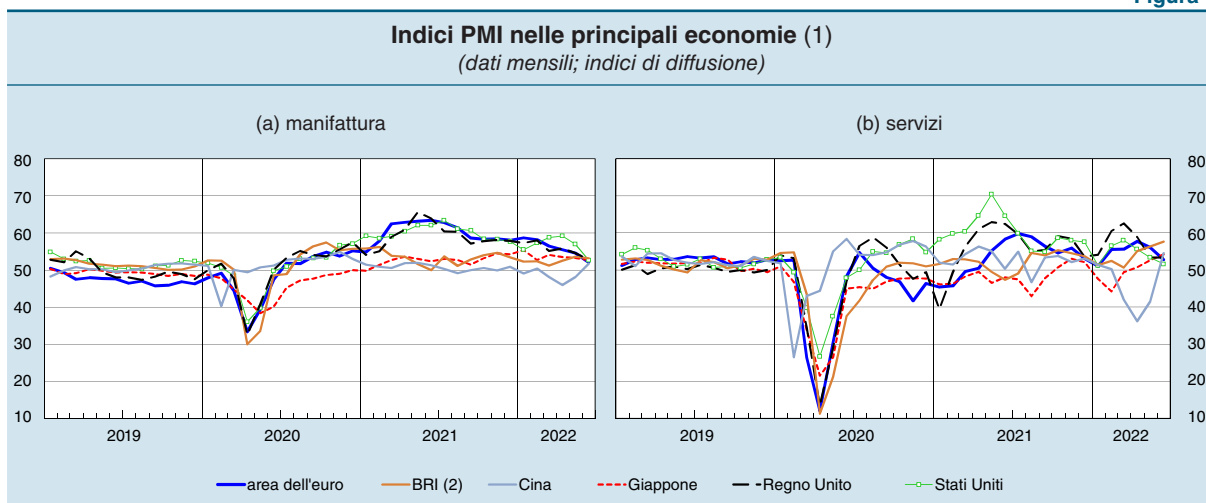
del coronavirus, successivamente il riacutizzarsi delle strozzature dal lato dell'offerta connesse anche con la guerra in Ucraina. Negli Stati Uniti il PIL è diminuito (tav. 1), principalmente per effetto del contributo negativo delle esportazioni nette e della variazione delle scorte, a fronte della crescita dei consumi delle famiglie e degli investimenti. L'apporto dell'interscambio con l'estero è stato negativo anche in Giappone, dove tuttavia il ristagno dei consumi e il calo nell'accumulazione di capitale hanno concorso alla lieve flessione del prodotto. Nel Regno Unito l'attività economica ha continuato a crescere, sebbene a un tasso più moderato dei tre trimestri precedenti, riflettendo il forte aumento degli investimenti e l'accelerazione delle scorte, mitigati dall'andamento dell'interscambio con l'estero. Tra i paesi emergenti, in Cina le misure di contrasto alla pandemia imposte in alcuni dei maggiori centri produttivi a partire dalla metà di marzo hanno determinato un rallentamento dell'attività. In Russia il prodotto ha marcatamente risentito delle sanzioni imposte dalla comunità internazionale (cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale*, in *Bollettino economico*, 2, 2022).

Tavola 1

PAESI	Crescita del PIL e inflazione (variazioni percentuali)			
	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2021	2021 4° trim. (2)	2022 1° trim. (2)	2022 giugno
Paesi avanzati				
Giappone	1,7	4,0	-0,5	2,5
Regno Unito	7,4	5,2	3,1	9,1
Stati Uniti	5,7	6,9	-1,6	9,1
Area dell'euro	5,4	1,0	2,5	(8,6)
Paesi emergenti				
Brasile	4,6	1,7	1,7	11,9
Cina	8,1	4,0	4,8	2,5
India	8,3	5,4	4,1	7,0
Russia	4,8	5,0	3,6	15,9

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Dati mensili; variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. Per Giappone e Regno Unito, dato di maggio. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari. – (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.



Fonte: Markit e Refinitiv.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese, 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 2019.

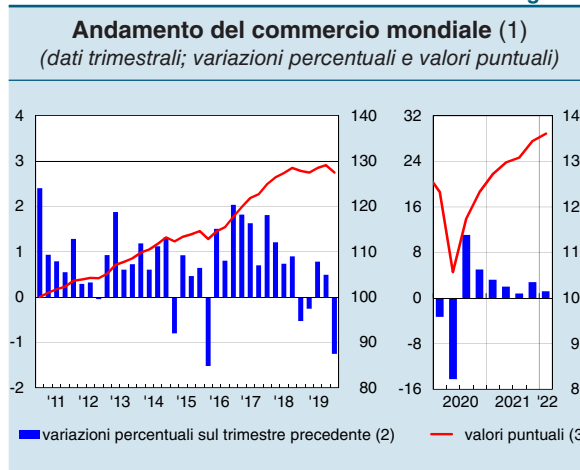
Nel secondo trimestre sono peggiorati gli indici PMI in quasi tutte le economie

La fiducia dei consumatori e gli indici PMI delle economie avanzate sono generalmente scesi nel secondo trimestre, risentendo del protrarsi delle forti tensioni geopolitiche e dell'inflazione elevata (fig. 1). Negli Stati Uniti in giugno i PMI hanno registrato una brusca flessione, pur rimanendo su livelli compatibili con un'espansione del prodotto. Nel Regno Unito la fiducia delle famiglie è caduta ai minimi storici a causa del deterioramento del potere d'acquisto ed è nettamente peggiorato l'indicatore PMI dei servizi. In Giappone il miglioramento del quadro pandemico ha invece contribuito alla ripresa dell'indice relativo al terziario, salito in giugno sul livello più alto dall'inizio dell'anno. In Cina, nonostante la graduale rimozione dalla fine di maggio delle restrizioni alla mobilità e l'annuncio di un nuovo piano di stimolo fiscale, gli indicatori – soprattutto quelli dei servizi – prefigurano un rallentamento dell'attività nella media del secondo trimestre; vi peserebbero anche le persistenti difficoltà del mercato immobiliare e la debolezza della domanda estera.

Gli scambi commerciali hanno rallentato

Nel primo trimestre il commercio globale ha nettamente rallentato, all'1,2 per cento sul periodo precedente, dal 2,8 nel quarto del 2021 (fig. 2), riflettendo la contrazione degli scambi con l'estero dei paesi emergenti: i lockdown hanno gravato sull'interscambio della Cina mentre le sanzioni internazionali hanno pesato sulle importazioni di beni della Russia che, secondo stime basate sui dati dei principali partner commerciali, si sarebbero quasi dimezzate tra gennaio e marzo. Gli indicatori PMI relativi ai nuovi ordini dall'estero hanno riportato cali diffusi nelle maggiori economie nel secondo trimestre,

Figura 2



Fonte: elaborazioni su dati di contabilità nazionale e doganali.

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Per esigenze grafiche i dati relativi alle variazioni percentuali sul trimestre precedente sono rappresentati, a partire dal 2020, su una scala diversa rispetto a quella utilizzata per gli anni precedenti. – (3) Indice: 1° trimestre 2011=100. Scala di destra.

segnalando un ulteriore indebolimento dei flussi commerciali nello stesso periodo. Sulle attese di crescita del commercio nell'anno (3,4 per cento nel 2022 sulla base di nostre stime; tav. 2) pesano il perdurare delle strozzature nella logistica e nei trasporti, le interruzioni negli approvvigionamenti e l'indebolimento dell'attività economica globale.

L'inflazione ha raggiunto nuovi massimi

L'inflazione ha continuato a crescere, raggiungendo il livello più elevato degli ultimi quarant'anni, 9,1 per cento, sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito (rispettivamente in giugno e in maggio; fig. 3). Negli Stati Uniti l'aumento, superiore alle attese degli analisti, è imputabile principalmente all'accelerazione dei prezzi dei beni energetici e alimentari; anche l'inflazione di fondo rimane su livelli storicamente alti (5,9 per cento). Nel Regno Unito il rialzo dell'inflazione ha riflesso soprattutto i rincari dei prezzi energetici amministrati. In Giappone l'incremento dei prezzi delle importazioni ha sospinto l'inflazione al consumo, che si è portata sopra il 2 per cento per la prima volta dal 2015 (2,5 in maggio).

Sulle prospettive dell'economia mondiale pesano la prosecuzione della guerra e l'aumento dell'inflazione

Secondo le previsioni diffuse in giugno dall'OCSE, la crescita del prodotto mondiale si collocerebbe al 3,0 per cento nel 2022, con una revisione al ribasso di 1,5 punti percentuali rispetto allo scenario dello scorso dicembre (tav. 2). Questa dinamica risentirebbe delle ripercussioni della guerra in Ucraina, dell'erosione del potere d'acquisto delle famiglie dovuta all'elevata inflazione, nonché dell'impatto negativo dell'accresciuta incertezza sugli investimenti privati. La correzione al ribasso è stata particolarmente pronunciata per la Russia, dove il prodotto si contrarrebbe del 10 per cento¹. Le difficoltà di approvvigionamento di materie prime, le strozzature nella logistica degli scambi e le pressioni inflazionistiche rappresentano rischi al ribasso per tutti i paesi. Una totale interruzione

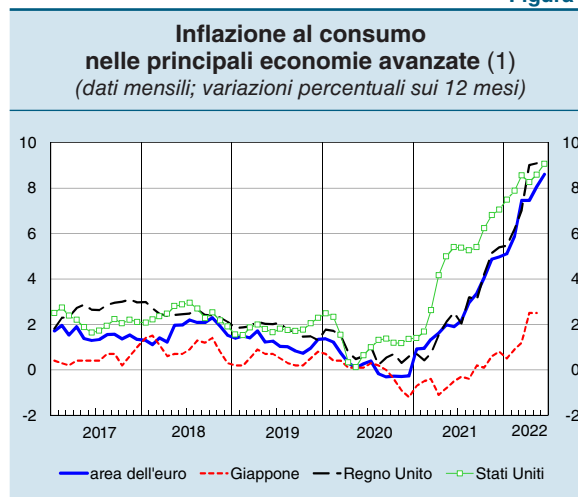
Tavola 2

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2021	Previsioni (1)		Revisioni (2)	
		2022	2023	2022	2023
PIL					
Mondo	5,8	3,0	2,8	-1,5	-0,4
<i>di cui:</i>					
Paesi avanzati					
Area dell'euro	5,3	2,6	1,6	-1,7	-0,9
Giappone	1,7	1,7	1,8	-1,7	0,7
Regno Unito	7,4	3,6	0,0	-1,1	-2,1
Stati Uniti	5,7	2,5	1,2	-1,2	-1,2
Paesi emergenti					
Brasile	5,0	0,6	1,2	-0,8	-0,9
Cina	8,1	4,4	4,9	-0,7	-0,2
India (3)	8,7	6,9	6,2	-1,2	0,7
Russia	4,7	-10,0	-4,1	-12,7	-5,4
Commercio mondiale	11,2	3,4	-	-1,4	-

Fonte: per il PIL, OCSE, *OECD Economic Outlook*, giugno 2022; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.

(1) Variazioni percentuali. – (2) Punti percentuali. Revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2021 e, per il commercio mondiale, rispetto a Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 1, 2022. – (3) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Figura 3



Fonte: Refinitiv.

(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

¹ Sulla base di nostre simulazioni, se le tensioni si protraessero comportando una riduzione permanente degli scambi commerciali, nel lungo periodo il PIL della Russia potrebbe contrarsi fino a oltre il 6 per cento; cfr. A. Borin, F.P. Contedua, E. Di Stefano, V. Gunnella, M. Mancini e L. Panon, *Quantitative assessment of the economic impact of the trade disruptions following the Russian invasion of Ukraine*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 700, 2022.

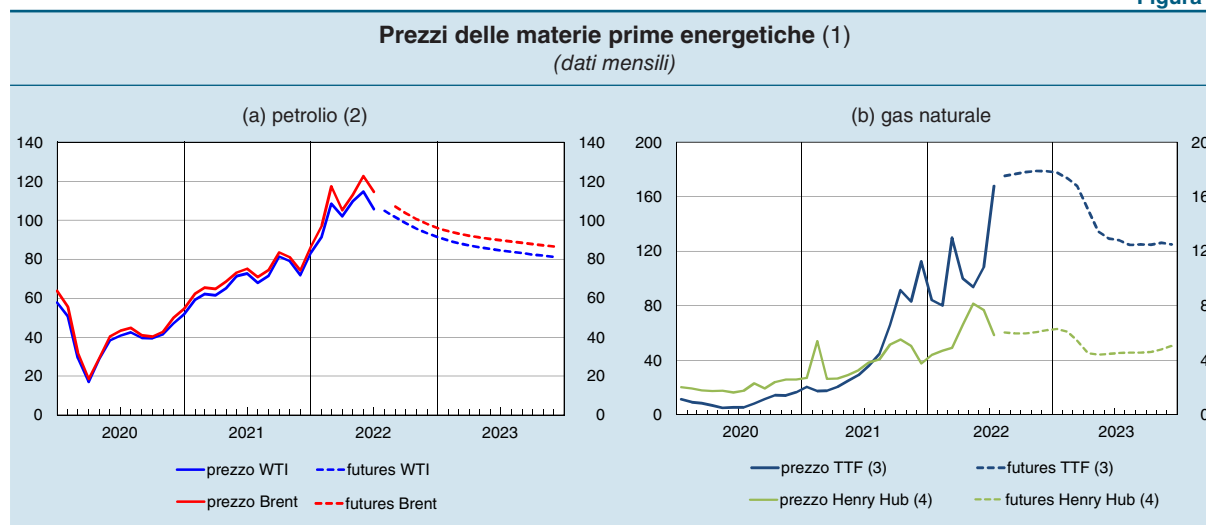
delle forniture di gas russo avrebbe importanti ripercussioni sulla crescita soprattutto in Europa, mentre le altre regioni subirebbero un impatto minore, derivante dall'elevata inflazione e dall'indebolimento della domanda europea. La normalizzazione delle politiche monetarie rappresenta un rischio particolarmente accentuato per le economie emergenti, soprattutto per quelle con esigenze di finanziamento esterno più rilevanti, già colpite dall'incremento dei prezzi dei beni alimentari e delle materie prime.

L'adozione di nuove sanzioni nei confronti della Russia ha sospinto i corsi del petrolio

Dopo quelli di Stati Uniti e Regno Unito nel primo trimestre, il blocco della UE alle importazioni di greggio e di prodotti petroliferi russi, incluso nel pacchetto di nuove sanzioni concordate all'inizio di giugno, ha determinato un rialzo dei corsi petroliferi (il prezzo per la qualità Brent si è spinto fino a un massimo di 129 dollari in giugno; fig. 4.a). Questo aumento è stato attenuato dalla decisione dei paesi OPEC+ di alzare gli obiettivi di produzione per luglio

e agosto e dai timori di indebolimento della domanda mondiale, che hanno ricondotto il prezzo del petrolio sotto i 115 dollari all'inizio di luglio. Le nuove restrizioni della UE entreranno in vigore tra dicembre del 2022 e febbraio del 2023 e, secondo le attese, colpirebbero circa il 90 per cento delle attuali importazioni europee dalla Russia. La UE ha inoltre vietato l'assicurazione delle petroliere che trasportano greggio russo per minimizzare il rischio di elusione delle sanzioni. L'impatto di queste misure sul mercato petrolifero globale rimane estremamente incerto e condizionato alla capacità della Russia di riorientare su altri mercati le proprie esportazioni energetiche. I contratti futures segnalano che i corsi del petrolio si manterranno su livelli alti nei prossimi dodici mesi, sospinti da una elevata componente di premio per il rischio.

Figura 4



Fonte: Refinitiv.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a luglio 2022; l'ultimo dato si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° all'8 luglio 2022. Per i prezzi futures i dati si riferiscono alla quotazione dell'8 luglio 2022. – (2) Dollari per barile. – (3) Euro per megawattora. – (4) Dollari per milioni di *British thermal units* (BTU). Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (USA). Scala di destra.

Il prezzo del gas, repentinamente salito, risente dell'incertezza sui flussi

Il prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF), dopo essere sceso nella prima metà di giugno ai livelli minimi dall'invasione dell'Ucraina dello scorso febbraio (fig. 4.b), è risalito repentinamente alla notizia della riduzione dei flussi dalla Russia verso alcuni paesi europei, tra i quali la Germania e l'Italia, portandosi intorno ai 170 euro per megawattora nella prima decade di luglio. Prima di quest'ultimo rialzo, le quotazioni e lo stoccaggio avevano beneficiato delle temperature più miti e delle importazioni sostenute di gas naturale liquefatto che, dall'inizio

dell'anno, sono state superiori di oltre un terzo nel confronto con lo stesso periodo del 2021 e hanno compensato in parte i minori afflussi dalla Russia. Permangono rischi di nuovi rincari sul mercato europeo legati a nuove possibili interruzioni dell'offerta da parte della Russia.

Scendono i prezzi dei metalli e delle materie prime agricole

I corsi dei metalli industriali sono diminuiti rispetto all'inizio di aprile (fig. 5), principalmente per effetto del rallentamento dell'economia cinese e dei rischi al ribasso per la crescita globale.

Questi ultimi hanno contribuito a contenere anche i prezzi delle materie prime agricole che – dopo aver risentito delle mancate esportazioni dall'Ucraina, dei blocchi alle vendite all'estero introdotti da vari paesi e delle condizioni climatiche avverse – sono poi rientrati sui livelli precedenti l'invasione russa.

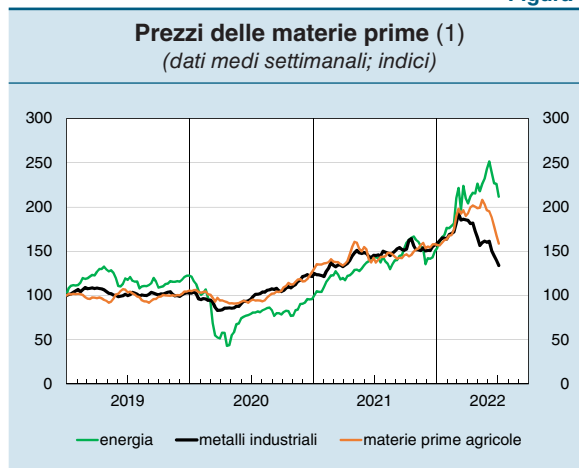
La normalizzazione della politica monetaria accelera negli Stati Uniti e prosegue nel Regno Unito

La Federal Reserve ha rialzato l'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds, di 50 e 75 punti base rispettivamente nelle riunioni di maggio e giugno, collocandolo tra l'1,5 e l'1,75

per cento. Date le forti pressioni inflattive, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha dichiarato che ne deciderà, sulla base delle condizioni macroeconomiche, un probabile ulteriore aumento nella prossima riunione di fine luglio (fig. 6). Nell'incontro di maggio la Federal Reserve ha inoltre annunciato il piano per la riduzione del bilancio, che a partire da giugno verrà inizialmente perseguita interrompendo il reinvestimento dei titoli in scadenza per un ammontare massimo di 30 miliardi di dollari in *Treasury securities* e di 17,5 miliardi in titoli di debito e titoli garantiti da mutui ipotecari (*mortgage-backed securities*), in entrambi i casi emessi da agenzie governative, durante i primi tre mesi (rispettivamente fino a 60 e a 35 miliardi in una fase successiva). Il FOMC ha anche chiarito che a regime manterrà ampie riserve dei titoli in portafoglio per gestire in modo efficace la politica monetaria in un contesto di elevata domanda di liquidità da parte delle banche. In giugno la Bank of England ha rialzato il tasso di riferimento per la quinta volta consecutiva, portandolo all'1,25 per cento. Prosegue la riduzione del bilancio tramite il mancato reinvestimento dei titoli in scadenza. La Banca del Giappone ha per contro mantenuto invariato il tono espansivo della politica monetaria.

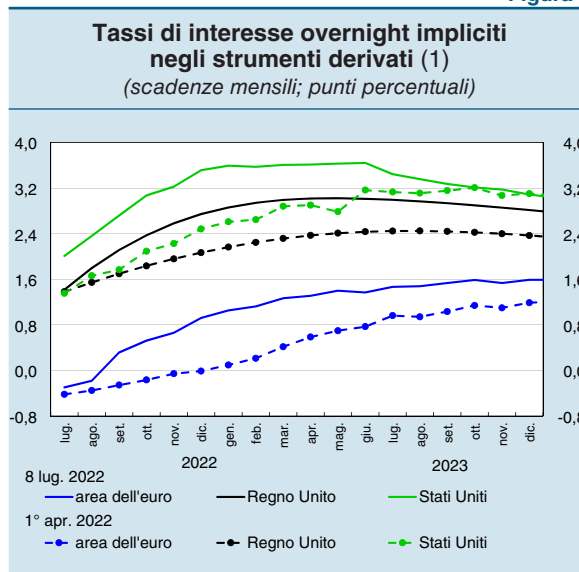
Nelle economie emergenti gli orientamenti sono stati eterogenei. Mentre Brasile e India continuano a perseguire politiche restrittive allo scopo di contenere le montanti pressioni inflazionistiche, alimentate

Figura 5



Fonte: Standard and Poor's.
(1) Indici: 1^a settimana gennaio 2019=100.

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
(1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli *overnight indexed swaps* (OIS).

dai rincari di beni alimentari ed energetici, in Cina e Russia prevalgono politiche accomodanti per contrastare il rallentamento dell'attività. In particolare, in Cina la Banca centrale ha ridotto il tasso di riferimento sui mutui per l'acquisto della prima casa e annunciato che intensificherà il sostegno alle banche di sviluppo volto alla trasmissione dello stimolo fiscale. Da aprile la Banca centrale russa ha ridotto il tasso di riferimento in quattro diverse occasioni, riportandolo sul livello precedente l'invasione dell'Ucraina e invertendo lo straordinario rialzo, al 20 per cento, adottato lo scorso febbraio.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Il quadro congiunturale dell'area dell'euro continua a risentire delle tensioni connesse con il conflitto in Ucraina. La crescita sarebbe proseguita anche nel secondo trimestre, a un tasso contenuto; la domanda interna è frenata dall'inasprimento dei rincari delle materie prime energetiche e da nuove difficoltà di approvvigionamento da parte delle imprese. L'inflazione al consumo si è portata in giugno all'8,6 per cento (stime preliminari). Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha compiuto ulteriori passi nel processo di normalizzazione della politica monetaria, ponendo fine agli acquisti netti di attività finanziarie e annunciando l'intenzione di procedere con un primo incremento dei tassi di interesse ufficiali in luglio e con un secondo in settembre. A fronte dei rischi per il funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria, ha annunciato il ricorso alla flessibilità nei reinvestimenti e un'accelerazione dei lavori su un nuovo strumento di contrasto alla frammentazione dei mercati. La Commissione europea ha proposto di finanziare il piano per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e accelerare la transizione verde (*REPowerEU*) utilizzando i fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza finora non richiesti dai paesi membri.

L'incremento del PIL nel primo trimestre... Nei primi tre mesi del 2022 l'attività economica dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,6 per cento sul trimestre precedente (tav. 3), sostenuta dall'apporto della domanda estera netta e della variazione delle scorte. Gli investimenti fissi lordi hanno sostanzialmente ristagnato e i consumi delle famiglie si sono nuovamente contratti. Il valore aggiunto è aumentato nei principali comparti tranne che nell'agricoltura; è salito in misura più pronunciata nelle costruzioni. Il PIL ha segnato una lieve espansione in tutte le principali economie, tranne che in Francia, dove è leggermente diminuito. Nel complesso dell'area la crescita dell'attività è stata sostenuta, per circa la metà, dal rialzo eccezionale registrato in Irlanda (di oltre il 10 per cento sul trimestre precedente, dopo la flessione di circa il 6 alla fine dello scorso anno).

La volatilità del prodotto irlandese è legata ai settori in cui operano le imprese multinazionali, che rappresentano circa il 50 per cento del valore aggiunto del paese.

...sarebbe proseguito, a un tasso più modesto, anche nel secondo

Gli indicatori congiunturali più recenti suggeriscono che il PIL dell'area sarebbe aumentato moderatamente nel secondo trimestre. In giugno l'indicatore €-coin, che misura la dinamica del prodotto al netto delle componenti più erratiche, è rimasto su livelli coerenti con la prosecuzione della crescita (fig. 7). In aprile e

Tavola 3

PAESI	Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali)			
	Crescita del PIL			Inflazione
	2021	2021 4° trim. (1)	2022 1° trim. (1)	2022 giugno (2)
Francia	6,8	0,4	-0,2	6,5
Germania	2,9	-0,3	0,2	8,2
Italia	6,6	0,7	0,1	(8,5)
Spagna	5,1	2,2	0,2	10,0
Area dell'euro	5,4	0,2	0,6	(8,6)

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

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

maggio la produzione industriale è salita (0,5 e 0,8 per cento, rispettivamente), recuperando solo in parte il forte calo segnato in marzo, quando hanno iniziato a manifestarsi gli effetti del conflitto. L'indice PMI del settore manifatturiero è diminuito nel secondo trimestre, pur mantenendosi compatibile con un'espansione. L'attività ha risentito del marcato rialzo dei prezzi dell'energia e delle altre materie prime e delle difficoltà di approvvigionamento di beni intermedi, come segnalato dall'indicatore sui tempi di consegna, che conferma il persistere di diffusi ritardi (fig. 8). Il valore aggiunto dei servizi, che hanno tratto beneficio dal miglioramento del quadro sanitario, sarebbe cresciuto nel confronto con il primo trimestre, in linea con l'andamento del relativo indice PMI.

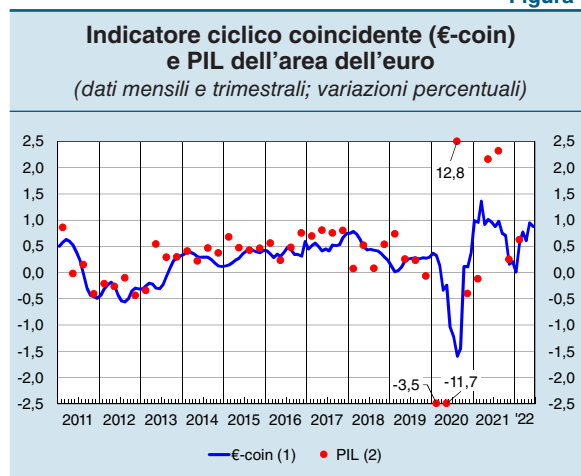
Le stime del PIL sono state riviste al ribasso per il 2022 e il 2023, al rialzo per il 2024

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate all'inizio di giugno², il prodotto crescerebbe del 2,8 per cento nel 2022 e del 2,1 in ciascuno dei due anni successivi³. Rispetto allo scenario dello scorso marzo le stime sono state riviste al ribasso per il 2022 e il 2023, ma al rialzo per l'anno successivo, principalmente a causa delle ricadute economiche della guerra in Ucraina e del loro progressivo superamento; sulle revisioni al ribasso ha anche inciso la risalita delle attese sui tassi di interesse, determinata dall'inasprimento delle politiche monetarie a livello mondiale, specialmente negli Stati Uniti.

Le materie prime continuano a spingere al rialzo l'inflazione

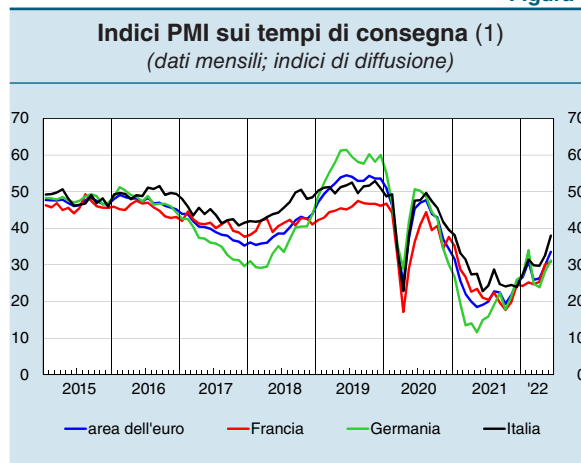
L'inflazione al consumo, in aumento dall'inizio del 2021, si è portata in giugno all'8,6 per cento sui dodici mesi (stime preliminari; fig. 9). La nuova accelerazione dei prezzi è ascrivibile per quasi due terzi alla componente dell'energia, sia per i rincari di bollette e carburanti direttamente connessi con le materie prime, sia per le pressioni sui costi di produzione che incidono in particolare sui beni alimentari – i cui prezzi sono saliti dell'8,9 per cento – e su alcune voci dei servizi. L'inflazione di fondo

Figura 7



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: giugno 2022*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

Figura 8



Fonte: Markit.
 (1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI) sui tempi di consegna. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in miglioramento" (ossia tempi di consegna divenuti più brevi) la metà della percentuale delle risposte "stabile". Una riduzione dell'indice segnala un allungamento dei tempi di consegna.

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

³ La crescita del PIL nel primo trimestre del 2022 è stata rivista al rialzo di 0,3 punti percentuali dall'Eurostat rispetto alla stima preliminare, inclusa nelle proiezioni. Secondo gli esperti della BCE, l'impatto di tale revisione sulle previsioni per il complesso dell'anno sarebbe moderato.

si è collocata al 3,7 per cento, risentendo anche delle strozzature dell'offerta che, secondo le indagini della Commissione europea, nel secondo trimestre hanno limitato l'attività produttiva di oltre la metà delle imprese manifatturiere nell'area.

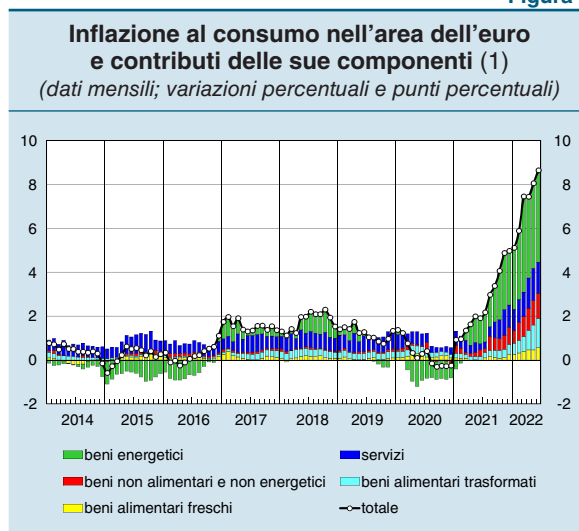
La dinamica delle retribuzioni contrattuali resta moderata

Nel primo trimestre le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro sono aumentate del 2,8 per cento su base annua (da 1,6 nel

quarto). Questo dato include i pagamenti un tantum che, per la loro natura temporanea, sostengono il reddito dei lavoratori senza incidere direttamente sulle tendenze di medio periodo del costo del lavoro. In aprile, al netto di tali componenti, l'andamento delle retribuzioni è stato moderato in Germania e in Francia; in Italia è rimasto modesto in maggio. La dinamica potrebbe intensificarsi nel corso del 2022, in parte risentendo dell'incremento del salario minimo in

Germania e, seppure in misura più limitata, in Francia e in Spagna. Tuttavia, la quota contenuta di retribuzioni indicizzate alla variazione dei prezzi limita i rischi di una rincorsa tra salari e prezzi (cfr. il riquadro: *La contrattazione salariale nei principali paesi dell'area dell'euro*).

Figura 9



LA CONTRATTAZIONE SALARIALE NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Dopo la flessione dovuta alla pandemia, il numero degli occupati nell'area dell'euro ha superato nel primo trimestre del 2022 il valore massimo toccato alla fine del 2019; è invece tuttora incompleto il recupero delle ore lavorate, che risultano inferiori dello 0,6 per cento ai livelli pre-pandemici, risentendo in particolare del divario in Germania (-3,5 per cento). Alla moderata espansione del mercato del lavoro nell'area ha corrisposto una dinamica salariale contenuta (figura A, pannello a), che non ha risentito finora in modo significativo dell'inatteso e marcato incremento dell'inflazione, salita dal 2 per cento dell'estate del 2021 a oltre l'8 nel giugno scorso.

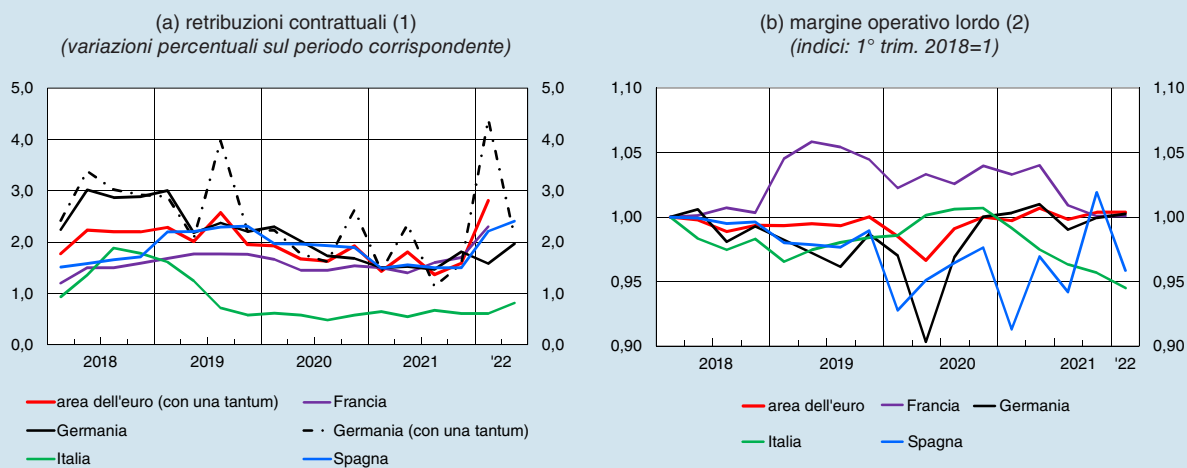
La moderazione salariale è favorita dall'ancoraggio delle aspettative di inflazione di medio termine su valori compatibili con l'obiettivo della stabilità dei prezzi e dall'evidenza che i margini delle imprese sono in linea con i valori prevalenti prima della pandemia (figura A, pannello b). È inoltre contenuta l'incidenza di meccanismi di indicizzazione automatica dei salari che, facilitando la trasmissione di variazioni dei prezzi sul costo del lavoro, rendono più persistente la dinamica dell'inflazione.

In Italia il sistema di contrattazione – definito in larga misura dall'accordo interconfederale del 2009 – prevede per il settore privato una durata pluriennale per i contratti collettivi di lavoro¹ e l'utilizzo dell'andamento atteso dei prezzi al consumo al netto del contributo dei beni energetici importati come parametro per orientare l'entità degli incrementi salariali². Nello scorso decennio, a fronte di una prolungata debolezza dell'inflazione, il valore previsto di questo indicatore è

¹ La durata degli accordi è normalmente pari a tre anni, ma le parti sociali possono definirla liberamente.

² La previsione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) al netto dei beni energetici importati per un orizzonte quadriennale viene pubblicata dall'Istat ogni anno nel mese di giugno.

Retribuzioni contrattuali e margine operativo lordo nell'area dell'euro (dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Deutsche Bundesbank, Insee, Istat, Ministerio de Trabajo y Economía Social, Eurostat.

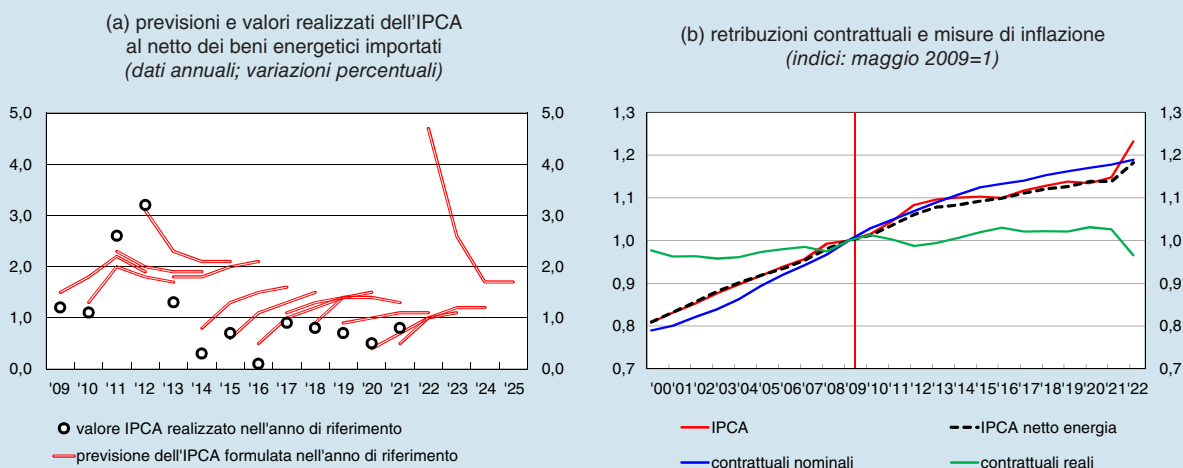
(1) Variazione tendenziale dell'indice delle retribuzioni contrattuali. Per la Germania, la variazione relativa al secondo trimestre del 2022 è calcolata utilizzando la variazione del solo mese di aprile; per l'Italia il dato si riferisce al bimestre aprile-maggio. – (2) Media mobile di 4 termini. Il margine operativo lordo è rilevato per il settore privato non agricolo (sezioni B-N della contabilità nazionale); è pari alla differenza tra valore aggiunto ai prezzi base e costo del lavoro (corretto per l'incidenza del lavoro autonomo), in rapporto al valore aggiunto ai prezzi base.

risultato costantemente superiore a quello realizzato (figura B, pannello a). Il recupero di tale scostamento, esplicitamente previsto in alcuni accordi, avrebbe dovuto determinare una riduzione ex post delle retribuzioni contrattuali, eventualità che si è verificata raramente. La dinamica salariale è stata invece contenuta prolungando il periodo di vacanza dei contratti, durante il quale non sono riconosciuti incrementi retributivi. Tra il 2009 e il 2021 i salari contrattuali nel settore privato non agricolo sono cresciuti del 18 per cento, 3 punti percentuali in più dell'IPCA (figura B, pannello b), riflettendo la debole dinamica della produttività. Nel periodo più recente, la progressiva accelerazione dei prezzi ha determinato un marcato calo della retribuzione reale (circa -6 per cento in maggio nel confronto con un anno prima e -3,1 per cento in media nel periodo giugno 2021-maggio 2022 rispetto ai dodici mesi precedenti). Nei settori in cui sono previste clausole di rinegoziazione ex post³, che coprono circa il 30 per cento del monte retributivo, la loro applicazione avrà quest'anno per oggetto lo scostamento realizzato nel 2021, di entità ridotta. Quello relativo al 2022 sarà più significativo, poiché lo scorso giugno la previsione dell'IPCA al netto dei beni energetici importati è stata rivista al rialzo di quasi 4 punti percentuali (al 4,7 per cento) e sarà oggetto di verifica nel 2023. Per i lavoratori con contratto scaduto – concentrati nei settori dei servizi più colpiti dalla pandemia – i rinnovi presumibilmente terranno conto sia del recupero del potere d'acquisto sia delle condizioni congiunturali di ciascun comparto.

Anche in Germania la crescita delle retribuzioni contrattuali, al netto delle componenti una tantum, è al momento contenuta (2,1 per cento in aprile) e ancora inferiore a quella rilevata prima del 2020. Il sistema di contrattazione tedesco si caratterizza, come quello italiano, per la durata pluriennale degli accordi e per la generale assenza di meccanismi di indicizzazione. A fronte dell'incertezza legata

³ Tra i contratti più importanti che prevedono clausole ex post si segnalano quelli dei comparti del credito, del legno e del metalmeccanico.

Retribuzioni contrattuali e misure di inflazione in Italia (dati annuali)



alle tensioni geopolitiche e all'andamento dei prezzi dei beni energetici, le parti sociali in alcuni casi hanno stipulato accordi temporanei che prevedono il versamento di pagamenti una tantum ai lavoratori e il rinvio delle trattative salariali⁴. Nel corso del 2022 sono inoltre previsti due incrementi del salario minimo orario, per un aumento complessivo del 22 per cento; tali incrementi, attesi da tempo, non sono il risultato di automatismi ma di una scelta del Governo. Secondo le stime della Deutsche Bundesbank⁵, ne deriverà un contributo positivo alla dinamica delle retribuzioni pari a 0,8 punti percentuali nel 2023.

Negli altri principali paesi dell'area la determinazione dei salari può essere influenzata dalla presenza di meccanismi di aggiustamento automatico dei salari ai prezzi. In Francia le retribuzioni contrattuali sono cresciute del 2,3 per cento nel primo trimestre, 8 decimi di punto in più rispetto alla media del 2021. Il salario minimo è per legge incrementato in misura pari al tasso di inflazione qualora questo si collochi al di sopra del 2 per cento; negli ultimi dodici mesi è stato rivisto per tre volte al rialzo, con una variazione cumulata pari al 5,9 per cento. Qualora il salario minimo superi il livello retributivo più basso previsto dai contratti collettivi in vigore, questi possono essere rinegoziati al rialzo prima della scadenza per prevedere incrementi in favore dei lavoratori non direttamente interessati dagli aumenti stabiliti dalla legge, al fine di non alterare la distribuzione dei salari a livello di impresa. L'effetto complessivo sulle retribuzioni rimarrebbe comunque contenuto: il salario medio orario salirebbe di un decimo per ogni punto percentuale di innalzamento del salario minimo⁶. In Spagna le retribuzioni contrattuali stanno accelerando (2,5 per cento in giugno), portandosi sui valori osservati nel periodo precedente la pandemia. Diversi contratti stanno reintroducendo le clausole di indicizzazione automatica dei salari all'inflazione, presenti nella maggioranza dei rapporti di lavoro prima della crisi finanziaria globale del 2008-09; il consolidarsi di tale tendenza in futuro potrebbe ritardare il rientro delle tensioni sui prezzi.

⁴ Scelte simili erano già state adottate nei primi mesi dell'emergenza sanitaria.

⁵ Deutsche Bundesbank, *Monthly report. February 2022*, 74, 2, p. 55.

⁶ E. Gautier, *Negotiated wage rises for 2022: the results so far*, Banque de France, "Eco Notepad", 269, 13 maggio 2022.

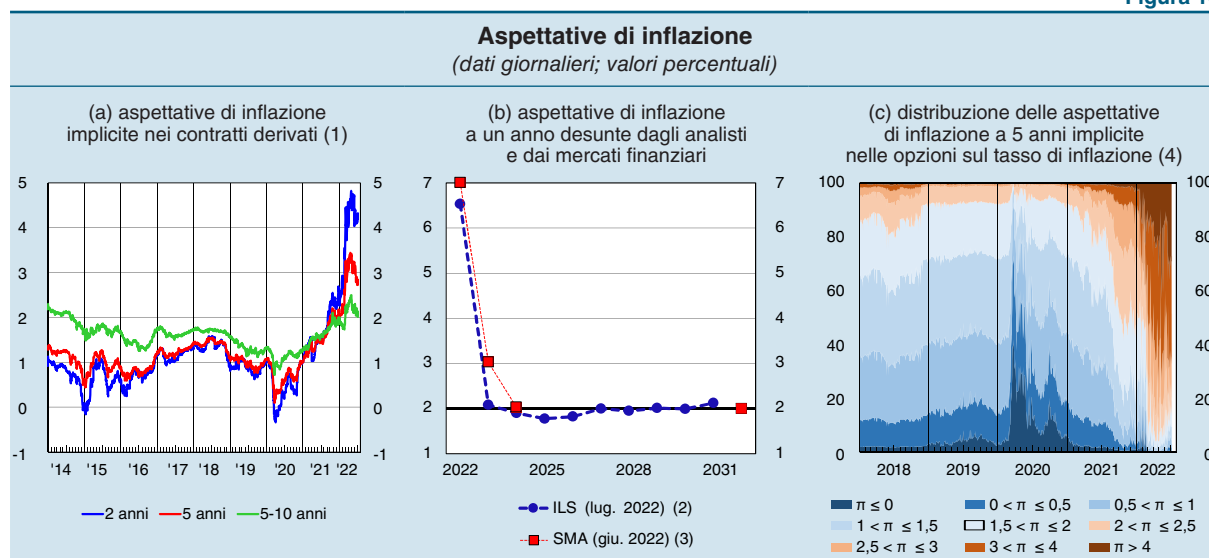
L'inflazione rimarrebbe elevata nel 2022 per poi ridursi nel corso del 2023

Le aspettative di inflazione restano prossime al 2 per cento nel medio termine

Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, la dinamica dei prezzi nell'area si porterebbe al 6,8 per cento nel 2022⁴, per poi scendere gradualmente nel corso del 2023 e convergere verso l'obiettivo di inflazione della BCE nella seconda parte del 2024.

All'8 luglio le attese desunte dai contratti di *inflation-linked swap* (ILS) erano pari al 4,3 per cento sull'orizzonte a due anni (fig. 10.a) e al 2,8 su quello a cinque anni (da 4,0 e 3,0, rispettivamente, all'inizio di aprile); su quello tra cinque e dieci anni in avanti si sono mantenute su valori prossimi al 2 per cento. Le attese a un anno implicite negli stessi ILS suggeriscono che l'inflazione si collocherebbe al 6,5 per cento nella primavera del 2023, si ridurrebbe marcatamente nei dodici mesi successivi e si porterebbe su valori attorno al 2 per cento nel medio termine (fig. 10.b). Tali indicazioni sono in linea con i risultati dei sondaggi: secondo gli operatori intervistati nella *Survey of Monetary Analysts* (SMA) condotta dalla BCE tra il 23 e il 26 maggio, l'inflazione sarebbe pari al 7,0 per cento nel 2022, al 3,0 nel 2023 e tornerebbe in linea con la definizione di stabilità dei prezzi nel 2024. La probabilità basata sui prezzi delle opzioni che l'inflazione risulti compresa tra l'1,5 e il 2,5 per cento in media nel periodo 2022-26 è scesa al 15 per cento (dal 19 all'inizio di aprile; fig. 10.c).

Figura 10



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e BCE.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti negli *inflation-linked swaps* (ILS) con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Tassi di inflazione attesi a un anno impliciti negli ILS a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) della BCE dal 23 al 26 maggio 2022. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

Prosegue il processo di normalizzazione della politica monetaria, che si manterrà graduale

A fronte dell'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche e sulla base della nuova valutazione delle prospettive per l'economia e per i prezzi, nella riunione dello scorso giugno il Consiglio direttivo della BCE ha fissato al 1° luglio 2022 la

⁴ In maggio l'inflazione al consumo dell'area dell'euro era stata pari all'8,1 per cento, al di sopra delle stime degli esperti dell'Eurosistema; includendo meccanicamente tale dato nelle proiezioni, l'inflazione si attesterebbe al 7,1 per cento nel complesso del 2022.

conclusione degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP); il capitale rimborsato sui titoli in scadenza continuerà a essere reinvestito per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data del primo rialzo dei tassi ufficiali. Ha inoltre annunciato che intende procedere con un primo aumento dei tassi di interesse ufficiali di 25 punti base in luglio e che si attende un ulteriore rialzo in settembre (fig. 11). L'entità di quest'ultimo sarà superiore a quello di luglio nel caso in cui le prospettive di inflazione nel medio periodo rimangano uguali alle attuali o si deteriorino ulteriormente. In seguito il Consiglio prefigura un graduale ma duraturo percorso di nuovi incrementi dei tassi, il cui ritmo dipenderà dai nuovi dati macroeconomici e dall'andamento atteso dell'inflazione a medio termine.

La BCE agisce per contrastare i rischi di frammentazione

Lo scorso 15 giugno il Consiglio direttivo si è riunito in via straordinaria per valutare le misure di contrasto al recente intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari nell'area dell'euro (cfr. il par. 1.3). Queste, interessando in maniera particolarmente marcata alcune giurisdizioni, mettono a repentaglio il corretto e omogeneo funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area. Ha quindi deciso, in linea con quanto annunciato nelle riunioni precedenti, di reinvestire con flessibilità, tra classi di attività, tra paesi e nel tempo, i titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP); ha inoltre incaricato i comitati competenti dell'Eurosistema di accelerare il completamento del disegno di un nuovo strumento contro la frammentazione da sottoporre all'esame del Consiglio stesso.

Alla fine di giugno gli acquisti netti di titoli pubblici e privati nell'ambito dell'APP ammontavano a 3.265 miliardi di euro (tav. 4); quelli condotti con il PEPP erano pari lo scorso maggio a 1.696 miliardi.

Figura 11

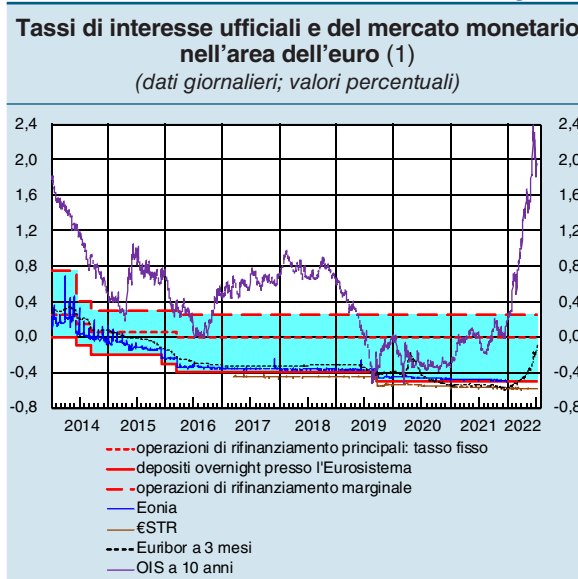


Tavola 4

Titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP e del PEPP (miliardi di euro)					
VOCI	Totale titoli (1)	Titoli privati (1)	Titoli pubblici (1)	di cui: titoli pubblici italiani (2)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (2)
APP					
marzo 2022	3.179	653	2.526	441	397
giugno 2022	3.265	673	2.593	448	403
PEPP (3)					
maggio 2022	1.696	52	1.644	279	250

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (2) Differenza tra i valori a prezzo di acquisto e gli importi nominali rimborsati. – (3) I dati riferiti al PEPP sono pubblicati con frequenza bimestrale.

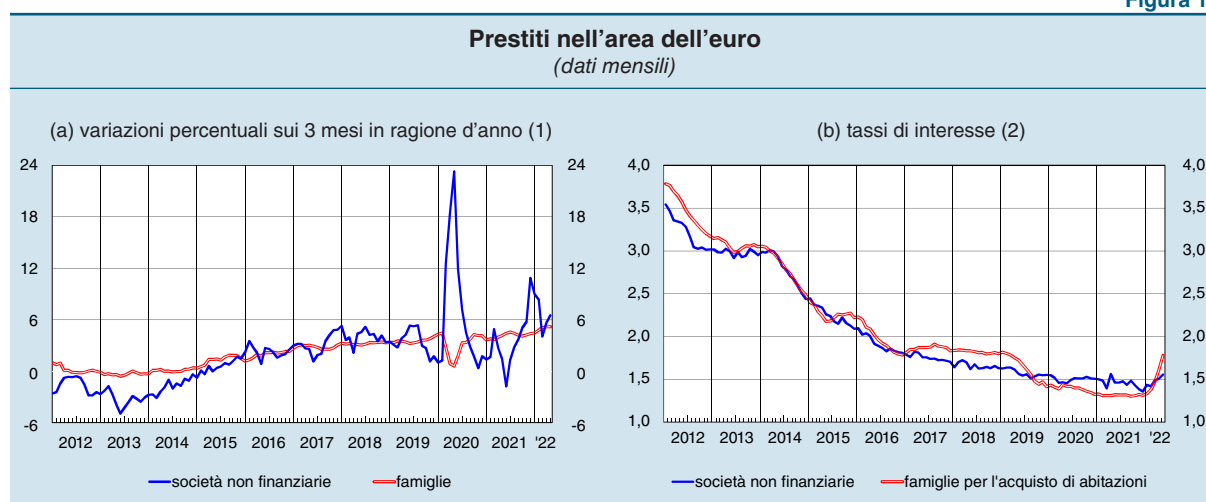
Il totale dei fondi erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), a seguito dei rimborsi volontari effettuati il 29 giugno, è pari a 2.122 miliardi per l'area e a 430 per l'Italia (i prossimi rimborsi volontari per i partecipanti alle TLTRO3 avranno luogo il 28 settembre). Il Consiglio continuerà a monitorare le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle TLTRO3 non ostacoli la regolare trasmissione della sua politica monetaria.

L'espansione del credito bancario rimane solida

In maggio la crescita del credito bancario alle società non finanziarie dell'area, pur attenuandosi, è rimasta sostenuta al 6,5 per cento (dall'8,4 in febbraio, sui tre mesi e in ragione d'anno sulla base di dati destagionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 12.a); la dinamica è stata pronunciata in

Germania e Francia (8,9 e 7,2 per cento, rispettivamente), più contenuta in Italia (3,3; cfr. il par. 2.7) e negativa in Spagna (-1,3). I prestiti alle famiglie hanno continuato a espandersi: in maggio la crescita si è portata al 5,2 per cento nella media dell'area (dal 4,8 in febbraio).

Figura 12



Fonte: BCE.

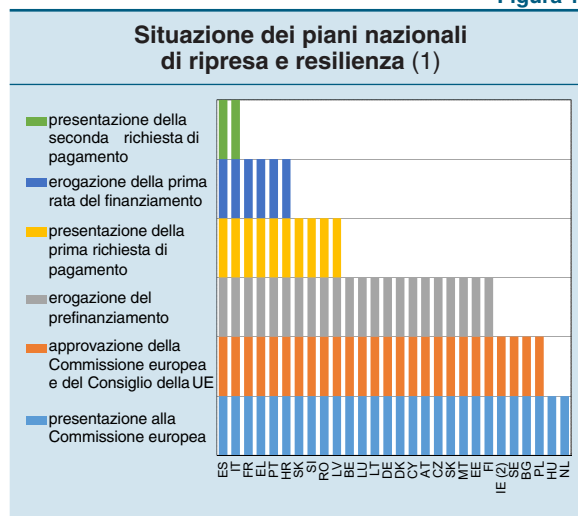
(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati sono depurati dalla componente stagionale. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-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.

Tra febbraio e maggio il tasso di interesse applicato ai nuovi prestiti alle società non finanziarie è salito di poco più di un decimo (all'1,6 per cento), mentre il costo dei nuovi finanziamenti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato di 4 decimi (all'1,8 per cento; fig. 12.b), rimanendo quindi in entrambi i casi su valori storicamente contenuti e ampiamente negativi in termini reali.

La Commissione propone di utilizzare le risorse ancora disponibili del Dispositivo per la ripresa e la resilienza per finanziare REPowerEU

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (il principale strumento del programma *Next Generation EU*) continuano le valutazioni della Commissione europea sul raggiungimento dei traguardi e degli obiettivi contenuti nei piani nazionali. Finora sei paesi hanno ricevuto la prima rata dei fondi previsti: dopo Spagna e Francia (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2022), nel secondo trimestre sono stati erogati 21,0 miliardi all'Italia, 3,6 alla Grecia, 1,2 al Portogallo e 0,7 alla Croazia (fig. 13), di cui quasi la metà sotto forma di sovvenzioni. Spagna e Italia hanno inviato le richieste di pagamento relative alla seconda rata (12 e 21 miliardi, rispettivamente); i Paesi Bassi hanno presentato il proprio piano nazionale di investimenti e riforme.

Figura 13



Fonte: elaborazioni su documenti ufficiali del Consiglio della UE e della Commissione europea.
 (1) Aggiornata all'8 luglio 2022. I paesi sull'asse delle ascisse sono ordinati sulla base della 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) L'Irlanda non ha chiesto il prefinanziamento dei fondi assegnati.

I fondi assegnati nell'ambito del Dispositivo hanno superato i 100 miliardi, dei quali oltre la metà a titolo di prefinanziamento. A questo scopo dall'inizio dell'anno sono stati emessi titoli per quasi 88 miliardi, più di 52 dei quali a lungo termine. Come previsto dal Regolamento della UE che istituisce il Dispositivo, in giugno la Commissione ha aggiornato il calcolo del contributo a fondo perduto massimo erogabile a ciascun paese sulla base dei dati relativi alla variazione del PIL reale nel periodo 2020-21; per l'Italia il valore è rimasto sostanzialmente invariato a circa 69 miliardi.

In maggio la Commissione ha proposto che gli Stati membri includano nei propri piani nazionali di ripresa e resilienza gli interventi volti a raggiungere gli obiettivi legati a *REPowerEU*, il programma per la riduzione della dipendenza energetica dalla Russia e l'accelerazione della transizione verde. Nella proposta della Commissione questi interventi potrebbero essere in larga parte finanziati con le risorse disponibili per prestiti finora non richieste dai paesi membri nell'ambito del Dispositivo (attualmente stimate dalla Commissione in 225 miliardi)⁵.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Durante la primavera le condizioni finanziarie sui mercati internazionali sono peggiorate, rispecchiando da un lato la progressiva normalizzazione delle politiche monetarie in molti paesi avanzati, volta a contenere le pressioni inflazionistiche, dall'altro le tensioni geopolitiche e l'incertezza circa le prospettive del ciclo economico globale. I corsi azionari sono scesi, in particolare negli Stati Uniti. I rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza sono cresciuti e si sono ampliati i differenziali di rendimento fra paesi. L'euro ha continuato a deprezzarsi rispetto al dollaro, riflettendo il più rapido riorientamento della politica monetaria negli Stati Uniti e raggiungendo la parità nella prima metà di luglio.

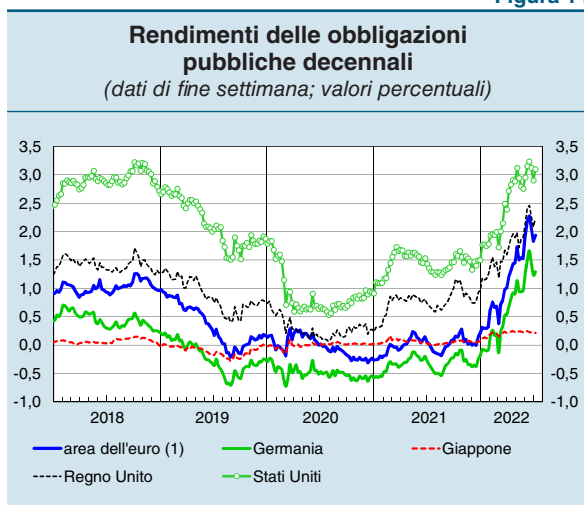
Il rialzo dei tassi a lungo termine si è accompagnato a un aumento dei differenziali fra paesi

I rendimenti dei titoli pubblici decennali delle maggiori economie avanzate hanno continuato a salire nel secondo trimestre, riflettendo l'orientamento restrittivo della politica monetaria di quasi tutte le principali banche centrali (fig. 14). Il rendimento dei titoli giapponesi è invece rimasto stabile nell'intervallo obiettivo, fissato dalla banca centrale intorno allo zero per cento nell'ambito delle misure espansive di politica monetaria. I differenziali di rendimento tra i vari

paesi dell'area dell'euro e la Germania sono cresciuti ulteriormente rispetto all'inizio di aprile, riducendosi parzialmente dalla metà di giugno (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dello spread sui titoli di Stato decennali italiani* del capitolo 2).

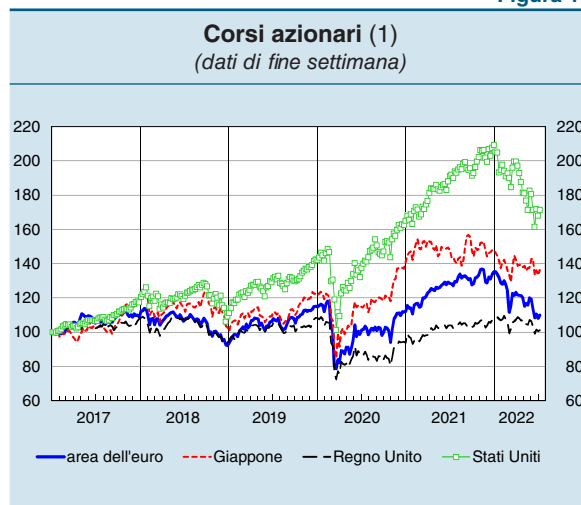
⁵ La Commissione propone che gli Stati membri che non hanno ancora richiesto i prestiti possano farlo entro 30 giorni dall'entrata in vigore delle modifiche al regolamento del Dispositivo connesse con *REPowerEU*; oltre questo termine i prestiti non assegnati sarebbero messi a disposizione di tutti gli Stati membri (cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR: risultati raggiunti e scadenze nel 2022* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2021).

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2019; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 15



Fonte: Refinitiv.
(1) 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: 1ª settimana gen. 2017=100.

È proseguito il calo degli indici azionari ed è aumentata la volatilità sui titoli di Stato

I corsi azionari hanno subito nuovi cali nelle principali economie avanzate. I ribassi sono stati particolarmente marcati negli Stati Uniti, dove l'indice Standard &

Poor's 500, che rimane comunque su livelli elevati dopo il prolungato aumento dal secondo trimestre del 2020, è sceso di circa il 15 per cento dall'inizio di aprile, risentendo dell'accelerazione nella normalizzazione della politica monetaria e dei timori di un significativo rallentamento della crescita economica (fig. 15). In occasione delle ultime decisioni di politica monetaria, la volatilità sui titoli di Stato, che era tornata a scendere nella seconda metà di maggio, è balzata su livelli analoghi o superiori a quelli raggiunti allo scoppio della pandemia negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (fig. 16).

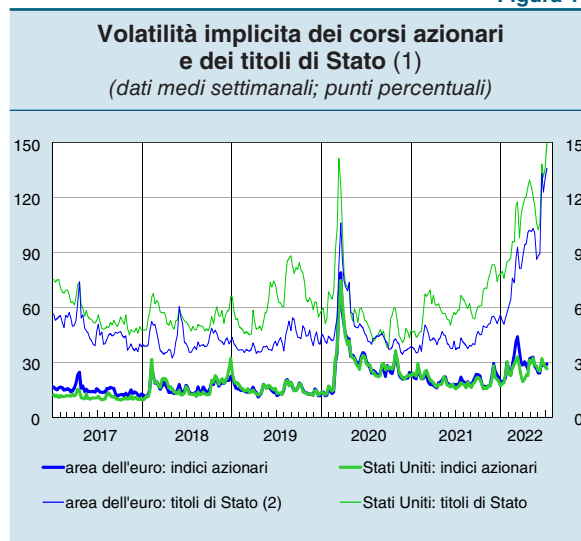
Il tasso di cambio euro-dollaro ha raggiunto la parità

L'euro ha continuato a deprezzarsi rispetto al dollaro, riflettendo la politica monetaria relativamente più restrittiva negli Stati Uniti; il cambio ha raggiunto la parità lo scorso 12 luglio, segnando il minimo dalla

fine del 2002 (fig. 17). Il deprezzamento del tasso di cambio nominale effettivo è stato molto meno marcato (3,3 per cento dall'inizio di aprile, contro 9,1 del cambio bilaterale con il dollaro).

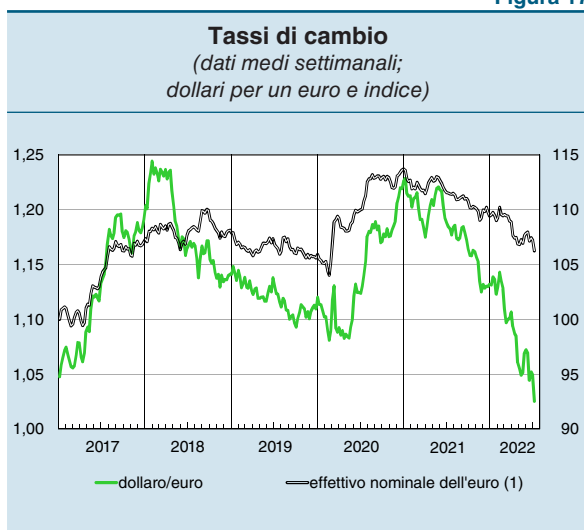
Tra gli operatori non commerciali prevalgono le posizioni corte in euro, che segnalano prospettive di ulteriore indebolimento della moneta unica sul dollaro (fig. 18); il costo per assicurarsi contro un forte deprezzamento dell'euro verso la valuta statunitense è rimasto maggiore di quello per l'evento opposto.

Figura 16



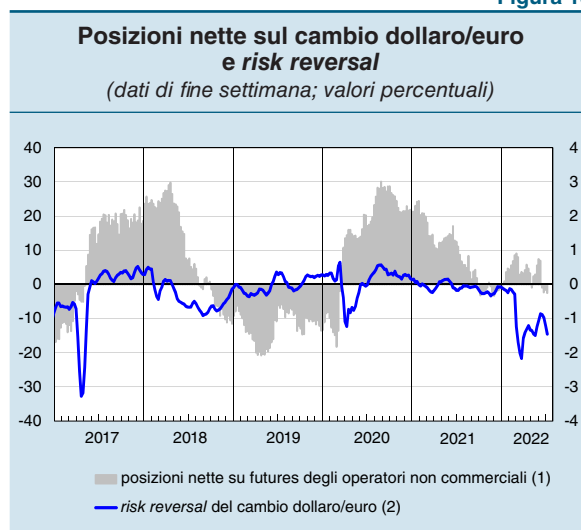
Fonte: Refinitiv.
(1) Indici azionari: VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti (indicatore MOVE). - (2) Scala di destra.

Figura 17



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.
(1) Indice: 1^a settimana gen. 2017=100. Scala di destra. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro.

Figura 18



Fonte: BCE, Bloomberg e Refinitiv.
(1) Differenza tra le posizioni lunghe e quelle corte in euro degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere. – (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).

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

In Italia il PIL, dopo essere cresciuto appena nel primo trimestre, avrebbe accelerato in primavera, evidenziando una complessiva tenuta a fronte dell'elevata incertezza sugli sviluppi dell'invasione dell'Ucraina, delle persistenti difficoltà di approvvigionamento e dei forti rincari dei beni energetici e alimentari. Il prodotto sarebbe stato sostenuto dall'aumento dei consumi e, pur con un rallentamento rispetto ai tre mesi precedenti, degli investimenti e delle esportazioni.

Il PIL è marginalmente aumentato nel primo trimestre...

Nel primo trimestre il PIL è di poco cresciuto (0,1 per cento nel confronto con il periodo precedente, da 0,7 nel quarto trimestre; fig. 19 e tav. 5), raggiungendo il livello segnato prima della pandemia.

Il marcato incremento degli investimenti, sia in impianti e macchinari sia in costruzioni, ha compen-

Figura 19

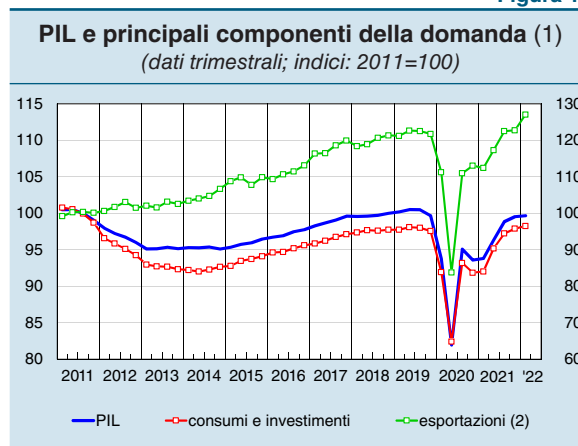


Tavola 5

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

VOCI	2021	2021			2022
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
PIL	6,6	2,7	2,6	0,7	0,1
Importazioni di beni e servizi	14,2	3,1	2,7	4,4	4,3
Domanda nazionale (2)	6,6	2,3	2,1	1,9	0,4
Consumi nazionali	4,0	3,6	2,1	0,1	-0,6
spesa delle famiglie (3)	5,2	5,0	2,8	0,0	-0,8
spesa delle Amministrazioni pubbliche	0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,2
Investimenti fissi lordi	17,0	2,8	2,5	3,1	3,9
costruzioni	22,3	3,8	3,4	4,2	5,5
beni strumentali (4)	12,6	1,9	1,7	2,2	2,4
Variazione delle scorte (5)	0,2	-1,1	-0,1	1,2	0,0
Esportazioni di beni e servizi	13,3	4,4	4,4	0,2	3,5
Esportazioni nette (6)	0,2	0,5	0,6	-1,1	-0,3

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; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali. – (6) Differenza tra esportazioni e importazioni; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

sato il contributo negativo dei consumi delle famiglie e, nonostante il deciso aumento delle esportazioni (cfr. il par. 2.4), della domanda estera netta. Si è annullato l'apporto della variazione delle scorte. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto ha accelerato nel comparto edile mentre è tornato a ridursi sia nell'industria in senso stretto sia, in misura marginale, nei servizi.

...e avrebbe segnato una crescita più robusta nel secondo...

L'attività avrebbe accelerato nel secondo trimestre, nonostante l'incremento dei costi energetici e le persistenti difficoltà nell'approvvigionamento di input intermedi. Sulla base della proiezione centrale dei modelli utilizzati dalla Banca d'Italia, si stima che il PIL abbia registrato un aumento di circa mezzo punto percentuale sul periodo precedente. In particolare, il comparto dei servizi – il cui indice PMI in giugno si è mantenuto su livelli superiori a quelli dell'inizio dell'anno – avrebbe tratto beneficio dal miglioramento del quadro sanitario, che ha reso possibile la graduale eliminazione delle misure di contrasto alla diffusione dell'epidemia e la forte ripresa delle attività turistico-ricreative e dei trasporti. Alla dinamica del prodotto avrebbero anche contribuito il ritorno alla crescita del valore aggiunto nella manifattura e, con un apporto più contenuto, l'ulteriore espansione nelle costruzioni (cfr. il par. 2.2). Nel corso del secondo trimestre l'indicatore Ita-coin si è progressivamente indebolito, in linea con i segnali provenienti dal settore manifatturiero, rimanendo tuttavia in media su valori appena positivi (fig. 20).

...sostenuta soprattutto dal recupero dei consumi

Dal lato della domanda, la crescita sarebbe sospinta dall'incremento dei consumi e, in misura minore, degli investimenti e delle esportazioni, che tuttavia rallenterebbero rispetto al primo trimestre. Proseguirebbe l'aumento delle importazioni.

2.2 LE IMPRESE

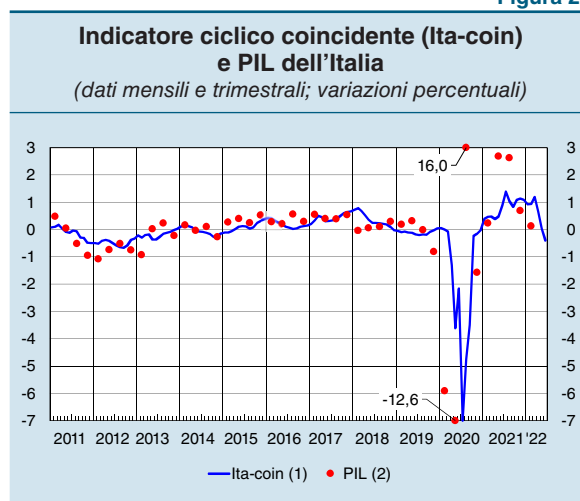
Sulla base di nostre stime, nella media del secondo trimestre la produzione industriale è tornata a espandersi. L'attività nel terziario è cresciuta, anche a seguito della riduzione delle misure di contenimento della pandemia. Dopo il netto rialzo osservato all'inizio dell'anno, secondo le imprese la crescita degli investimenti proseguirà nel 2022. Le prospettive del mercato immobiliare si sono attenuate nei mesi primaverili risentendo della guerra e dei rincari energetici, che frenano le intenzioni di acquisto delle famiglie.

Nel secondo trimestre la produzione industriale sarebbe tornata a crescere

Nel complesso del secondo trimestre la produzione industriale sarebbe cresciuta di circa l'1,5 per cento (da -0,7 nel primo; fig. 21), pur risultando in diminuzione a partire da maggio. Segnali coerenti con questi andamenti emergono dagli indicatori ad alta frequenza, quali il traffico autostradale, i consumi elettrici e quelli di gas a uso industriale (sebbene questi ultimi siano

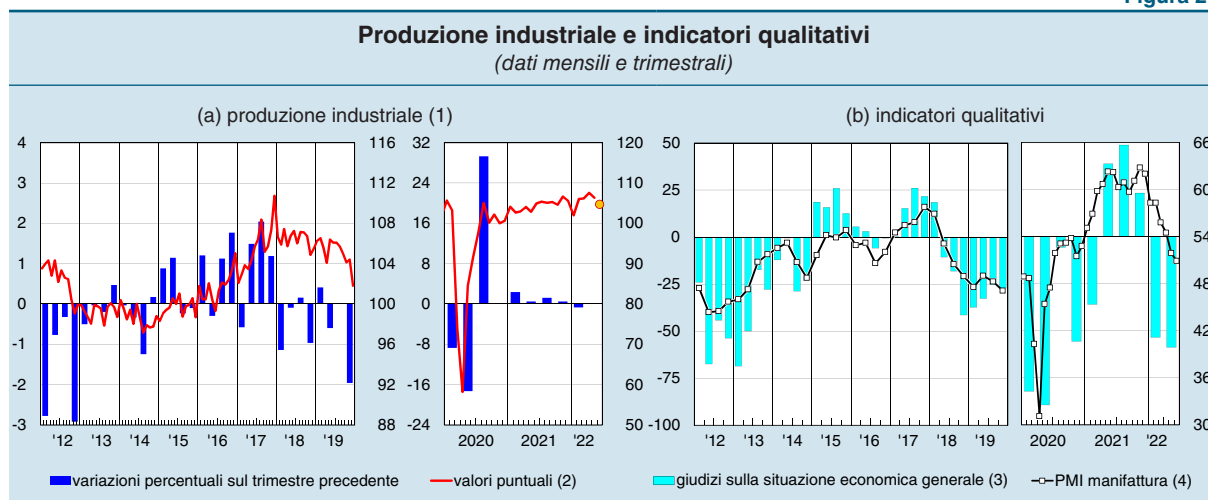
difficilmente comparabili con quelli di un anno prima a seguito dell'eccezionale rialzo dei prezzi; fig. 22).

Figura 20



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 \(Ita-coin\)](#). Da novembre del 2019 il campione di dati utilizzato per la stima di Ita-coin è stato ampliato con nuove informazioni relative ai servizi, che hanno comportato la revisione del profilo dell'indicatore. - (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.



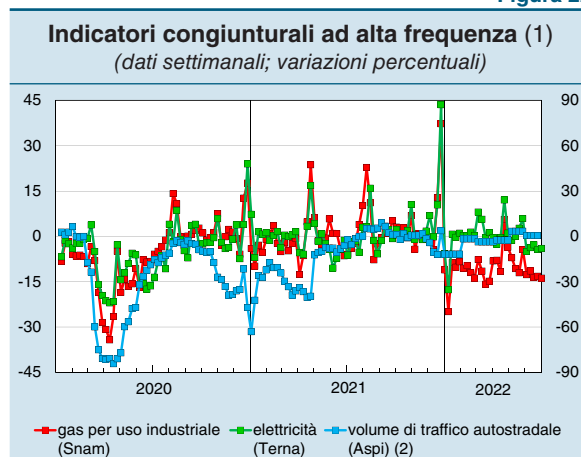
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Markit e Terna.

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Per esigenze grafiche i dati successivi al 2020 sono rappresentati su scale diverse rispetto a quelle usate per gli anni precedenti. – (2) Dati mensili. Indice: 2015=100. Il punto giallo rappresenta la previsione del dato di giugno 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, 11 luglio 2022). – (4) Dati trimestrali medi (a sinistra) e dati mensili (a destra). 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.

La dinamica degli investimenti perde slancio

Nel primo trimestre la spesa per investimenti ha ulteriormente accelerato (al 3,9 per cento sul periodo precedente, dal 3,1 nel quarto), sospinta sia da quella in impianti e macchinari sia, in misura più accentuata, dagli investimenti in costruzioni. Gli indicatori più recenti ne segnalano tuttavia un rallentamento nel corso della primavera, più netto per gli acquisti di macchinari. Sulla base delle elaborazioni sui dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea), nel bimestre aprile-maggio il valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei veicoli industriali e dei beni strumentali è diminuito. Da febbraio la fiducia delle imprese manifatturiere produttrici di beni strumentali ha risentito dell'indebolimento delle prospettive economiche e dell'incertezza legata alla prosecuzione della guerra in Ucraina, indicando nel secondo trimestre un peggioramento delle attese riguardo agli ordini e alla produzione.

Figura 22



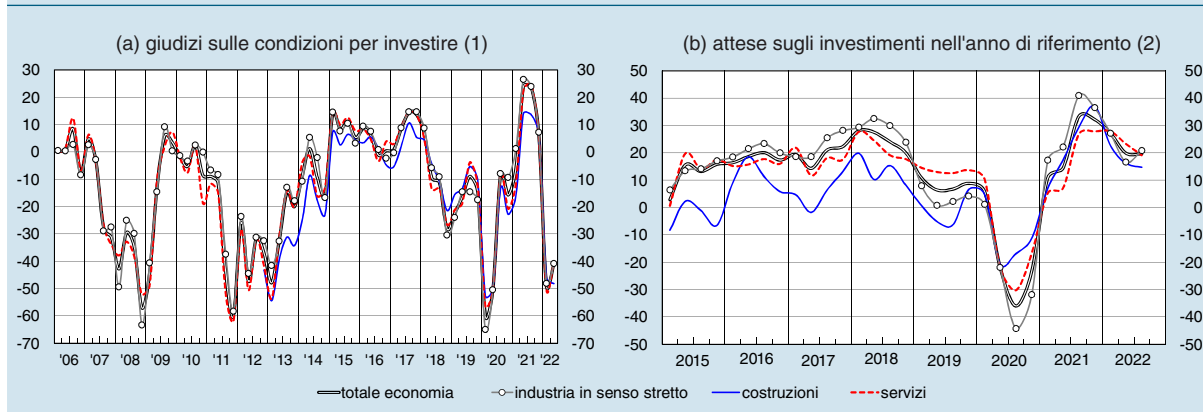
Fonte: elaborazioni su dati Autostrade per l'Italia (Aspi), Snam e Terna.

(1) Variazioni rispetto alla stessa settimana dell'anno precedente. A partire dalla 9ª settimana del 2021 le variazioni sono calcolate usando come anno base il 2019, a causa degli andamenti anomali generati dalla pandemia nelle corrispondenti settimane del 2020. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile 2020, del 4 aprile 2021 e del 17 aprile 2022 risentono della ricorrenza delle festività di Pasqua; quelle relative all'ultima settimana del 2021 riflettono un maggior numero di giornate lavorative nel 2021 rispetto all'anno di riferimento (2019) in corrispondenza delle festività natalizie. – (2) Scala di destra.

Nelle valutazioni delle aziende intervistate fra maggio e giugno nelle inchieste della Banca d'Italia¹, il pessimismo sulle condizioni per investire si è di poco attenuato, dopo il netto peggioramento segnato nella rilevazione precedente (fig. 23). Ciò nonostante, le imprese che prefigurano un'espansione degli

¹ L'indagine trimestrale è condotta presso un campione di circa 1.500 imprese con almeno 50 addetti attive nell'industria in senso stretto, nei servizi e nelle costruzioni. Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 11 luglio 2022.

Giudizi sulle condizioni per investire e attese della spesa per investimenti (dati trimestrali; punti percentuali)



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 11 luglio 2022.

(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.

investimenti per l'anno in corso continuano a prevalere su quelle che se ne attendono la riduzione, in misura simile nell'industria in senso stretto e nei servizi. La spesa per investimenti in costruzioni continua a beneficiare dei provvedimenti governativi di sostegno al comparto.

Gli indicatori qualitativi sulle imprese mostrano andamenti eterogenei

Gli sviluppi del conflitto hanno comportato un peggioramento delle valutazioni espresse dalle imprese industriali nel secondo trimestre, come segnalato sia dal clima di fiducia dell'Istat sia dall'indice PMI del settore; quest'ultimo resta tuttavia coerente con una crescita dell'attività. Nei servizi gli indicatori qualitativi sono invece significativamente migliorati in primavera, rafforzandosi in particolare nel turismo e nei trasporti, che hanno beneficiato maggiormente della rimozione delle misure di contenimento della pandemia; la crescita delle attività turistiche e ricreative trova conferma anche nei dati di consumo di fonte Confcommercio. Rimane invece su livelli storicamente elevati la fiducia delle imprese di costruzione, come anche la produzione edile, che tuttavia avrebbe rallentato nel secondo trimestre dopo il balzo segnato nei primi tre mesi dell'anno.

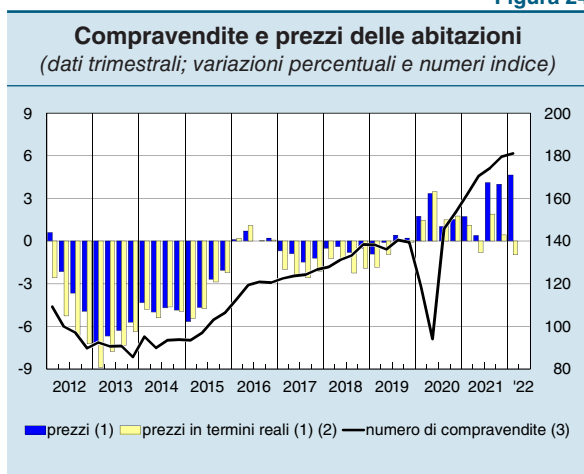
Con l'avvio del conflitto in Ucraina è emerso anche nelle inchieste della Banca d'Italia un forte deterioramento dei giudizi delle aziende sulla propria situazione operativa. Nel secondo trimestre circa tre quarti delle imprese manifatturiere e poco meno della metà di quelle del terziario indicano difficoltà di approvvigionamento di materie prime e input intermedi². Nell'industria quasi due terzi delle aziende sono inoltre ostacolate nella propria attività dai rincari energetici. Nelle valutazioni prospettiche delle imprese la domanda continuerebbe tuttavia ad avere un andamento favorevole nel terzo trimestre, soprattutto nei servizi.

Le prospettive del mercato immobiliare si indeboliscono

Nei primi tre mesi dell'anno è continuata l'espansione delle compravendite nell'edilizia residenziale (0,9 per cento sul periodo precedente; fig. 24), in corso dalla metà del 2020. I prezzi delle case sono saliti del 4,6 per cento nel primo

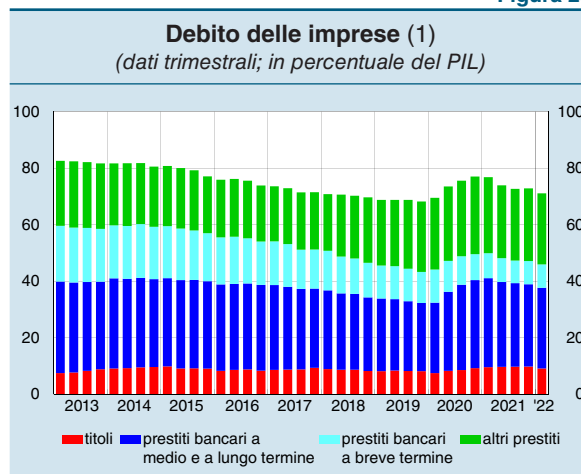
² Secondo l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), condotta dalla Banca d'Italia tra febbraio e maggio di quest'anno, nel periodo tra settembre 2021 e maggio 2022, oltre un terzo delle imprese dell'industria in senso stretto ha riscontrato problemi di approvvigionamento di semiconduttori o componenti elettroniche e circa il 60 per cento ha segnalato difficoltà di reperimento di altri input intermedi; nel terziario le difficoltà di approvvigionamento di input produttivi hanno riguardato più del 40 per cento delle aziende.

Figura 24



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 25



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

trimestre in termini tendenziali (dal 4,0 nel quarto trimestre dello scorso anno), riflettendo aumenti per le abitazioni di nuova costruzione e per quelle già esistenti; il rialzo è tuttavia inferiore a quello registrato nella media dell'area dell'euro, di circa il 10 per cento. Dal *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto presso gli agenti immobiliari tra aprile e maggio, emergono indicazioni di un ulteriore rialzo dei prezzi delle abitazioni, in un contesto di domanda ancora sostenuta. Al contempo le prospettive per il secondo trimestre sono peggiorate, con riferimento sia al proprio mercato, sia a quello nazionale; vi pesano la guerra e i rincari dei beni energetici che frenano le intenzioni di acquisto delle famiglie, divenute più attente non solo al prezzo crescente di vendita degli immobili, ma anche alla loro efficienza energetica e allo stato di manutenzione. Segnali di rallentamento del mercato provengono inoltre da evidenze desunte dagli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it relativi ai mesi di aprile e maggio. L'incremento dei tassi dei mutui (cfr. il par. 2.7) contribuirebbe a frenare la domanda nei prossimi trimestri.

Il debito delle imprese è ancora diminuito

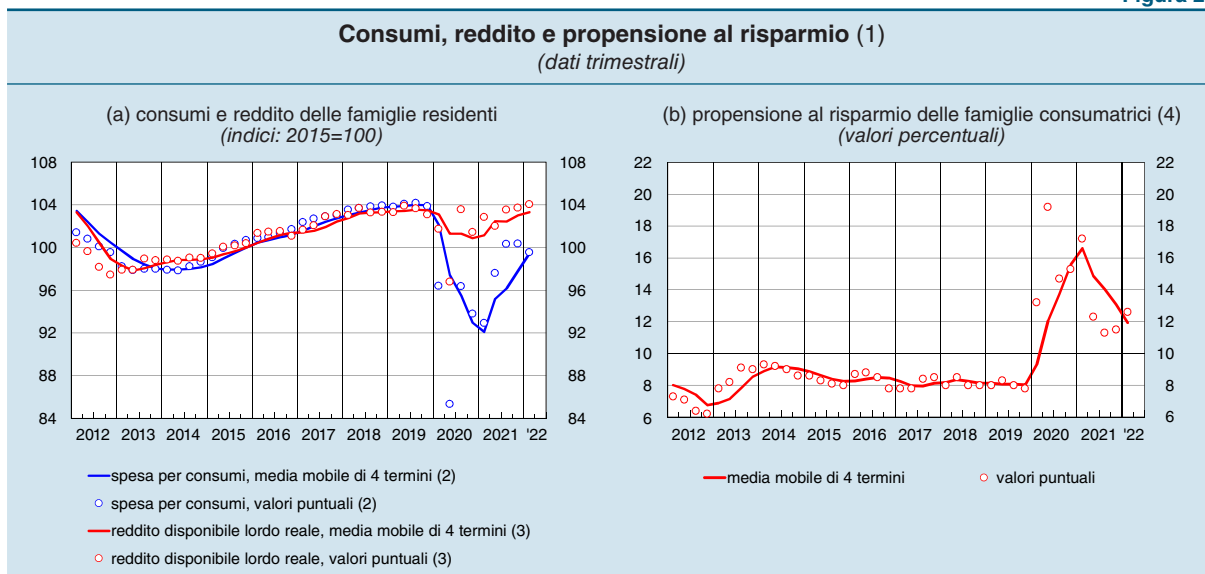
Nel primo trimestre il debito delle società non finanziarie italiane ha continuato a diminuire, al 71,1 per cento del PIL (fig. 25; 110 per cento nell'area dell'euro). La liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti permane su livelli storicamente elevati.

2.3 LE FAMIGLIE

Dopo il calo nel primo trimestre, la spesa delle famiglie sarebbe tornata a crescere nel secondo, sostenuta dal lieve aumento del potere d'acquisto. Vi avrebbe contribuito soprattutto il rialzo della spesa per servizi turistici e ricreativi. La propensione al risparmio è rimasta elevata.

Alla flessione dei consumi nel primo trimestre...

Nel primo trimestre la spesa delle famiglie è scesa (fig. 26.a), frenata dal calo degli acquisti di beni non durevoli e di servizi. I consumi totali di beni si sono mantenuti poco al di sopra dei livelli pre-pandemici, mentre per i servizi il divario negativo si è ampliato, a oltre il 9 per cento. Nello stesso periodo il reddito disponibile delle famiglie in termini reali è leggermente aumentato sui tre mesi precedenti; la propensione al risparmio si è mantenuta superiore ai valori antecedenti l'emergenza sanitaria (al 12,6 per cento; fig. 26.b).



...sarebbe seguita una ripresa nel secondo, trainata dai servizi

La spesa sarebbe tornata a crescere moderatamente nel secondo trimestre, come segnalato dai dati ad alta frequenza su prelievi e pagamenti elettronici, aumentati in maggio dopo la stazionarietà in aprile (fig. 27). Anche l'indicatore dei consumi diffuso da Confcommercio ha segnato un lieve incremento nella media

Figura 27

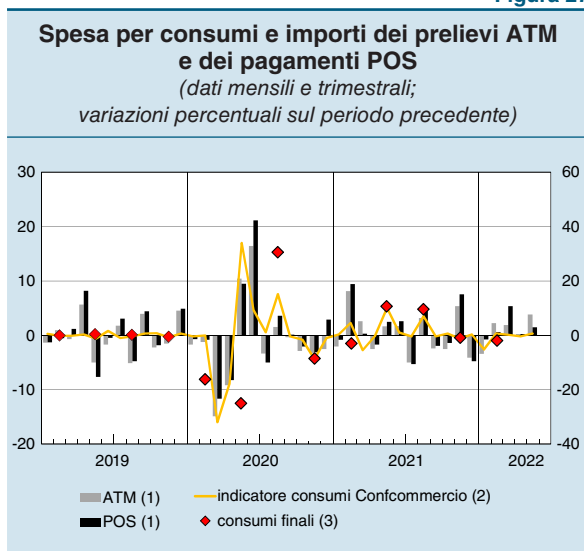
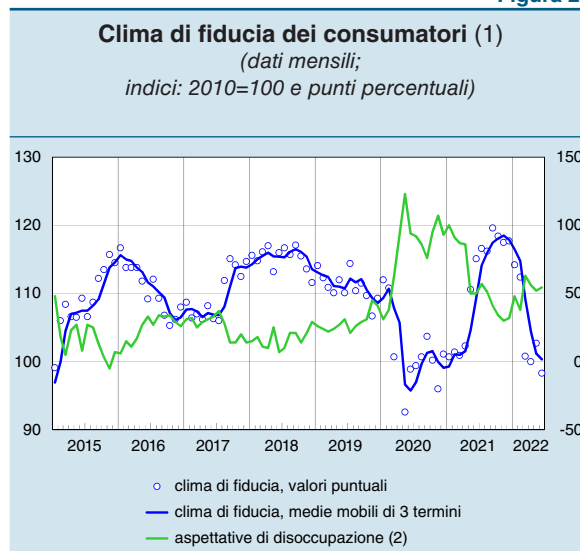


Figura 28



del bimestre aprile-maggio. La spesa per servizi ha beneficiato della rimozione delle restrizioni alla mobilità e agli eventi sociali, come si desume dal miglioramento dell'indice di mobilità elaborato da Google relativo alle visite a negozi e allo svolgimento di attività ricreative. Nel complesso del trimestre il clima di fiducia dei consumatori è rimasto su valori bassi dopo la forte diminuzione conseguente all'invasione dell'Ucraina (fig. 28); registra tuttavia una flessione meno accentuata nelle valutazioni sulla condizione economica personale. Sulle famiglie continuano a incidere negativamente i rincari energetici, soprattutto su quelle meno abbienti; le misure a sostegno varate dal Governo ne hanno in parte mitigato l'impatto (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi dell'inflazione e delle misure governative per contrastarla*).

GLI EFFETTI DISTRIBUTIVI DELL'INFLAZIONE E DELLE MISURE GOVERNATIVE PER CONTRASTARLA

Dalla metà del 2021 l'inflazione al consumo in Italia – come nel resto dell'area dell'euro – è fortemente aumentata, sospinta dal rialzo dei prezzi dei beni energetici, che si è gradualmente esteso ai prodotti alimentari e ai servizi. Lo scorso giugno l'inflazione ha superato l'8 per cento; sulla base delle nostre stime, resterebbe elevata anche nella seconda metà del 2022 (cfr. il par. 2.10).

La conseguente erosione del potere d'acquisto delle famiglie è stata mitigata da una serie di misure introdotte dal Governo¹. La riduzione delle tariffe, il bonus sociale per le utenze elettriche e del gas² e il taglio temporaneo delle accise sui carburanti hanno un effetto diretto sull'indice dei prezzi; si può stimare che complessivamente riducano il tasso di inflazione per circa 2 punti percentuali nel secondo e nel terzo trimestre e per circa 1,5 punti nella media del 2022. Il bonus una tantum di 200 euro, previsto dal DL 50/2022, intende invece sostenere il reddito disponibile delle famiglie per aumentarne la capacità di fare fronte ai rincari.

L'impatto dello shock inflazionistico e quello delle misure adottate dal Governo per contrastarlo non sono omogenei tra le famiglie³. È possibile valutare questi effetti distributivi mediante il modello di microsimulazione della Banca d'Italia (*Bank of Italy Microsimulation*, BIMic)⁴ che, integrando le informazioni sui redditi e sulla ricchezza con quelle sui consumi e sui prezzi, osservati e attesi⁵, consente di tenere conto, da un lato, dell'eterogeneità dei nuclei familiari

¹ Per le misure deliberate fino allo scorso marzo, cfr. *Bollettino economico*, 2, 2022; per quelle successive, cfr. il par. 2.9.

² Il bonus sociale per le utenze elettriche e del gas, precedentemente erogato su domanda, dal 1° gennaio 2021 è attribuito in via automatica per dodici mesi alle famiglie che presentano una Dichiarazione sostitutiva unica da cui risulta un ISEE inferiore a 8.265 euro. Il conseguente ampliamento della platea dei beneficiari effettivi del bonus – che si consoliderà ulteriormente visto l'incremento degli importi del bonus stesso, deciso per fare fronte ai rincari energetici, e l'innalzamento della soglia dell'ISEE a 12.000 euro dal 1° aprile al 31 dicembre di quest'anno – ha indotto l'Istat a includere il bonus direttamente nel calcolo degli indici del costo della vita a decorrere dallo scorso aprile.

³ Lo shock inflazionistico è identificato come la differenza tra l'inflazione per il 2022 prevista in questo Bollettino, che riflette anche le misure adottate finora dal Governo, e quella attesa un anno fa (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2021).

⁴ Le caratteristiche demografiche, i redditi e la ricchezza delle famiglie in BIMic derivano dall'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) per il 2016 svolta dalla Banca d'Italia; quelle sui consumi sono attribuite mediante un *matching* statistico con l'*Indagine sulle spese delle famiglie* dell'Istat riferita allo stesso anno. I redditi e i patrimoni sono stati inflazionati in base a statistiche ufficiali aggregate per il periodo 2017-2021 e alle previsioni contenute nel recente *Documento di economia e finanza 2022*. I redditi disponibili, ossia al netto delle imposte e inclusivi dei trasferimenti monetari, sono calcolati secondo la legislazione vigente per il 2022. Per una descrizione del modello, cfr. N. Curci, M. Savegnago e M. Cioffi, *BIMic: the Bank of Italy microsimulation model for the Italian tax and benefit system*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 394, 2017. Per dettagli sul *matching* statistico tra le due indagini campionarie citate, cfr. N. Curci, G. Grasso, P. Recchia e M. Savegnago, *Anti-poverty measures in Italy: a microsimulation analysis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1298, 2020.

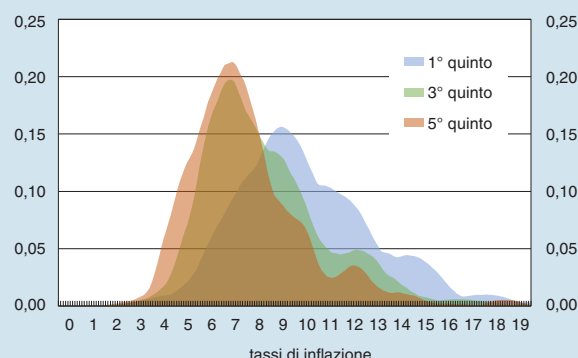
⁵ Si utilizza l'inflazione effettivamente realizzata per il periodo fino al 2021 e quella attesa per il 2022, sulla base dei dati fino a giugno, in linea con le previsioni contenute in questo Bollettino.

rispetto alla composizione dei loro panieri di consumo e, dall'altro, della diversa intensità dello shock tra le varie categorie di beni e servizi⁶. L'analisi è condotta assumendo l'invarianza nelle scelte di consumo, ipotesi realistica nel breve termine quando le abitudini non mutano (purché non vi siano vincoli di bilancio stringenti); pertanto, la variazione nominale della spesa riflette esclusivamente il rialzo dei prezzi.

L'inflazione attesa oggi per il 2022 mostra un'elevata eterogeneità per quinti di reddito disponibile equivalente (figura A)⁷. Per il quinto di reddito più basso è mediamente più alta che per i quinti superiori, con una dispersione più ampia intorno alle rispettive medie: i beni i cui prezzi stanno salendo più rapidamente (energetici e alimentari) hanno infatti una maggiore rilevanza nel paniere dei nuclei meno abbienti.

Figura A

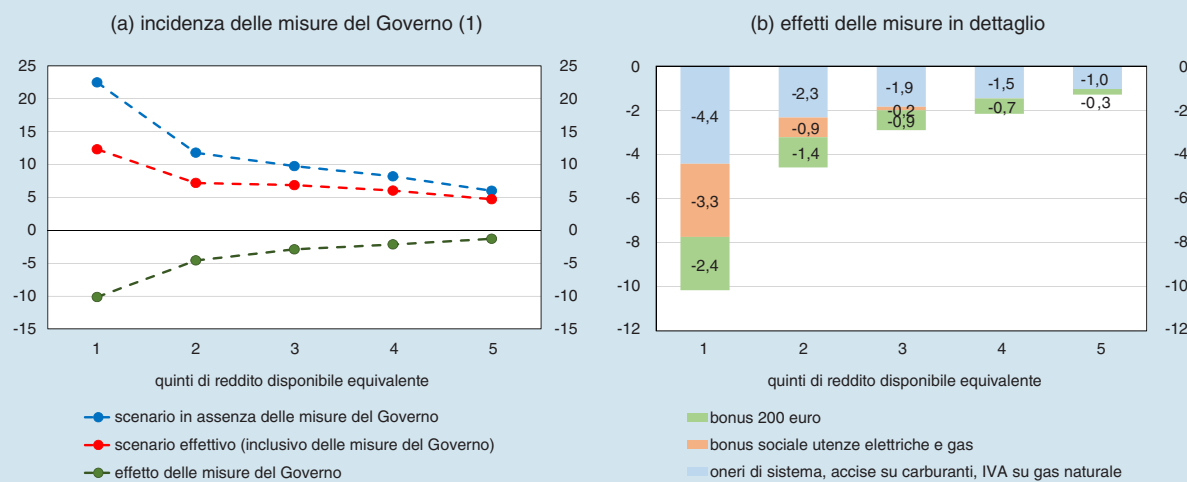
Distribuzione dei tassi di inflazione per quinti di reddito disponibile equivalente
(densità di probabilità, stima kernel)



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

Figura B

Effetti distributivi delle misure del Governo per quinti di reddito equivalente
(valori percentuali)



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

(1) L'incidenza media dello shock inflazionistico per quinti di reddito equivalente è ottenuta rapportando al reddito disponibile familiare in assenza di shock: (a) la differenza tra la spesa in assenza di misure del Governo e la spesa in assenza di shock, per l'incidenza ipotetica; (b) la differenza tra la spesa effettiva dopo lo shock e quella in assenza di shock, per l'incidenza effettiva.

⁶ N. Curci, M. Savegnago, G. Zevi e R. Zizza, *Effetti distributivi dell'inflazione e delle misure governative nel 2021-22*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

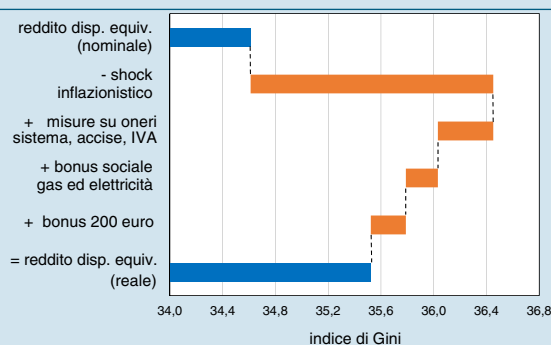
⁷ Per confrontare famiglie con caratteristiche demografiche diverse, il reddito disponibile di ciascuna di esse è reso equivalente applicando la scala di equivalenza modificata dell'OCSE, che attribuisce un peso 1 al primo adulto della famiglia, 0,5 a ogni componente di età superiore ai 14 anni e 0,3 agli altri componenti.

La diversa composizione del paniere e la maggiore propensione al consumo delle fasce di popolazione meno abbienti fanno sì che l'incidenza dello shock inflazionistico risulti più alta per le famiglie con reddito più basso. Senza le misure del Governo, i rincari avrebbero assorbito oltre il 20 per cento del reddito disponibile per i nuclei nel primo quinto e circa il 6 per cento per quelli nell'ultimo quinto; tenendo conto dei provvedimenti governativi, l'effetto scende a circa il 12 per cento per i primi e a quasi il 5 per cento per i secondi (figura B, pannello a). Un contributo rilevante alla riduzione della regressività dello shock deriva dal rafforzamento del bonus sociale che, essendo riconosciuto sulla base dell'ISEE (un indicatore della condizione familiare complessiva), è stato indirizzato esclusivamente alle famiglie meno abbienti; le altre misure hanno avuto un effetto relativamente più uniforme (figura B, pannello b).

Lo shock inflazionistico avrebbe causato un aumento dell'indice di Gini relativo al potere d'acquisto delle famiglie di oltre 1,8 punti percentuali, di cui circa metà sono annullati dagli interventi del Governo (figura C): tra questi il bonus sociale appare il più efficiente nel contenere il rialzo della disuguaglianza, alla luce del suo limitato impatto sulla finanza pubblica (cfr. il par. 2.9).

Figura C

Diseguaglianza del potere d'acquisto delle famiglie prima e dopo lo shock (valori percentuali)



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

Il debito delle famiglie si è ridotto

Nel primo trimestre il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è lievemente

sceso rispetto al periodo precedente, al 64,2 per cento (fig. 29), portandosi su un valore sempre nettamente inferiore a quello medio dell'area (97,7). L'incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) è stabile al 10,3 per cento. In rapporto al PIL il debito delle famiglie è diminuito al 43,2 per cento (59,4 nell'area dell'euro).

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

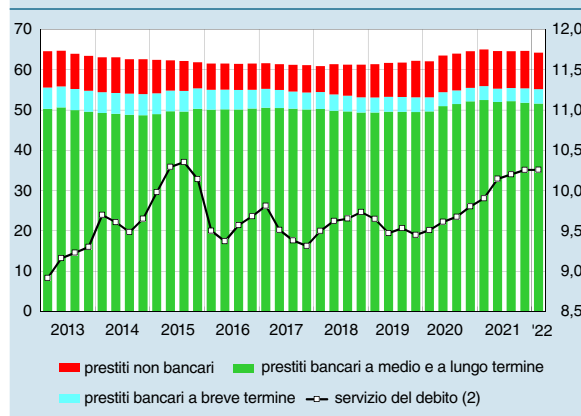
Nel primo trimestre le esportazioni sono aumentate significativamente, sospinte dalla componente dei beni; le importazioni sono cresciute in misura ancora più accentuata, attivate dal tasso sostenuto di accumulazione del capitale delle imprese italiane.

Il saldo di conto corrente è diventato negativo, soprattutto a causa del peggioramento della bilancia energetica. Gli investitori esteri hanno in parte ridotto la loro esposizione in titoli pubblici e bancari italiani, in un contesto di significativa volatilità sui mercati finanziari globali. La posizione creditoria netta sull'estero del Paese, pur in calo rispetto alla fine del 2021, si conferma solida.

Figura 29

Debito delle famiglie (1)

(dati trimestrali; in percentuale del reddito disponibile lordo)



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

(1) Per il debito, consistenze di fine trimestre; per il reddito, flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati. - (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.

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

VOCI	2021	2021			2022
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Esportazioni	13,3	4,4	4,4	0,2	3,5
Beni	13,1	4,0	0,3	0,0	4,3
sui mercati dell'area dell'euro	14,1	3,2	1,0	2,0	2,6
sui mercati esterni all'area (2)	12,4	4,7	-0,2	-1,5	5,5
Servizi	14,3	6,5	30,1	1,3	0,2
Importazioni	14,2	3,1	2,7	4,4	4,3
Beni	14,1	2,7	2,6	3,4	5,0
dai mercati dell'area dell'euro	15,2	0,9	1,6	2,5	3,6
dai mercati esterni all'area (2)	13,1	4,4	3,4	4,1	6,1
Servizi	14,8	4,8	3,3	8,5	2,0

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.

Le esportazioni di beni sono tornate a crescere in modo deciso nel primo trimestre...

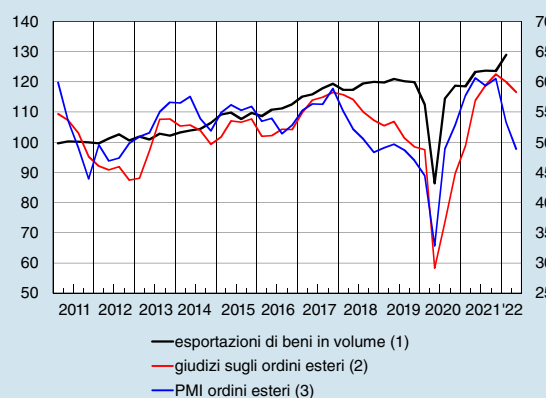
All'inizio del 2022 le esportazioni hanno ripreso a crescere in misura consistente, trainate dalla componente dei beni, a fronte della stabilità dei servizi (tav. 6). Le vendite estere di beni sono infatti aumentate del 4,3 per cento, dopo due trimestri di stagnazione, con un incremento che ha interessato tutti i principali partner commerciali e che è stato particolarmente pronunciato verso quelli esterni all'area dell'euro. A livello settoriale i maggiori contributi sono provenuti dalla farmaceutica, dai metalli di base e dai mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli.

Sempre nel primo trimestre le importazioni complessive sono ancora cresciute (del 4,3 per cento). Quelle di beni hanno accelerato al 5,0 per cento, stimolate dalla dinamica pronunciata degli investimenti fissi lordi (cfr. il par. 2.1), che costituiscono la componente della domanda interna a più elevato contenuto di beni stranieri. Le importazioni di servizi hanno invece rallentato. La crescita dei prezzi all'importazione si conferma molto sostenuta e più accentuata rispetto a quella dei prezzi alla produzione dei beni venduti sui mercati esteri.

...e le vendite sui mercati extra UE sono aumentate in aprile e maggio

Secondo nostre stime, in aprile le esportazioni di beni in volume sono rimaste invariate nel confronto con la media del primo trimestre del 2022, grazie alla dinamica positiva delle vendite

Figura 30

Valutazioni sugli ordini esteri da parte delle imprese manifatturiere
(dati trimestrali)


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) Indici di diffusione, medie trimestrali. L'indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Dati destagionalizzati. Scala di destra.

nei paesi non appartenenti alla UE, la cui crescita è proseguita in maggio.

Nel corso del secondo trimestre l'indicatore sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere rilevato dall'Istat è tuttavia diminuito (fig. 30), così come l'indice PMI, che si è portato al di sotto della soglia compatibile con un'espansione delle vendite, in un contesto caratterizzato da forte incertezza per il perdurare delle tensioni geopolitiche e del rallentamento del commercio internazionale (cfr. il par. 1.1).

Il saldo di conto corrente è diventato negativo a causa del peggioramento della bilancia energetica

Il saldo di conto corrente è risultato negativo nei primi quattro mesi del 2022 (-8,6 miliardi, da +13,9 nel corrispondente periodo dello scorso anno; tav. 7),

risentendo del marcato peggioramento (di 19,3 miliardi) del deficit energetico, più che triplicato per effetto dei rincari delle materie prime energetiche, oltre che dei consueti fattori stagionali. Anche l'avanzo mercantile al netto dei beni energetici si è ridotto, pur restando significativo. Il deficit dei servizi si è mantenuto sostanzialmente stabile: all'aumento del disavanzo nei servizi di trasporto, legato al rialzo dei noli marittimi, si è contrapposta la netta ripresa del surplus della bilancia turistica. Nel primo trimestre sono stati spesi 1,5 miliardi di sovvenzioni ricevute nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza per finalità correnti (contabilizzate nei redditi secondari del conto corrente) e 0,7 miliardi per investimento (registrate nel conto capitale)³.

Nonostante l'andamento negativo della prima parte dell'anno, nella media dei quattro trimestri terminanti a marzo del 2022 il saldo di conto corrente è rimasto in avanzo (all'1,6 per cento del PIL; fig. 31).

Gli investitori esteri hanno ridotto la loro esposizione in titoli italiani

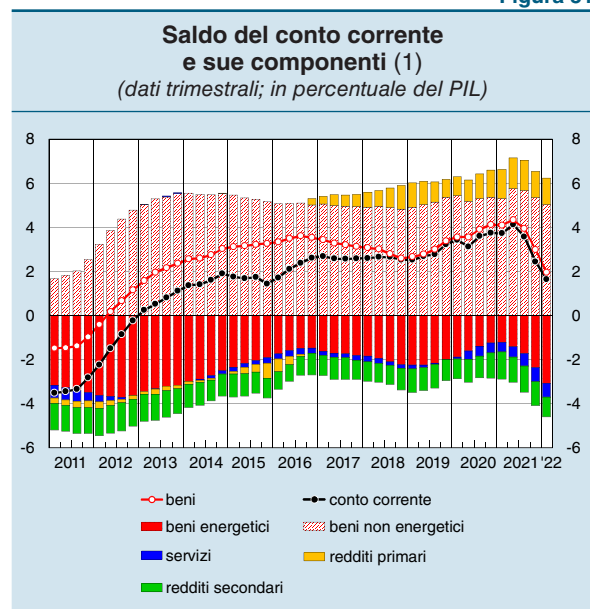
Nei primi quattro mesi dell'anno sono continuate le vendite nette dall'estero di titoli pubblici italiani (19,3 miliardi), sebbene per impor-

Tavola 7

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2020	2021	gen.-apr. 2021	gen.-apr. 2022
Conto corrente	62,1	43,4	13,9	-8,6
per memoria: in % del PIL	3,7	2,4		
Merci	68,2	53,0	19,8	-6,3
prodotti non energetici (2)	88,8	94,8	29,3	22,4
prodotti energetici (2)	-20,5	-41,9	-9,4	-28,7
Servizi	-7,4	-11,4	-5,9	-5,7
Redditi primari	20,4	21,2	8,3	8,9
Redditi secondari	-19,1	-19,4	-8,3	-5,5
Conto capitale	-0,7	-2,3	-1,9	-1,4
Conto finanziario	62,7	25,7	13,5	-12,5
Investimenti diretti	19,1	2,8	5,1	-11,7
Investimenti di portafoglio	108,5	123,9	-4,4	69,7
Derivati	-2,9	..	-0,9	-5,9
Altri investimenti (3)	-65,9	-121,7	13,7	-64,8
Variazione riserve ufficiali (4)	4,0	20,7	..	0,2
Errori e omissioni	1,3	-15,4	1,5	-2,4

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6^a ed., 2009 (BPM6). Per il mese di aprile 2022, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati Istat di commercio estero. – (3) Include la variazione del saldo TARGET2. – (4) Include l'allocazione dei nuovi diritti speciali di prelievo deliberata dall'FMI 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.

Figura 31



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.

³ Si sono contestualmente ridotte per gli stessi importi le passività del settore pubblico per "altri investimenti" nel conto finanziario.

ti più contenuti rispetto agli ultimi mesi del 2021, in un contesto di accentuata volatilità sui mercati finanziari mondiali (cfr. il par. 1.3). I disinvestimenti si sono concentrati in aprile (17,2 miliardi) in concomitanza con rimborsi netti da parte del Tesoro e vendite di titoli pubblici da parte di non residenti diffuse anche negli altri principali paesi dell'area. Tra gennaio e aprile vi sono stati anche disinvestimenti dall'estero di titoli privati (9,9 miliardi), per la maggior parte emessi dal settore bancario. Secondo i dati di Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) relativi a un campione di fondi di investimento internazionali, tra maggio e giugno l'afflusso netto di risparmio estero verso attività finanziarie italiane si sarebbe ancora ridotto.

Dal lato delle attività, sono proseguiti gli investimenti in titoli di portafoglio esteri da parte dei residenti (40,5 miliardi nei primi quattro mesi del 2022). A fronte di diffusi aumenti dei rendimenti obbligazionari, gli investitori residenti hanno privilegiato gli acquisti di titoli di debito (quasi due terzi degli investimenti all'estero), mentre i flussi verso fondi comuni sono stati più contenuti che in passato.

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 si è ulteriormente ampliata nella prima metà dell'anno – seppure in misura minore rispetto a quanto avvenuto negli ultimi quattro mesi del 2021 – portandosi a 628 miliardi alla fine di giugno (da 590 alla fine dello scorso anno; fig. 32). Tra gennaio e aprile a controbilanciare i deflussi legati agli investimenti di portafoglio ha contribuito soprattutto il forte incremento della raccolta bancaria netta sull'estero (64 miliardi, concentrato nel mercato collateralizzato e sospinto da una maggiore domanda di titoli di Stato italiani in prestito); nel solo mese di aprile hanno inciso anche gli afflussi dall'estero verso il settore pubblico per l'erogazione della prima quota dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (21 miliardi, tra sovvenzioni e prestiti; cfr. il par. 2.9).

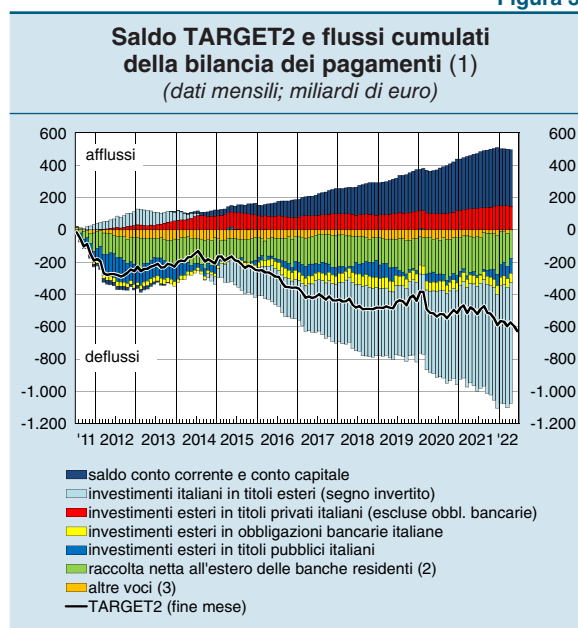
La posizione netta sull'estero resta solida

Alla fine di marzo la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 118,0 miliardi (il 6,5 per cento del PIL), in calo di 14,1 miliardi rispetto alla fine del 2021. La diminuzione è ascrivibile al disavanzo di conto corrente e conto capitale e, in misura minore, al contributo nel complesso negativo degli aggiustamenti di valutazione: quelli positivi legati agli andamenti del tasso di cambio, causati in particolare dal deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro (cfr. il par. 1.3), sono stati più che compensati da quelli negativi dovuti al significativo calo delle quotazioni dei titoli azionari e obbligazionari.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre le ore lavorate totali hanno subito un'accelerazione, sospinte soprattutto dal recupero di quelle per addetto tornate ai livelli pre-pandemici. Il numero degli occupati è salito più lievemente, riflettendosi in una riduzione del tasso di disoccupazione; emergono tuttavia segnali di rallentamento della crescita delle posizioni lavorative nel secondo trimestre. Il ricorso agli strumenti

Figura 32



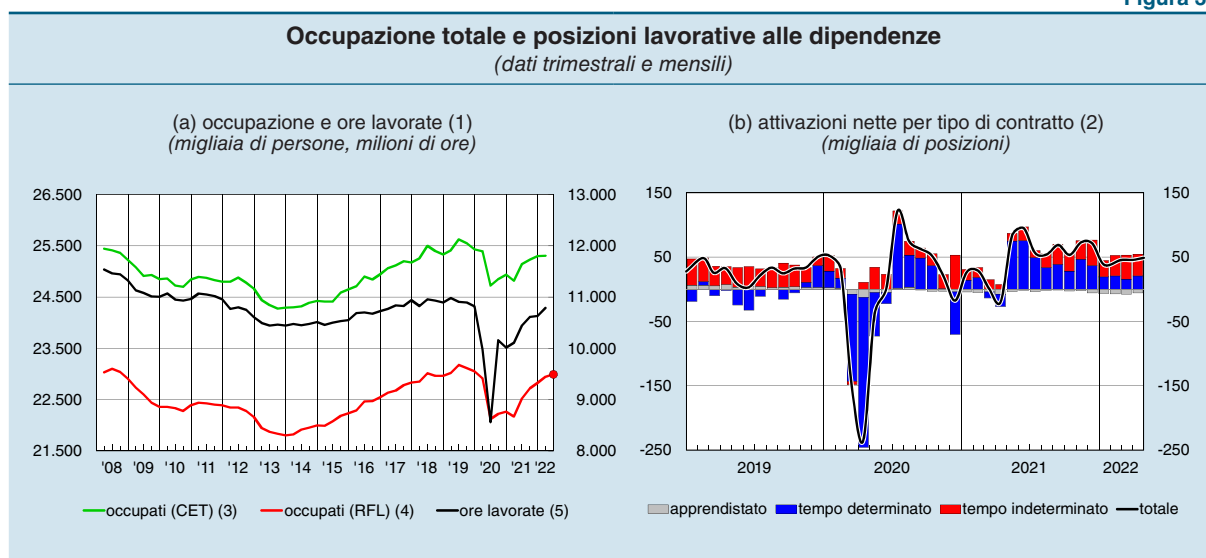
(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere 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.

di integrazione salariale ha continuato a diminuire, sebbene con minore intensità nel confronto con i mesi precedenti. La dinamica delle retribuzioni contrattuali è rimasta contenuta, nonostante le pressioni inflazionistiche.

Le ore lavorate hanno accelerato e si è ulteriormente ridotto il ricorso agli strumenti di integrazione salariale

Nei primi mesi del 2022 le ore lavorate sono aumentate dell'1,5 per cento sul periodo precedente (fig. 33.a), in netta accelerazione rispetto al quarto trimestre dello scorso anno (0,2 per cento). La crescita ha riguardato tutti i principali settori: è proseguita, a tassi particolarmente sostenuti, nelle costruzioni (5,0 per cento, portando le ore a un livello superiore del 13,7 per cento a quello della fine del 2019), nonché nel commercio e turismo (2,1 per cento); in quest'ultimo comparto il recupero dei valori pre-pandemici è ancora parziale. Le ore per addetto sono tornate per la prima volta sui livelli osservati alla fine del 2019. Il ricorso agli strumenti di integrazione salariale ha continuato a ridursi anche a seguito del venire meno, nella maggior parte dei settori, dell'allentamento delle condizioni di accesso in vigore sino alla fine dello scorso anno (fig. 34.a). Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), la crescita del numero di occupati è stata dello 0,5 per cento, sostenuta soprattutto dalla componente alle dipendenze. Anche il numero di lavoratori autonomi è salito (0,3 per cento), ma rimane ancora inferiore di circa il 5 per cento rispetto all'ultimo trimestre del 2019.

Figura 33



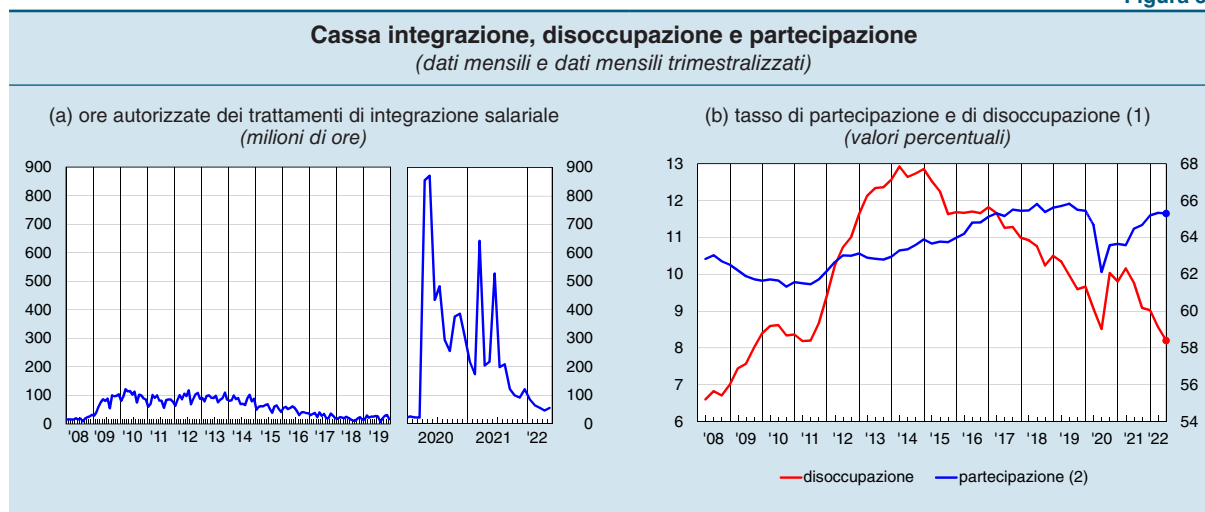
Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET), per l'occupazione e le ore lavorate; Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), per l'occupazione; elaborazioni su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie), per le attivazioni nette.

(1) Dati destagionalizzati. Il punto in corrispondenza del 2° trimestre 2022 è la media del bimestre aprile-maggio, in quanto il dato di giugno non è ancora disponibile. - (2) Dati mensili destagionalizzati con procedura TRAMO-SEATS. Le attivazioni nette sono calcolate come il saldo tra la somma delle attivazioni e delle cessazioni nello stesso mese. I contratti analizzati sono quelli a tempo indeterminato, a tempo determinato e di apprendistato 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.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a diminuire

Nel primo trimestre del 2022 il tasso di disoccupazione si è collocato all'8,6 per cento, in calo di mezzo punto percentuale sul periodo precedente (fig. 34.b); il tasso di partecipazione è appena aumentato (di 0,1 punti, al 65,3 per cento). Secondo l'indagine della Commissione europea presso le imprese, la quota di aziende che segnalano difficoltà a reperire manodopera, sebbene in crescita nei primi sei mesi

del 2022, rimane in linea con i valori osservati nelle precedenti fasi di ripresa ciclica e su livelli significativamente inferiori a quelli della media dell'area dell'euro (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2021).



Fonte: elaborazioni su dati INPS, per i trattamenti di integrazione salariale; Istat, RFL, per il tasso di partecipazione e il tasso di disoccupazione.
(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 2° trimestre 2022 sono la media del bimestre aprile-maggio, in quanto il dato di giugno non è ancora disponibile. – (2) Scala di destra.

Emergono segnali di rallentamento nei mesi primaverili

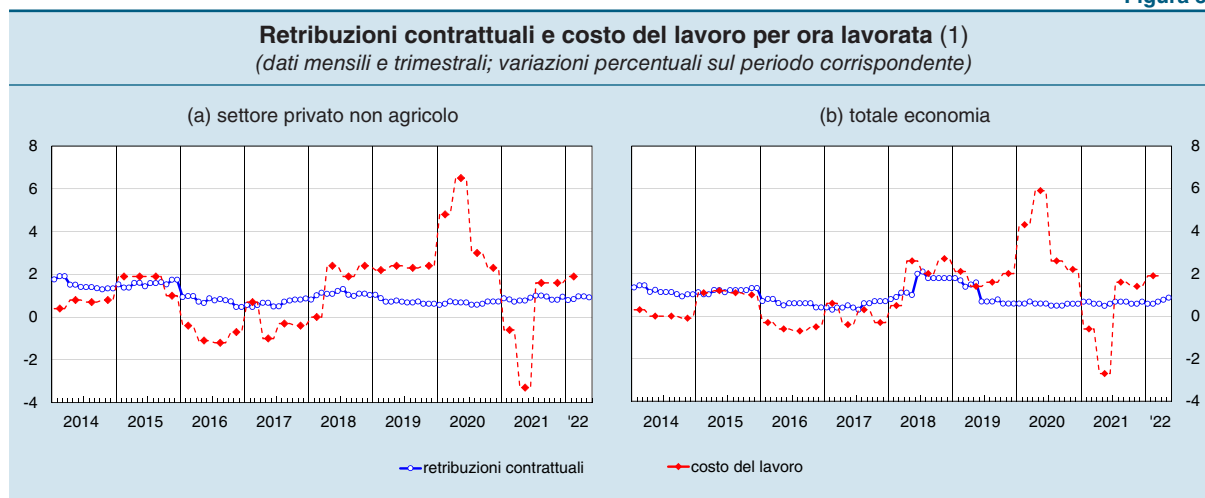
I dati preliminari dell'RFL indicano un indebolimento della crescita degli occupati nel bimestre aprile-maggio. Secondo le informazioni sulle comunicazioni obbligatorie, il rallentamento, più marcato nell'industria, ha interessato soprattutto la componente a termine; il lavoro stabile ha invece beneficiato in parte delle trasformazioni dei numerosi contratti a tempo determinato siglati negli ultimi due anni (fig. 33.b; cfr. Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, maggio 2022). Nei mesi primaverili il ricorso agli strumenti di integrazione salariale si è stabilizzato nella manifattura, interrompendo un calo in atto dalla metà del 2021; ha invece continuato a ridursi nei servizi, sebbene a ritmi inferiori rispetto ai mesi precedenti. Il tasso di partecipazione, che a partire dal 2021 era cresciuto recuperando i valori osservati prima della pandemia, nel bimestre aprile-maggio di quest'anno si è stabilizzato al 65,3 per cento (56,2 per la componente femminile).

La dinamica delle retribuzioni contrattuali è stabile su valori contenuti

La crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta stabile nel primo trimestre (allo 0,9 per cento nel settore privato non agricolo). La dinamica salariale resterebbe modesta nei prossimi mesi: in maggio la quota di dipendenti nel settore privato con un contratto scaduto era ancora quasi del 40 per cento e presumibilmente perdureranno i ritardi nel rinnovo di alcuni importanti contratti collettivi, in particolare quelli del commercio e delle attività turistiche. Inoltre, gli aumenti previsti dagli accordi siglati negli ultimi mesi sono maggiori rispetto al passato (circa il 2 per cento all'anno nel triennio di riferimento nel settore delle costruzioni e quasi il 2,5 per cento in quello chimico-farmaceutico), ma comunque inferiori alle previsioni di inflazione rilasciate dall'Istat lo scorso giugno utilizzate come parametro nei rinnovi (cfr. il riquadro: *La contrattazione salariale nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 1). Anche le trattative in corso in altri comparti (assicurazioni, energia elettrica, gas e acqua) sembrano prefigurare incrementi nel complesso moderati.

La crescita delle retribuzioni di fatto è tornata sui valori precedenti la pandemia

La dinamica delle retribuzioni orarie di fatto nel settore privato non agricolo è aumentata in misura modesta nel primo trimestre, portandosi sui valori pre-pandemici (2,3 per cento su base annua; 1,5 per cento nel quarto trimestre del 2021); il costo del lavoro, che continua a beneficiare delle misure di decontribuzione per giovani, donne e lavoratori del Mezzogiorno, è cresciuto a tassi più contenuti (dell'1,9 per cento; fig. 35).



Fonte: Istat, CET e indagine sulle retribuzioni contrattuali.
(1) Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel corso del secondo trimestre l’inflazione in Italia ha raggiunto i livelli più elevati dalla metà degli anni ottanta, principalmente sulla spinta degli eccezionali rincari dei beni energetici. Questi ultimi si sono gradualmente trasmessi anche ai prezzi dei beni alimentari e alla componente di fondo, salita oltre il 3 per cento in giugno. Sui prezzi di alcune categorie di servizi ha inciso, inoltre, la ripresa della domanda connessa con l’allentamento delle misure per la pandemia. Le aspettative delle imprese sull’inflazione sono ulteriormente aumentate, quelle dei consumatori si sono invece attenuate rispetto ai massimi di marzo.

L’inflazione è ulteriormente salita, sebbene mitigata dai provvedimenti del Governo

In giugno la variazione sui dodici mesi dell’indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è portata sui livelli più alti dalla metà degli anni ottanta, all’8,5 per cento

(secondo stime preliminari; fig. 36 e tav. 8). La crescita dei prezzi è sostenuta soprattutto dall’eccezionale andamento della componente energetica (al 49,1 per cento in giugno). Quest’ultima riflette i forti rincari dei carburanti e di gas ed elettricità, in parte mitigati da interventi governativi, quali il taglio delle accise sulle benzine e l’abbattimento degli oneri di sistema (cfr. il par. 2.9). Tali misure hanno indotto una riduzione delle tariffe di gas ed elettricità definite dall’Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) per il secondo trimestre, la prima dopo quasi un anno e mezzo di rincari. Secondo nostre stime, il complesso di queste

Figura 36



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat. Per giugno, stime preliminari.
(1) Variazione sui 12 mesi dell’IPCA.

Indicatori di inflazione in Italia

(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	Indice generale		
2017	1,3	0,8	1,3	–	0,7	3,0	0,7
2018	1,2	0,6	1,1	–	0,5	3,2	1,1
2019	0,6	0,5	0,6	–	0,5	0,3	0,9
2020	-0,1	0,5	-0,2	–	0,4	-4,4	1,4
2021	1,9	0,8	1,9	–	0,8	12,9	0,5
2021 – apr.	1,0	0,3	1,1	0,2	0,5	8,2	–
mag.	1,2	0,2	1,3	0,0	0,4	10,0	–
giu.	1,3	0,3	1,3	0,1	0,4	11,0	–
lug.	1,0	-0,9	1,9	0,5	0,6	13,5	–
ago.	2,5	0,8	2,0	0,2	0,6	13,8	–
set.	2,9	1,4	2,5	0,2	1,1	15,6	–
ott.	3,2	1,2	3,0	0,8	1,0	25,3	–
nov.	3,9	1,3	3,7	0,7	1,3	27,3	–
dic.	4,2	1,5	3,9	0,2	1,4	27,8	–
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	0,0	1,7	46,6	–
apr.	6,3	2,2	6,0	0,0	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)	–

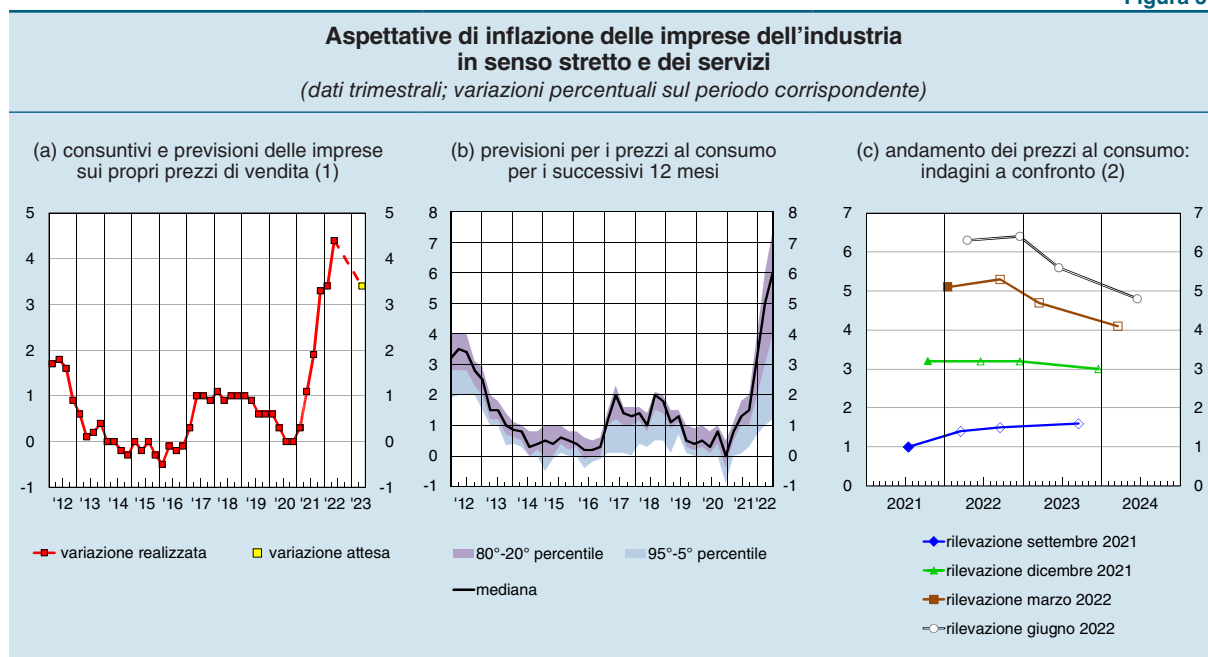
Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

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

misure, unitamente all'inclusione del bonus sociale per elettricità e gas per le famiglie economicamente svantaggiate, ha determinato un'attenuazione dell'inflazione al consumo di circa 2 punti percentuali nella media del secondo trimestre (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi dell'inflazione e delle misure governative per contrastarla*). Gli aumenti dei costi lungo l'intera filiera produttiva e le difficoltà nella produzione agricola causate dalla siccità hanno sospinto i prezzi dei beni alimentari, che hanno accelerato all'8,0 per cento in giugno. Nello stesso mese l'inflazione di fondo è salita al 3,4 per cento, sostenuta in particolare dalla dinamica dei prezzi dei servizi, più accentuata per quelli di trasporto, alloggio e ristorazione. Su questi ultimi incidono sia la trasmissione dei rincari dei beni energetici sia l'effetto del recupero dell'attività dopo l'allentamento delle misure restrittive connesse con l'emergenza sanitaria. In prospettiva, l'ARERA ha confermato per il terzo trimestre l'azzeramento degli oneri di sistema per elettricità e gas e il bonus sociale, e ha aggiunto un'ulteriore riduzione dei costi di commercializzazione per il gas; assieme al prolungamento del taglio delle accise fino a inizio agosto, questi provvedimenti avranno un impatto al ribasso sull'inflazione in linea con quelli del trimestre precedente.

I rincari dell'energia e le difficoltà di approvvigionamento spingono i prezzi alla produzione

In maggio la dinamica dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è rimasta su livelli molto elevati (42,7 per cento sui dodici mesi), con aumenti diffusi a tutte le componenti. In particolare, i prezzi dei beni energetici, che pesano per due quinti sull'indice totale, sono più che raddoppiati rispetto allo scorso anno; quelli dei beni di consumo sono cresciuti dell'8,7 per cento. I costi di



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.

produzione continuano a risentire delle difficoltà di approvvigionamento a livello globale di alcune materie prime – anche in connessione con le tensioni causate dall'invasione dell'Ucraina – e degli alti costi di trasporto, come segnalato dall'indicatore PMI dei costi degli input, che resta su livelli storicamente elevati.

Le pressioni salariali si mantengono contenute

Le pressioni sui prezzi derivanti dalle retribuzioni rimangono nel complesso moderate (cfr. il par. 2.5). La crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia si è portata al 2,5 per cento nel primo trimestre (dall'1,3 nel quarto) a causa, in pari misura, dell'accelerazione dei redditi da lavoro e del calo della produttività. Nelle medie mobili di quattro termini terminanti nel primo trimestre, i profitti delle imprese, misurati dal rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto, sono nuovamente diminuiti nell'industria in senso stretto; nei servizi continuano a oscillare attorno ai valori medi dell'ultimo quinquennio.

Le attese di inflazione delle imprese sono di nuovo aumentate, quelle delle famiglie restano elevate

Nell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta fra maggio e giugno dalla Banca d'Italia, le imprese segnalano un ulteriore rialzo delle attese sull'inflazione al consumo su tutti gli orizzonti previsivi, in misura più marcata su quelli a breve; queste attese sono diventate progressivamente più alte di quelle a lungo termine (fig. 37). Anche la dispersione nelle aspettative delle aziende si consolida su valori elevati, specialmente per quelle con un orizzonte di ventiquattro mesi (fig. 38). Le imprese, inoltre, stimano in media un rincaro dei propri listini del 3,5 per cento nei prossimi dodici mesi; l'aumento atteso è più accentuato nelle costruzioni e nell'industria, settori maggiormente esposti all'incremento dei costi energetici e degli altri input intermedi. Nei mesi primaverili le inchieste dell'Istat indicano un forte rialzo delle percezioni di inflazione dei consumatori, cui si associa tuttavia la diminuzione delle attese sulla variazione dei prezzi nei successivi dodici mesi dai massimi dello

scorso marzo. Anche secondo la *Consumer Expectations Survey* della BCE, le aspettative a tre anni delle famiglie italiane sono tornate a ridursi in aprile e maggio, collocandosi su un valore mediano pari al 3 per cento. Gli operatori professionali censiti in giugno da Consensus Economics si aspettavano un'inflazione media pari al 6,4 per cento nel 2022 – circa mezzo punto percentuale superiore alle loro attese dello scorso marzo – e del 2,6 per cento nel 2023. Le aspettative sono ulteriormente salite nella prima metà di luglio.

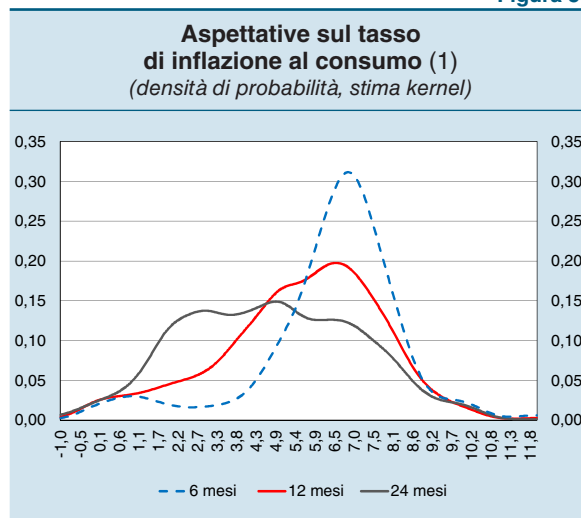
2.7 LE BANCHE

In maggio la crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie è rimasta moderata. Le indagini più recenti presso le banche evidenziano una lieve restrizione nelle loro politiche di offerta, confermata dal peggioramento delle condizioni di accesso percepito dalle aziende. Fino a maggio il costo dei prestiti alle imprese si è mantenuto pressoché stabile, mentre quello dei finanziamenti alle famiglie è aumentato. Nel primo trimestre i tassi di deterioramento della qualità del credito si sono ulteriormente ridotti; la redditività dei gruppi bancari significativi è diminuita.

L'espansione del credito alle imprese rimane moderata

In maggio la dinamica del credito al settore privato non finanziario è rimasta sostanzialmente invariata, al 3,1 per cento sui tre mesi (dal 3,0 in febbraio, al netto dei fattori stagionali, in ragione d'anno e correggendo per le cartolarizzazioni; fig. 39.a). L'espansione dei prestiti alle famiglie è proseguita a un tasso robusto

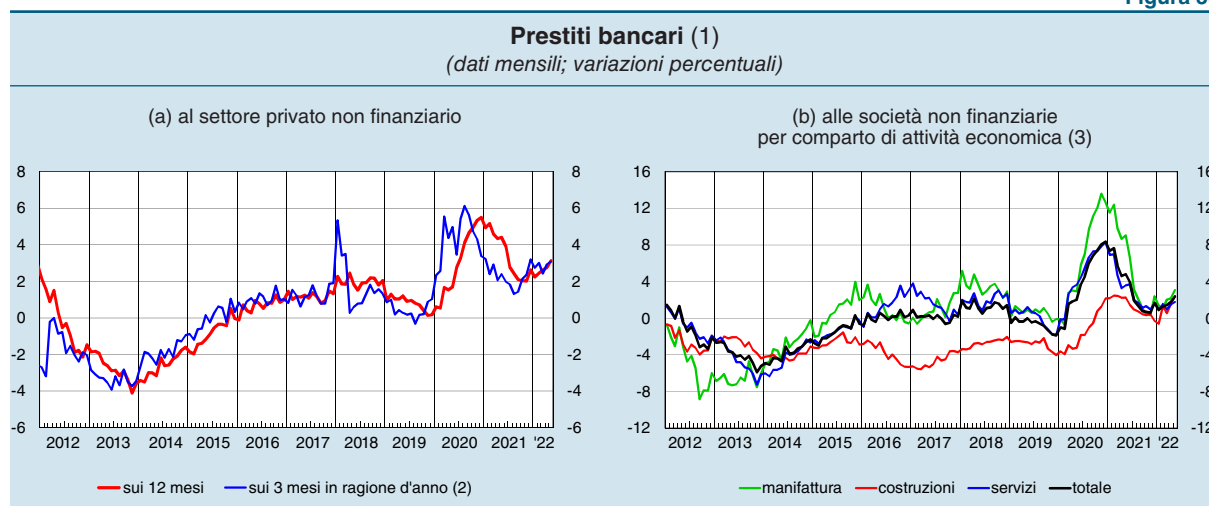
Figura 38



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) Distribuzione delle aspettative delle imprese 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 maggio e giugno 2022.

Figura 39



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.

(4,3 per cento, da 4,1), mentre quella del credito alle società non finanziarie si è portata al 3,3 per cento (dal 2,8), risentendo ancora dell'incertezza connessa con il conflitto in Ucraina.

Sui dodici mesi l'incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni si è confermato solido (5,3 per cento); quello del credito al consumo si è rafforzato (2,4 per cento, da 1,5). Tra le imprese, i tassi di aumento dei finanziamenti sono risultati simili in tutti i settori di attività economica (fig. 39.b).

La raccolta bancaria ha rallentato Tra febbraio e maggio la raccolta delle banche italiane ha decelerato, principalmente per effetto del rallentamento delle passività verso l'Eurosistema (1,2 per cento, da 21,3; tav. 9) connesso con la sostanziale stabilità dei fondi erogati attraverso le TLTRO3 (cfr. il par. 1.2), e nonostante l'aumento della raccolta netta sull'estero (cfr. il par. 2.4). La crescita dei depositi dei residenti si è leggermente rafforzata (al 4,4 per cento, da 4,1), riflettendo soprattutto il recupero di quelli delle società non finanziarie. Il costo della raccolta è rimasto contenuto.

Tavola 9

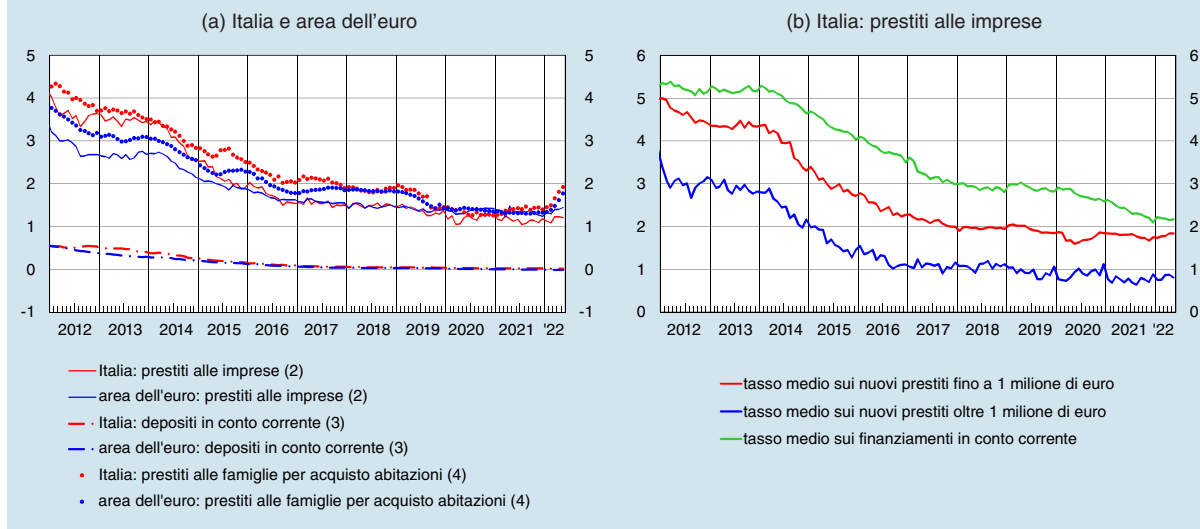
Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze di fine mese		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	Febbraio 2022	Maggio 2022	Febbraio 2022	Maggio 2022
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (3)	1.734	1.743	1,0	1,3
di cui: a imprese (4)	663	670	1,3	2,3
a famiglie (5)	665	673	3,8	4,0
Attività verso controparti centrali (6)	36	37	-18,8	10,8
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	573	564	0,0	2,1
di cui: titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	428	417	-0,1	2,9
Attività verso Eurosystema (8)	405	402	28,9	-0,1
Attività sull'estero (9)	500	506	14,8	10,7
Altre attività (10)	765	823	4,8	13,0
Totale attivo	4.012	4.076	5,1	4,6
Passività				
Depositi di residenti in Italia (3) (11) (12)	1.857	1.887	4,1	4,4
Depositi di non residenti (9)	312	321	4,6	5,1
Passività verso controparti centrali (6)	114	121	6,4	26,4
Obbligazioni (12)	203	197	-6,7	-8,0
Passività verso Eurosystema (8)	453	453	21,3	1,2
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	121	121	-2,4	-3,1
Capitale e riserve	342	340	-1,3	-1,5
Altre passività (13)	609	634	8,0	14,3
Totale passivo	4.012	4.076	5,1	4,6

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati aggiornati in maggio. – (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'Eurosistema 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.

Tassi di interesse bancari (1) (dati mensili; valori percentuali)



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.

Il costo del credito alle imprese è stabile, quello alle famiglie è lievemente aumentato

Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è rimasto pressoché stabile nei tre mesi terminanti in maggio rispetto a febbraio (1,2 per cento), mentre quello sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni è cresciuto (1,9 per cento, da 1,5; fig. 40), riflettendo il rialzo del costo dei mutui a tasso fisso (2,1 per cento).

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) relativa al primo trimestre segnala che in Italia i criteri di offerta sono stati lievemente irrigiditi per i prestiti alle imprese e leggermente allentati per quelli alle famiglie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). I sondaggi più recenti condotti presso le imprese dalla Banca d'Italia (*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*) e dall'Istat confermano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito nel secondo trimestre.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)¹ relativa al primo trimestre segnalano che i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle imprese sono stati lievemente irrigiditi, a seguito di una maggiore percezione del rischio da parte degli istituti di credito e di una loro minore propensione a farsene carico (figura A). Anche i termini e le condizioni generali applicati ai finanziamenti sono stati di poco inaspriti, in particolare con un aumento dei margini sui prestiti più rischiosi. Per le famiglie i criteri di offerta sui prestiti hanno registrato un lieve allentamento, mentre i termini e le condizioni sono diventati più stringenti.

¹ All'indagine hanno partecipato 13 tra i principali gruppi bancari italiani. Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *April 2022 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 12 aprile 2022.

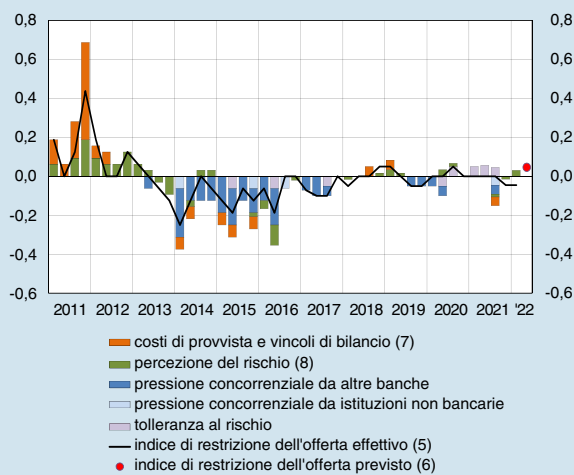
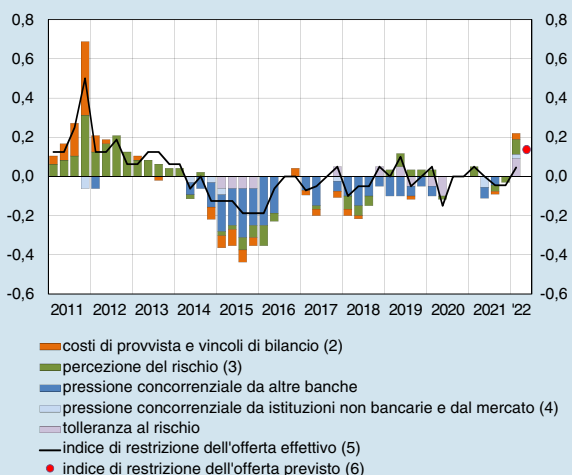
Criteria di offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)
(dati trimestrali; indici di diffusione)

Condizioni creditizie

(a) prestiti alle imprese

(b) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

fattori di irrigidimento (+) / allentamento (-)

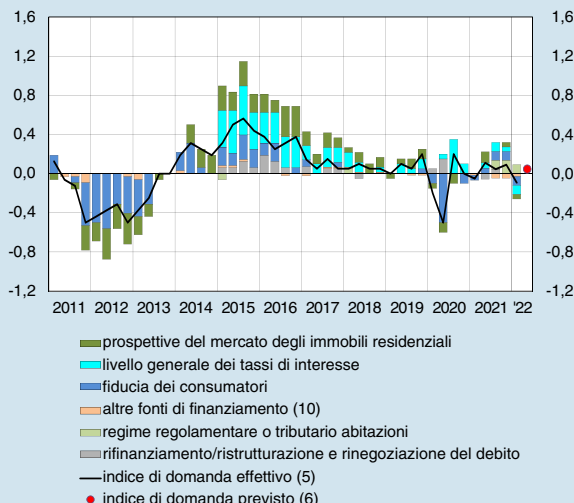
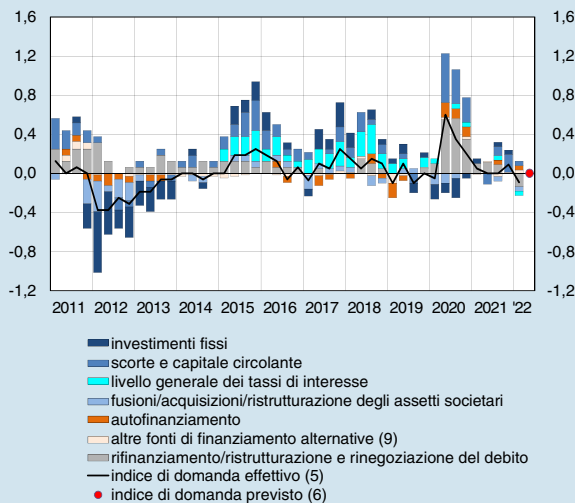


Domanda di prestiti

(c) prestiti alle imprese

(d) prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

fattori di espansione (+) / contrazione (-)



Fonte: BLS.

(1) Per gli indici generali, valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente; per i fattori, valori positivi indicano un contributo alla restrizione dell'offerta o all'aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. - (2) Media dei seguenti fattori: posizione patrimoniale della banca; capacità della banca di finanziarsi sul mercato; posizione di liquidità della banca. - (3) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; situazione e prospettive relative a particolari settori o imprese; rischi connessi con le garanzie. - (4) Media dei seguenti fattori: pressione concorrenziale da parte di istituzioni non bancarie, pressione concorrenziale da parte di altre fonti di finanziamento. - (5) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. - (6) Previsioni formulate nel trimestre precedente. - (7) Da aprile 2022, media dei seguenti fattori: posizione patrimoniale della banca; capacità della banca di finanziarsi sul mercato; posizione di liquidità della banca. - (8) Media dei seguenti fattori: situazione e prospettive economiche generali; prospettive del mercato degli immobili residenziali; merito di credito del mutuatario. - (9) Media dei seguenti fattori: prestiti erogati dalle altre banche; prestiti erogati dalle istituzioni non bancarie; emissioni/rimborsi di titoli di debito; emissioni/rimborsi azionari. - (10) Media dei seguenti fattori: autofinanziamento per l'acquisto di abitazioni mediante risparmio; prestiti erogati da altre banche; altre fonti di finanziamento esterno.

Per il secondo trimestre gli intermediari prevedevano un irrigidimento delle politiche di offerta sia per le imprese sia per le famiglie.

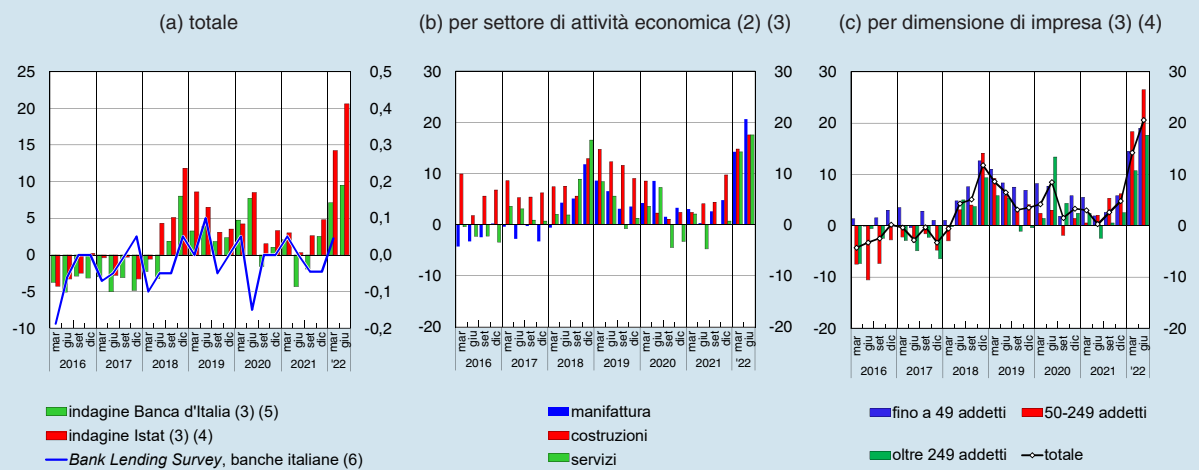
Dalla rilevazione emerge che nei primi tre mesi dell'anno la domanda di prestiti da parte delle aziende è appena diminuita: il contributo negativo delle minori richieste di rinegoziazione del debito è stato compensato solo in parte dalle maggiori esigenze di scorte e capitale circolante. È proseguita la crescita della domanda di prestiti da parte delle famiglie per finalità di consumo, riflettendo l'incremento della spesa per i beni durevoli. La richiesta di nuovi mutui si è invece leggermente ridotta a seguito del deterioramento della fiducia delle famiglie (cfr. il par. 2.3) e dei più elevati tassi di interesse. Sulla base delle aspettative delle banche, nel secondo trimestre la domanda di prestiti da parte delle imprese sarebbe rimasta complessivamente invariata, mentre sarebbe aumentata quella delle famiglie, in particolare nel comparto del credito al consumo.

Nell'ambito dell'indagine è stato chiesto alle banche di valutare, per i sei mesi terminanti lo scorso marzo, l'impatto delle misure di politica monetaria adottate dall'Eurosistema. Le risposte indicano che l'APP, il PEPP e le TLTRO3 hanno contribuito al miglioramento della posizione di liquidità e della redditività degli intermediari in misura minore rispetto al semestre precedente. Le attese delle banche segnalano che, per i sei mesi terminanti il prossimo settembre, l'impatto sulle condizioni di finanziamento e sulla redditività dei programmi di acquisto di attività della BCE, a seguito della loro ricalibrazione, diventerebbe negativo.

I più recenti sondaggi condotti presso le imprese dalla Banca d'Italia (*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*) e dall'Istat indicano un ulteriore peggioramento delle condizioni di accesso al credito nel secondo trimestre (figura B). Il deterioramento ha interessato tutte le classi dimensionali di impresa e tutti i settori di attività economica ed è più marcato per le aziende manifatturiere.

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)
(dati trimestrali)



(1) L'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita è condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia (fino a ottobre 2018 in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*) su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi. Le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti ai settori manifatturiero, dei servizi (con esclusione del commercio) e delle costruzioni. I dati per le indagini Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre. Per la BLS, cfr. figura A. – (2) Istat, indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito, calcolata come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di quelle indicanti un miglioramento. – (4) Istat, *Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere*. – (5) *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche. – (6) Scala di destra.

I nuovi crediti deteriorati sono calati nel primo trimestre

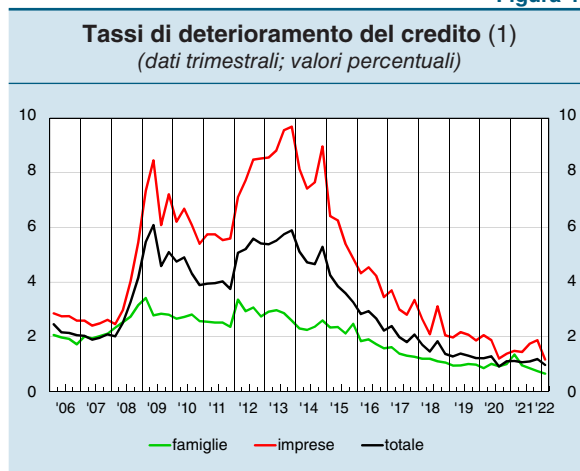
Il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti si è ridotto all'1,0 per cento nel primo trimestre (dall'1,2 del periodo precedente, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 41). Il calo è stato guidato dalla riduzione del tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese (1,2 per cento, da 1,9) e, in minor misura, di quelli alle famiglie (0,6 per cento, da 0,7).

Nello stesso periodo l'incidenza e il tasso di copertura dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dai gruppi bancari significativi⁴ sono rimasti all'incirca invariati (tav. 10).

La redditività dei gruppi bancari significativi è diminuita

Nel primo trimestre la redditività dei gruppi significativi è diminuita

Figura 41



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, ove presente.

Tavola 10

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

VOCI	Dicembre 2021	Marzo 2022
Crediti deteriorati (2)		
Incidenza lorda sul totale dei finanziamenti	3,1	3,0
Incidenza netta sul totale dei finanziamenti	1,4	1,4
Tasso di copertura (3)	55,0	55,1
Patrimonio di vigilanza		
Common equity tier 1 (CET1) ratio	15,4	14,6
VOCI	1° trim. 2021	1° trim. 2022
Redditività		
Return on equity (ROE) (4)	9,3	5,8
Margine di interesse (5)	-6,0	6,7
Margine di intermediazione (5)	3,9	0,2
Costi operativi (5)	-9,6	0,5
Risultato di gestione (5)	40,5	-0,3
Rettifiche di valore su crediti (5)	-41,1	41,8

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate.

(1) Dati provvisori. Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE. A partire dal 2022 i gruppi significativi sono aumentati di due unità a seguito dell'ingresso di Mediobanca e Finco. I dati antecedenti a tale data 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.

⁴ Dall'inizio del 2022 sono inclusi tra i gruppi bancari significativi anche Finco e Mediobanca, i cui attivi hanno superato stabilmente la soglia dei 30 miliardi di euro. Attualmente i gruppi significativi italiani sono 13, con attività complessive che ammontano a circa l'82 per cento del totale di quelle del sistema bancario nazionale.

rispetto al periodo precedente. Il calo del rendimento annualizzato del capitale e delle riserve, al netto delle componenti straordinarie, ha riflesso principalmente l'aumento delle rettifiche di valore su crediti. Il margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente stabile: la diminuzione dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione è stata compensata dalla crescita del margine di interesse e delle commissioni. I costi operativi sono lievemente aumentati.

Il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi è sceso di circa 80 punti base; il calo è dovuto principalmente alla riduzione del capitale di migliore qualità, mentre l'effetto dell'incremento delle attività ponderate è stato più contenuto. La flessione del rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) dei due maggiori gruppi ha determinato circa i tre quarti della diminuzione della patrimonializzazione complessiva.

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

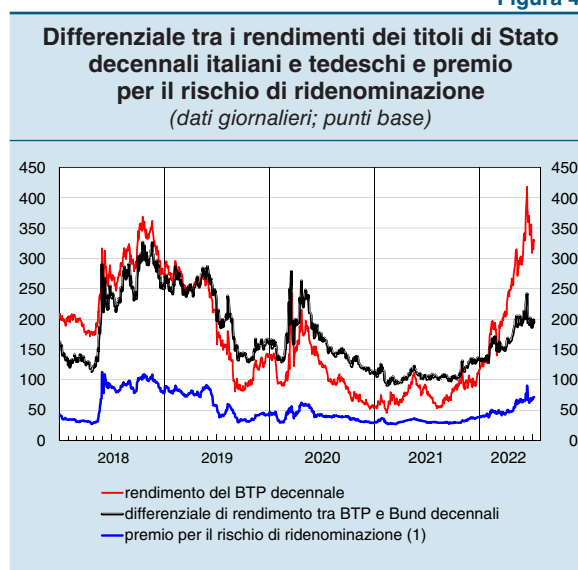
Nel corso della primavera le condizioni del mercato finanziario italiano si sono inasprite, risentendo dell'accelerazione nella normalizzazione delle politiche monetarie a livello globale e del deterioramento delle prospettive di crescita economica, in un contesto di perduranti pressioni inflazionistiche e di incertezza circa gli sviluppi della guerra in Ucraina. I rendimenti e gli spread sui titoli di Stato si sono ampliati. I costi di finanziamento sui mercati delle imprese e delle banche sono ulteriormente cresciuti e i corsi azionari sono diminuiti.

I rendimenti sovrani sono aumentati, così come la volatilità

Tra aprile e la prima decade di luglio i rendimenti dei titoli di Stato italiani sulla scadenza decennale sono

saliti di 120 punti base e il differenziale con i corrispondenti titoli tedeschi si è ampliato (fig. 42); anche il premio per il rischio di ridenominazione è significativamente cresciuto. Gli annunci della BCE, che nella riunione straordinaria del Consiglio direttivo dello scorso 15 giugno ha ribadito l'impegno a contrastare il riemergere dei rischi di frammentazione nell'area dell'euro (cfr. il par. 1.2), hanno contribuito a contenere l'incremento dello spread decennale, che intorno a quella data aveva toccato i 242 punti base (dai 154 dell'inizio di aprile), per poi ridursi successivamente (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dello spread sui titoli di Stato decennali italiani*). L'8 luglio il differenziale di rendimento si è collocato sui 194 punti base, confermandosi su valori più contenuti di quelli osservati all'inizio della pandemia.

Figura 42



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e ICE CMA.
(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.

IL RECENTE ANDAMENTO DELLO SPREAD SUI TITOLI DI STATO DECENNALI ITALIANI

Dalla metà dello scorso dicembre i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno registrato un progressivo e forte incremento, comune a tutte le economie avanzate con l'eccezione del Giappone. Questo andamento è principalmente connesso con il processo di normalizzazione delle politiche

monetarie che, a fronte degli eccezionali aumenti dell'inflazione, si sta svolgendo con rapidità maggiore di quanto in precedenza atteso dagli operatori di mercato (cfr. il par. 1.3), interessando dapprima gli Stati Uniti e successivamente, per la diversa natura delle pressioni inflazionistiche, l'area dell'euro.

In un contesto caratterizzato dal deterioramento delle prospettive globali di crescita, dall'incertezza sugli sviluppi della guerra in Ucraina e dalla conseguente minore propensione degli investitori ad assumere rischi, il rialzo dei rendimenti è stato di recente particolarmente marcato per i titoli pubblici italiani: tra aprile e metà giugno il rendimento del BTP decennale è aumentato di circa 2 punti percentuali, a oltre il 4 per cento, il valore più alto dalla fine del 2013.

Nello stesso periodo si è ampliato di quasi 90 punti base il differenziale rispetto al corrispondente titolo tedesco, a oltre 240 punti lo scorso 14 giugno. Il differenziale è cresciuto anche per altre economie dell'area considerate vulnerabili: in misura appena inferiore in Grecia (dove si è portato a quasi 300 punti base, da circa 220) e ancora più contenuta in Spagna e Portogallo (di circa 50 punti, a poco meno di 140 punti in entrambi i paesi; figura A).

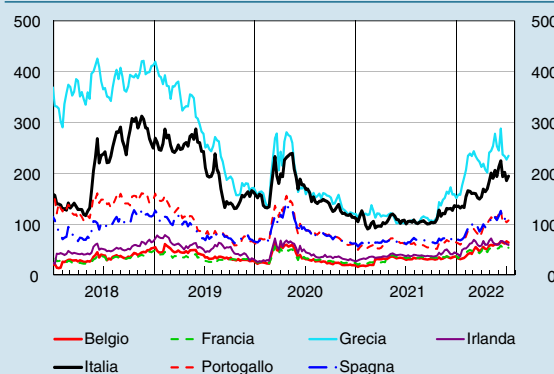
L'impennata dei rendimenti e dello spread si è accompagnata in Italia a un peggioramento delle condizioni di liquidità nel mercato dei titoli di Stato – sia nel segmento a pronti sia in quello dei futures – e a un forte aumento della volatilità. Il premio per il rischio di ridenominazione, misurato sulle diverse tipologie di contratti CDS, è notevolmente salito (cfr. fig. 42), più che negli altri paesi dell'area. All'incremento dello spread italiano ha inoltre contribuito l'aumento dell'utilizzo di strumenti derivati sui titoli italiani a copertura del rischio sovrano di altri paesi dell'area, i cui mercati derivati sono di minore dimensione e meno liquidi. Anche in passato tale attività si era intensificata nei momenti di maggiore turbolenza e volatilità sul mercato governativo europeo (cfr. fig. 43).

L'ampliamento dei rendimenti è stato particolarmente accentuato dopo le decisioni del Consiglio direttivo della BCE dello scorso 9 giugno (cfr. il par. 1.2), a cui è seguito un rafforzamento delle aspettative di un più rapido percorso di incremento dei tassi di interesse di riferimento nel corso dell'anno.

Nonostante il deterioramento delle prospettive di crescita nel breve periodo, peraltro comune alle altre economie dell'area, il brusco aumento dei rendimenti e del differenziale osservato in Italia non appare giustificato dalle condizioni macroeconomiche di fondo¹: il rapporto fra debito e PIL è previsto in discesa²; la vita media residua del debito è elevata (vicina agli otto anni) e attenuerà, diluendolo nel tempo, l'impatto della salita dei tassi sulla spesa per interessi (cfr. il par. 2.9); le prospettive di crescita di medio e lungo periodo sono migliori che in passato, grazie all'accelerazione impressa dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR); l'indebitamento del settore privato è

Figura A

Differenziali di rendimento tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati di fine settimana; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

¹ *Inflazione e tassi di interesse a lungo termine*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Analysis: Forum Istituzionale, Milano, 16 giugno 2022.

² Nelle più recenti stime della Commissione europea, pubblicate lo scorso maggio, il debito si collocherebbe al 147,9 per cento del PIL nel 2022 e al 146,8 nel 2023 (da un valore prossimo al 151 per cento del prodotto nel 2021).

basso; la posizione netta sull'estero si conferma solidamente positiva. Le ampie fluttuazioni dello spread osservate nel periodo recente non appaiono coerenti con queste grandezze, che tendono a variare lentamente nel tempo. Anche i repentini cambiamenti di alcuni indicatori di rischio, quali il premio per il rischio di ridenominazione e l'attività sui mercati dei derivati a copertura di rischi diversi da quelli originati dal mercato sovrano italiano, sembrano contribuire alla percezione di un disallineamento tra le valutazioni di mercato e i fondamentali economici.

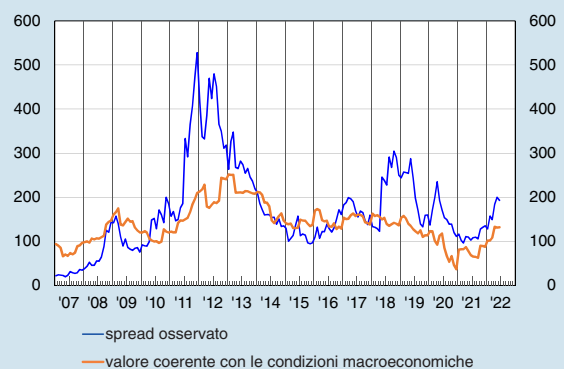
La stima di valori dei rendimenti e degli spread coerenti con i fondamentali è un esercizio complesso, che può essere condotto con diversi approcci e produrre risultati che dipendono in parte dalla metodologia seguita. Stime puntuali devono essere considerate con cautela, in particolare per il periodo recente, poiché i modelli incorporano le ampie fluttuazioni delle principali variabili macroeconomiche osservate dallo scoppio della pandemia e, più recentemente, dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Pur con queste qualificazioni, nostre analisi indicano che un livello del differenziale tra i rendimenti dei titoli decennali di Italia e Germania inferiore a 150 punti base sarebbe attualmente in linea con valutazioni di mercato coerenti con i fondamentali macroeconomici, mentre livelli superiori ai 200 punti non troverebbero giustificazione (figura B)³.

Un parziale rientro delle tensioni è avvenuto dopo il 15 giugno, quando il Consiglio direttivo si è riunito in via straordinaria e ha deciso, alla luce degli sviluppi di mercato, di attivare la flessibilità nel reinvestimento dei titoli in scadenza nel PEPP e di accelerare il completamento del disegno di un nuovo strumento contro la frammentazione dei mercati dei titoli sovrani dell'area da sottoporre all'esame del Consiglio stesso. All'inizio di luglio il rendimento del BTP decennale si collocava intorno al 3,3 per cento e il differenziale con i titoli tedeschi a circa 195 punti base, un valore ancora elevato ma meno discosto dai valori coerenti con i fondamentali macroeconomici. Anche i rendimenti dei titoli di Stato di Grecia, Spagna e Portogallo e i rispettivi differenziali si sono significativamente ridotti nei confronti dei titoli tedeschi.

³ D. Ceci e M. Pericoli, *The Italian ten-year sovereign spread and economic fundamentals*, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Le valutazioni sono basate su un modello panel per i principali paesi dell'area dell'euro, le cui indicazioni sono confrontate con quelle di modelli per i singoli paesi; in entrambi i casi si considerano come principali variabili fondamentali il livello del rapporto del debito pubblico su PIL, le aspettative di crescita di breve e medio termine, le aspettative di inflazione nel medio termine e il tasso di disoccupazione.

Figura B

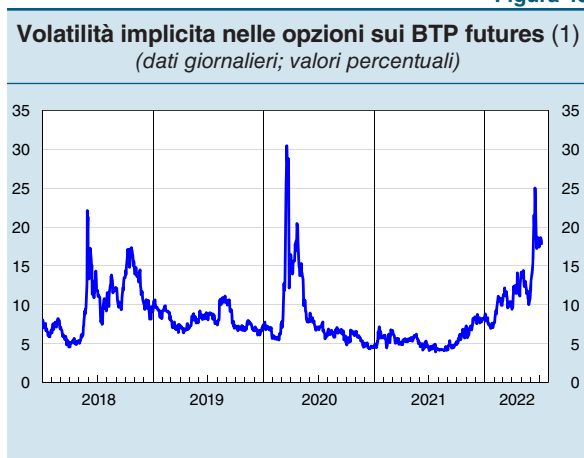
Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi: valori osservati e valori stimati coerenti con le condizioni macroeconomiche di fondo (1)
(dati mensili; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg, Consensus Economics.
(1) Il valore del differenziale coerente con i fondamentali macroeconomici è calcolato con un modello panel comprendente i principali paesi dell'area dell'euro. Le variabili utilizzate sono: il livello del debito in rapporto al PIL, le aspettative di crescita di breve e di medio termine e le aspettative di inflazione di medio termine desunte da Consensus Economics, il tasso di disoccupazione.

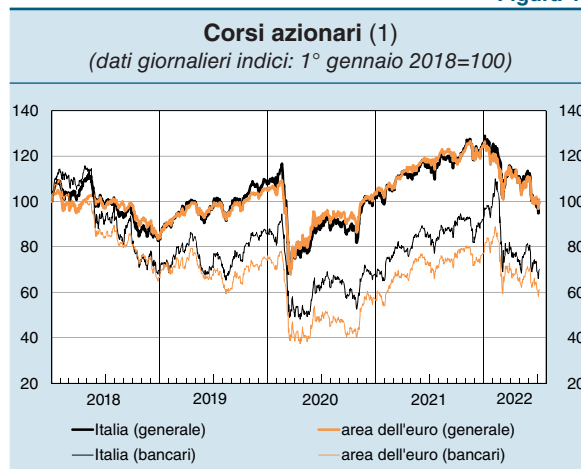
Dall'inizio di giugno la volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo decennale italiano è aumentata in misura marcata, seppure restando su livelli inferiori a quelli toccati nel marzo 2020 (fig. 43); anche la liquidità degli scambi è fortemente diminuita.

Figura 43



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.
 (1) Volatilità implicita nelle opzioni *at the money* con scadenza a un mese sul contratto futures sul titolo di Stato decennale italiano scambiato all'Eurex.

Figura 44



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

I corsi azionari sono nettamente diminuiti...

Nonostante gli utili attesi delle società quotate siano in lieve miglioramento rispetto all'inizio di aprile,

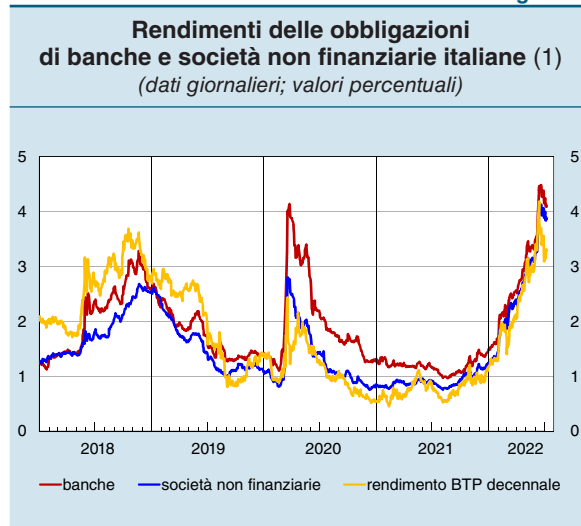
le condizioni sui mercati azionari sono peggiorate, soprattutto a causa dei rialzi dei tassi a lungo termine (fig. 44). Nello stesso periodo l'indice generale della borsa italiana è sceso nel complesso di circa il 13 per cento, una riduzione sostanzialmente in linea con quella dell'area dell'euro (11 per cento). L'andamento del comparto bancario è stato comparabile con quello degli indici generali di borsa (-12 e -13 per cento in Italia e nell'area, rispettivamente).

...mentre i costi di finanziamento delle società sono ulteriormente cresciuti

Il deterioramento delle condizioni finanziarie ha riguardato anche le imprese e le banche italiane. Dall'inizio di aprile, in un contesto di inflazione

storicamente elevata, i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie sono saliti di circa 155 punti base (fig. 45), in linea con quanto osservato nella media dell'area dell'euro. Anche i rendimenti dei titoli emessi dagli istituti di credito sono cresciuti di circa 155 punti base, in concomitanza con un aumento intorno agli 85 punti dei premi sui credit default swap (CDS) dei maggiori istituti di credito italiani.

Figura 45



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.

Nei primi tre mesi dell'anno le società non finanziarie hanno effettuato rimborsi netti di titoli obbligazionari pari a 1,8 miliardi di euro (da collocamenti netti positivi per 4,6 nel quarto trimestre del 2021); anche le emissioni nette delle banche sono rimaste negative (-11,1 miliardi, da rimborsi netti per 4,0).

Nel corso della primavera l'incremento significativo dei costi di raccolta ha ulteriormente frenato il ricorso al mercato obbligazionario. Sulla base di dati preliminari di fonte Bloomberg, le emissioni nette di titoli sono state negative, a causa della forte contrazione dei collocamenti lordi delle imprese e degli istituti di credito.

Dopo la stabilità nel primo trimestre, il flusso netto di risparmio nei fondi comuni si è fortemente ridotto in aprile e maggio

Nel primo trimestre il flusso netto di risparmio verso i fondi comuni aperti è rimasto invariato su valori positivi (a 12,8 miliardi di euro, secondo i dati forniti da Assogestioni). Le preferenze degli investitori si sono indirizzate soprattutto verso i fondi azionari (9,2 miliardi) e monetari (3,4 miliardi), mentre si sono verificati consistenti deflussi dal comparto obbligazionario (5,4 miliardi). In aprile e maggio sono proseguiti i riscatti netti di quote dal comparto obbligazionario, per un importo di circa 6 miliardi complessivamente. Anche il totale della raccolta dei fondi comuni aperti è fortemente diminuito, con flussi netti mensili di investimento per 1,6 miliardi in aprile e -0,4 in maggio, a fronte di circa 4,3 nella media del trimestre precedente.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

In linea con lo scostamento di bilancio autorizzato dal Parlamento lo scorso aprile, il Governo ha varato nuovi provvedimenti con l'obiettivo principale di contrastare gli effetti dell'aumento dei prezzi dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese. Contestualmente, a parziale copertura degli interventi, ha ampliato il prelievo straordinario sui profitti delle società operanti nel settore dell'energia. L'Esecutivo ha inoltre reso noto il conseguimento dei traguardi e degli obiettivi previsti dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) per il primo semestre dell'anno e ha inviato la richiesta di pagamento della seconda rata dei fondi. La Commissione europea ha annunciato che la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita verrà applicata fino al 2023.

Il Governo ha varato nuove misure di sostegno per famiglie e imprese

Nel secondo trimestre il Governo ha adottato nuove misure di natura temporanea per contenere gli effetti dei rincari dei beni energetici sui bilanci di famiglie e imprese⁵. In particolare, i provvedimenti introducono per l'anno in corso un trasferimento una tantum di 200 euro a varie categorie di contribuenti (inclusi i percettori del Reddito di cittadinanza). È stata inoltre decisa l'estensione di alcuni interventi adottati in precedenza, tra i quali: (a) la riduzione delle accise sui carburanti (prorogata fino al 2 agosto 2022); (b) l'annullamento, per il terzo trimestre, degli oneri di sistema delle bollette elettriche per tutte le utenze; (c) la riduzione, sempre per il terzo trimestre, dell'IVA e delle aliquote relative agli oneri di sistema sul consumo di gas; (d) la concessione di crediti di imposta a compensazione delle spese energetiche sostenute da varie tipologie di imprese nella prima metà dell'anno. Infine, sono state stanziati risorse aggiuntive per fare fronte alla crescita generalizzata dei prezzi dei materiali nella realizzazione delle opere pubbliche. A parziale copertura di queste misure è previsto un aumento del prelievo straordinario, introdotto lo scorso marzo, a carico delle società operanti nel settore energetico. Complessivamente, secondo le valutazioni ufficiali, i provvedimenti accrescono l'indebitamento netto di 10,5 miliardi nel 2022, in linea con lo scostamento di bilancio autorizzato dal Parlamento lo scorso aprile (tav. 11)⁶.

⁵ Si tratta delle misure contenute nel DL 38/2022 (confluito, senza modifiche, nella legge di conversione 20 maggio 2022, n. 51 del DL 21/2022), nei DD.LL. 50/2022 e 80/2022 e nel decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) del 24 giugno scorso (per i primi due provvedimenti, cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica* nella *Relazione annuale* sul 2021).

⁶ Per il triennio 2023-25 questi provvedimenti intervengono quasi esclusivamente con misure dal lato della spesa (inclusa una rimodulazione degli stanziamenti relativi ai programmi del MEF) e, secondo le valutazioni ufficiali, determinano un costo per le finanze pubbliche pari in media a 3,2 miliardi l'anno.

**Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche delle misure incluse
nei DD.LL. 38/2022, 50/2022 e 80/2022 e nel decreto del MEF del 24 giugno 2022 (1)**
(milioni di euro)

VOCI	2022	2023	2024	2025
USO DELLE RISORSE (C=A+B)	19.774	5.526	4.068	3.716
Interventi in materia di energia (A)	14.691	0	0	0
Indennità una tantum a favore di:	6.800	0	0	0
lavoratori dipendenti	2.756	0	0	0
pensionati	2.740	0	0	0
disoccupati, percettori Reddito di cittadinanza e altre categorie di lavoratori autonomi (fondo)	804	0	0	0
autonomi (fondo)	500	0	0	0
Riduzione aliquote di accisa carburanti (incluso effetto indotto sul gettito dell'IVA)	3.243	0	0	0
Interventi a favore delle utenze per il contenimento degli oneri in bolletta:	3.044	0	0	0
annullamento degli oneri generali di sistema nel settore elettrico	1.915	0	0	0
riduzione aliquota IVA e oneri generali di sistema nel settore del gas	1.013	0	0	0
rideterminazione delle agevolazioni relative al bonus sociale elettrico e gas	116	0	0	0
Crediti di imposta per le imprese:	1.435	0	0	0
a forte consumo di gas naturale	662	0	0	0
del settore dell'autotrasporto	497	0	0	0
altre imprese	275	0	0	0
Fondo per garantire la continuità dei servizi degli Enti locali	170	0	0	0
Altri interventi (B)	5.083	5.526	4.068	3.716
Fondi opere pubbliche (revisione prezzi materiali e prosecuzione opere)	3.000	2.750	1.500	1.500
Ripristino stanziamenti stato di previsione del MEF (effetto netto) (2)	697	1.730	1.530	1.500
Misure per l'assistenza, il sostentamento e l'accoglienza a seguito della crisi ucraina	305	0	0	0
Rifinanziamento Fondo IPCEI (Importanti progetti di comune interesse europeo)	150	200	150	0
Incremento del fabbisogno sanitario nazionale standard	200	0	0	0
Sostegno alle famiglie per servizi di trasporto pubblico e accesso alle abitazioni in locazione	179	0	0	0
Sostegno a favore degli enti locali	160	95	80	0
Sostegno a favore delle imprese danneggiate dalla crisi ucraina	150	0	0	0
Onere interessi passivi derivanti dalle maggiori emissioni nette di titoli del debito pubblico	49	194	306	389
PNRR grandi città (Fondo per i Comuni con più di 600.000 abitanti) e altre misure	14	332	227	75
Modifiche al Superbonus (110 per cento)	-2	111	130	123
Altro	182	115	145	129
REPERIMENTO RISORSE (F=D-E)	9.271	1.282	901	1.508
Maggiori entrate (D)	7.428	247	-107	0
Contributo straordinario sugli extraprofitto delle imprese operanti nel settore energetico	6.508	0	0	0
Maggior gettito IVA su carburanti (1° aprile-31 maggio 2022) (3)	916	0	0	0
Effetti riflessi delle misure	4	247	-107	0
Minori spese (E)	-1.843	-1.035	-1.008	-1.508
Riduzione fondo per lo sviluppo e la coesione	-1.000	-1.000	-1.000	-1.500
Altro	-843	-35	-8	-8
Variazione dell'indebitamento netto (G=F-C)	10.502	4.244	3.167	2.208
In percentuale del PIL (4)	0,6	0,2	0,2	0,1

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute nell'allegato 3 dei rispettivi provvedimenti e nel decreto del MEF del 24 giugno 2022.

(1) Il DL 38/2022 è confluito nella L. 51/2022 di conversione del DL 21/2022, che lo ha abrogato mantenendo validi gli atti e i provvedimenti adottati e fatti salvi gli effetti e i rapporti giuridici sorti sulla base del decreto stesso. – (2) Il DL 17/2022 (convertito dalla L. 34/2022) aveva previsto la riduzione di stanziamenti relativi a programmi del MEF come forma di copertura delle maggiori spese (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2022). Il DL 50/2022 ha parzialmente reintegrato quegli stanziamenti, mentre il DL 80/2022 ne prevede una nuova riduzione: l'importo indicato nella tavola rappresenta l'effetto netto di questi ultimi due interventi. – (3) Il maggior gettito è accertato ai sensi dell'art. 1, comma 291, della L. 244/2007. – (4) Viene considerato il PIL nominale programmatico riportato nel *Documento di economia e finanza 2022*.

Si può valutare che per l'anno in corso agli interventi in materia di energia siano stati nel complesso destinati quasi 30 miliardi⁷.

Prosegue il buon andamento dei dati di cassa

Nel primo semestre il fabbisogno del settore statale è stato pari a 41,7 miliardi, poco meno della metà di quello dello stesso periodo del 2021. Con riferimento al complesso delle Amministrazioni pubbliche, per le quali sono disponibili i dati relativi ai primi cinque mesi del 2022, il fabbisogno è stato di 29,9 miliardi, oltre 33 in meno nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno (fig. 46). Sul buon andamento dei conti di cassa hanno influito le sovvenzioni ricevute dal nostro paese nell'ambito del programma *Next Generation EU*⁸.

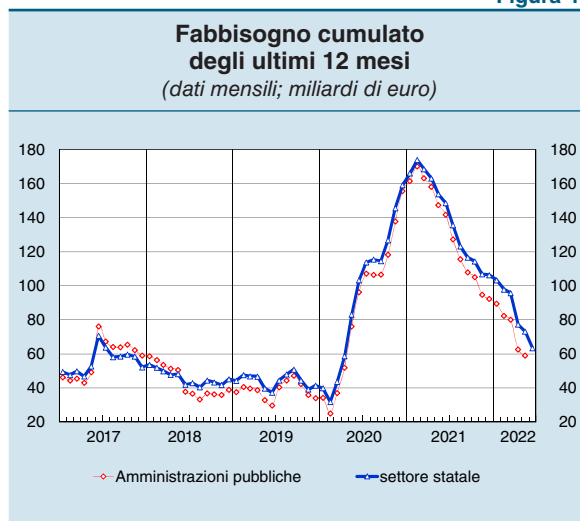
In maggio il debito delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 2.755,6 miliardi. Rispetto alla fine del 2021 è salito di quasi 78 miliardi, riflettendo, oltre al fabbisogno, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro. All'incremento ha contribuito l'effetto netto degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della dinamica del tasso di cambio.

L'onere medio del debito è stato del 2,5 per cento alla fine di marzo (fig. 47); il lieve aumento rispetto al 2,4 per cento della fine del 2021 sarebbe imputabile alla spesa sui titoli indicizzati all'inflazione. Inoltre, nel primo semestre i rendimenti dei titoli di Stato sono significativamente cresciuti (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dello spread sui titoli di Stato decennali italiani*). Tuttavia, in virtù dell'elevata vita residua del debito (7,7 anni al termine di maggio, un valore leggermente superiore a quello della fine del 2021), questi incrementi si rifletteranno sul costo medio solo gradualmente. Si può infatti valutare che un rialzo permanente di un punto percentuale dei rendimenti dei titoli pubblici di tutte le scadenze comporti un aumento dell'onere medio di circa lo 0,4 per cento dopo tre anni.

⁷ Con lo stesso obiettivo per il 2021 erano stati stanziati circa 5,5 miliardi (per le misure adottate lo scorso anno e nel primo trimestre del 2022, cfr. *Bollettino economico*, 2, 2022).

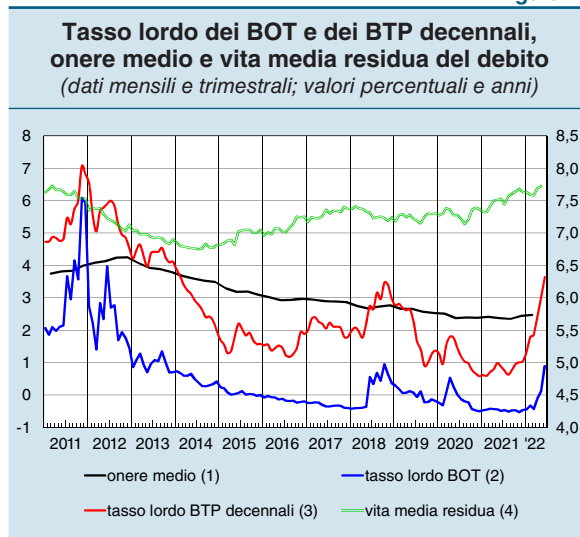
⁸ Il 13 aprile 2022 la Commissione europea ha erogato la prima rata delle risorse del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (21 miliardi, di cui 10 per sovvenzioni e 11 a valere sui prestiti e contabilizzati nel debito pubblico; cfr. il par. 1.2). Queste risorse si sommano a quelle ricevute a titolo di prefinanziamento nell'agosto 2021 (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2022).

Figura 46



Fonte: MEF per il settore statale.

Figura 47



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

Il rialzo dei tassi ha avuto un impatto anche sul valore delle passività in derivati delle Amministrazioni pubbliche che, sulla base delle regole statistiche europee, non sono incluse nel debito pubblico. Alla fine del primo trimestre il valore di mercato di queste passività si era quasi dimezzato rispetto alla fine del 2021, quando si collocava a circa 20 miliardi, riflettendo principalmente l'incremento dei rendimenti (circa 80 punti base)⁹.

La clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita sarà applicata anche nel 2023

Nelle valutazioni dei Programmi di stabilità, pubblicate il 23 maggio scorso, la Commissione europea ha annunciato l'estensione al 2023 della clausola di salvaguardia generale per i paesi della UE, in considerazione del contesto di elevata incertezza e dei forti rischi al ribasso per la crescita economica. La clausola, pur non sospendendo l'operatività del Patto di stabilità e crescita, consente deviazioni dal normale percorso di convergenza verso l'obiettivo di bilancio di medio periodo e una ridefinizione dei termini raccomandati dal Consiglio della UE per il rientro dalle situazioni di disavanzo o di debito eccessivo. Per il 2023 la Commissione ha inoltre raccomandato che le politiche di bilancio siano prudenti e che rimangano differenziate tra Stati, alla luce delle diverse situazioni nazionali. Ai paesi con debito elevato, come l'Italia, è raccomandata particolare attenzione nel contenere l'incremento della spesa corrente, tenendo conto delle misure temporanee adottate specificamente per sostenere i soggetti più esposti ai rincari energetici e i rifugiati ucraini.

L'Italia ha conseguito i traguardi e gli obiettivi del PNRR per il primo semestre e ha richiesto la seconda rata dei fondi

Alla fine di giugno il Governo ha annunciato il conseguimento dei 45 traguardi e obiettivi fissati dal PNRR per il primo semestre del 2022. È stata quindi inviata alla Commissione europea la richiesta di pagamento della seconda rata dei fondi del piano (21 miliardi tra sovvenzioni e prestiti, al netto della quota del prefinanziamento ricevuto nel 2021).

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano – anche alla luce delle informazioni congiunturali più recenti – quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso 10 giugno¹⁰. Il PIL aumenterebbe del 3,2 per cento nel 2022, dell'1,3 nel 2023 e dell'1,7 nel 2024. L'inflazione si ridurrebbe dal 7,8 per cento nel 2022 al 4,0 e 2,0 rispettivamente nel 2023 e nel 2024.

Il quadro macroeconomico dipende dall'evoluzione del conflitto in Ucraina

Il quadro macroeconomico è fortemente condizionato dalla durata e dall'intensità della guerra in Ucraina, i cui contraccolpi per l'economia italiana nei prossimi anni restano altamente incerti. Nello scenario di base si ipotizza che il conflitto si protragga per tutto il 2022 e che i suoi riflessi sui prezzi delle materie prime, sul grado di incertezza di famiglie e imprese e sul commercio internazionale si attenuino progressivamente a partire dal prossimo anno (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*). In uno scenario alternativo, più avverso, si valutano le ripercussioni di un'intensificazione delle tensioni connesse con la guerra, tale da comportare – a partire dal terzo trimestre di quest'anno – una

⁹ L'incremento dei rendimenti è misurato dalla variazione del tasso Eurirs sulla scadenza a 15 anni, che approssima la durata media del portafoglio in prodotti derivati del MEF, al quale è riconducibile gran parte dei contratti. L'andamento del valore di mercato riflette le caratteristiche del portafoglio, costituito prevalentemente da posizioni in cui il MEF paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile (solitamente l'Euribor a 6 mesi) nell'ambito di una strategia volta principalmente a proteggersi rispetto ad aumenti dei rendimenti di mercato (cfr. M. Bucci, I. De Angelis e E. Vadalà, *Don't look back in anger: l'utilizzo dei derivati nella gestione del debito pubblico italiano*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 550, 2020).

¹⁰ Per ulteriori approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia (esercizio coordinato dall'Eurosistema)*, 10 giugno 2022.

completa sospensione delle forniture di materie prime energetiche dalla Russia della durata di dodici mesi, solo in parte compensata dal nostro paese mediante il ricorso a fornitori alternativi.

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Le proiezioni per l'Italia qui presentate – che aggiornano quelle elaborate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, pubblicate lo scorso 10 giugno – sono basate sulle informazioni disponibili all'8 luglio.

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

a) la domanda estera ponderata per i diversi mercati di destinazione delle nostre esportazioni rallenta al 3,3 per cento in media nel triennio 2022-24;

b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro scende all'1,07 quest'anno e all'1,04 nel biennio 2023-24¹;

c) il prezzo del greggio (qualità Brent) fissato sulla base delle quotazioni dei contratti futures scende da 107 dollari al barile nel 2022 a 91 nel 2023 e a 84 nel 2024 (era 71 dollari nello scorso anno); i prezzi del gas ammontano in media a circa 130 euro per megawattora nel 2022 (47 nel 2021), a 117 nel 2023 e a 74 nel 2024; si tiene altresì conto dei provvedimenti amministrativi di adeguamento delle tariffe del gas e dell'elettricità disposti dall'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente;

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) è pari allo 0,2 per cento nell'anno in corso, sale all'1,6 nel 2023 e all'1,7 nel 2024;

e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, dal 2,8 per cento nella media del 2022 (0,8 nel 2021), aumenta fino al 3,8 per cento nel 2024, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

f) lo scenario incorpora le misure di bilancio approvate a partire dal gennaio scorso anche in risposta alla crisi energetica, quelle del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) e quelle introdotte nelle passate manovre.

¹ Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni di mercato disponibili all'8 luglio.

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene

VOCI	2021	2022	2023	2024
Domanda estera potenziale (1)	9,6	3,7	2,8	3,4
Dollaro/euro (2)	1,18	1,07	1,04	1,04
Cambio effettivo nominale (1) (3)	-0,8	2,1	0,3	0,0
Prezzo del greggio (2) (4)	70,7	106,9	91,3	84,0
Tasso Euribor a 3 mesi (2)	-0,5	0,2	1,6	1,7
Tasso BOT a 1 anno (2)	-0,5	0,5	1,4	1,5
Tasso BTP a 10 anni (2)	0,8	2,8	3,6	3,8

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.

I tassi di interesse aumentano in maniera decisa

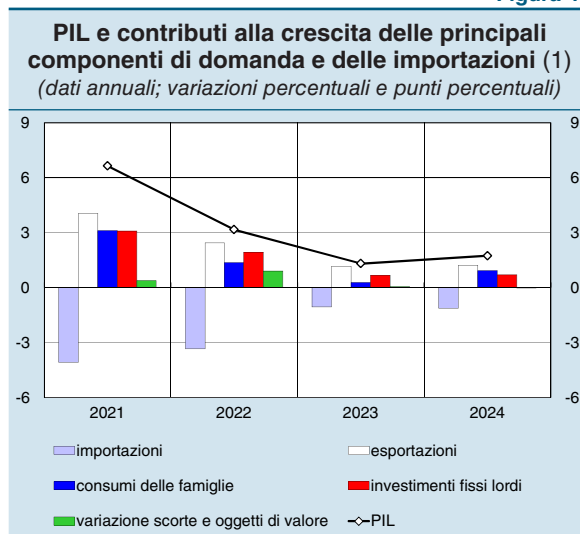
Le condizioni monetarie e finanziarie sottostanti allo scenario di base presuppongono un rialzo dei tassi di interesse soprattutto nel biennio 2022-23, in linea con le aspettative di mercato che scontano una normalizzazione della politica monetaria per contrastare le recenti spinte inflazionistiche. Secondo i tassi di interesse a termine impliciti nelle quotazioni dei mercati disponibili all'8 luglio, i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani crescerebbero dallo 0,8 per cento nella media del 2021 al 2,8 per cento quest'anno (3,4 nel quarto trimestre) e salirebbero

al 3,6 per cento nel 2023 e al 3,8 nel 2024. Il differenziale di rendimento rispetto ai Bund tedeschi della stessa scadenza, che all'inizio di luglio si collocava su livelli di poco inferiori ai 200 punti base (cfr. il par. 2.8), aumenterebbe lievemente nel triennio di previsione, portandosi poco al di sopra dei 220 punti nel 2024. Il costo del credito alle imprese, che crescerebbe di 160 punti base nel triennio, resterebbe comunque in linea con quello atteso per la media dell'area dell'euro.

Il commercio mondiale decelera sensibilmente

Nello scenario di base il commercio mondiale si espanderebbe in misura relativamente contenuta nel triennio di previsione, dopo il marcato rimbalzo del 2021 legato all'allentamento delle restrizioni adottate durante le fasi più acute della pandemia. La domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, crescerebbe del 3,7 per cento nel 2022, grazie soprattutto alla crescita acquisita alla fine del 2021, e di poco più del 3 per cento all'anno in media nel prossimo biennio.

Figura 48



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

Tavola 12

Scenario macroeconomico

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

VOCI	2021	2022	2023	2024
PIL (1)	6,6	3,2	1,3	1,7
Consumi delle famiglie	5,2	2,3	0,5	1,6
Consumi collettivi	0,6	-0,6	1,3	0,4
Investimenti fissi lordi	17,0	9,7	3,2	3,2
di cui: investimenti in beni strumentali	12,6	6,2	3,5	5,7
Esportazioni totali	13,4	7,7	3,5	3,6
Importazioni totali	14,3	11,2	3,3	3,4
Variazione delle scorte (2)	0,3	0,9	0,0	0,0
per memoria: PIL, dati grezzi (3)	6,6	3,1	1,2	1,8
Prezzi (IPCA)	1,9	7,8	4,0	2,0
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,8	2,9	2,1	2,1
Deflatore del PIL	0,5	3,0	3,0	2,3
Occupazione (ore lavorate)	8,0	4,0	1,1	1,1
Occupazione (numero di occupati)	0,8	2,0	0,5	0,5
Tasso di disoccupazione (4)	9,5	8,3	8,1	8,0
Competitività all'export (5)	0,6	2,4	-0,6	0,0
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,5	-0,4	0,2	1,1

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 indicano guadagni di competitività. – (6) In percentuale del PIL.

Il PIL continua a crescere, seppure frenato dalle ricadute della guerra

Nel corso del 2022 l'attività economica risentirebbe delle ripercussioni del conflitto in Ucraina, seppure mitigate dalla ripresa dei servizi connessa con l'allentamento delle restrizioni. A partire dalla metà del prossimo anno, l'attenuazione delle tensioni internazionali e il progressivo venire meno delle pressioni inflazionistiche favorirebbero una graduale accelerazione del prodotto.

In media d'anno, il PIL aumenterebbe del 3,2 per cento nel 2022, grazie soprattutto alla crescita già acquisita alla fine del 2021 (2,5 per cento), dell'1,3 nel 2023 e dell'1,7 nel 2024 (tav. 12 e fig. 48).

L'apporto della politica di bilancio alla crescita resterebbe significativo nel triennio

Lo scenario di base incorpora un sostegno considerevole all'attività economica da parte della politica di bilancio e degli interventi delineati nel PNRR. Si valuta che le misure di aiuto a imprese e famiglie per fronteggiare il rincaro dei beni energetici, insieme con quelle introdotte negli scorsi anni per contrastare l'emergenza pandemica e gli interventi programmati nel PNRR, possano innalzare il livello del PIL complessivamente di oltre 3,5 punti percentuali nell'arco del triennio 2022-24, di cui circa 2 punti riconducibili alle misure delineate nel piano.

Proseguirebbe il graduale incremento dell'occupazione

L'occupazione continuerebbe a espandersi lungo l'intero orizzonte previsivo, seppure a un ritmo inferiore rispetto al prodotto. Le ore lavorate aumenterebbero più del numero di occupati, favorendo un ritorno alla normalità del margine intensivo di utilizzo del fattore lavoro. Il tasso di disoccupazione scenderebbe

dal 9,5 per cento del 2021 all'8,0 nel 2024.

La ripresa dei consumi è ostacolata dall'inflazione

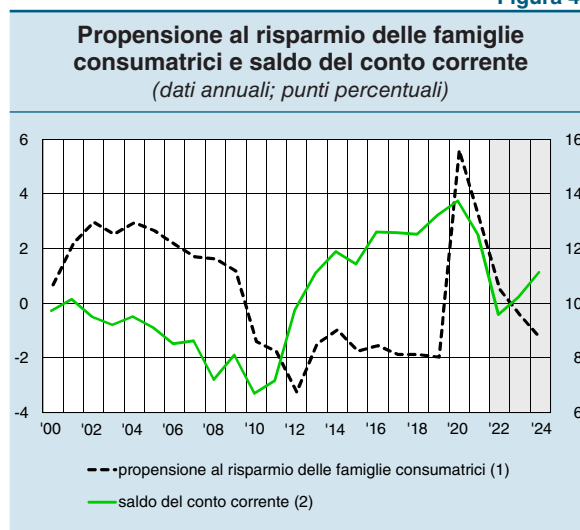
I consumi delle famiglie, dopo il calo nel primo trimestre, crescerebbero in misura modesta nella restante parte del 2022 e nella prima

metà del 2023; verrebbero frenati dagli effetti dei rincari delle materie prime sul potere d'acquisto – solo in parte attenuati dai provvedimenti del Governo (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi dell'inflazione e delle misure governative per contrastarla*) – e dal calo della fiducia connesso con il perdurare della guerra. Il progressivo venire meno delle pressioni inflazionistiche, che secondo le ipotesi sarebbe concomitante con l'attenuazione delle tensioni associate al conflitto, favorirebbe una dinamica più sostenuta della spesa delle famiglie dalla metà del 2023. Complessivamente, in media d'anno, i consumi aumenterebbero del 2,3 per cento nel 2022, dello 0,5 nel 2023 e dell'1,6 nel 2024. La propensione al risparmio, scesa al 13,1 per cento nel 2021 (dal 15,6 nel 2020), continuerebbe a ridursi, avvicinandosi ai valori precedenti la pandemia alla fine del 2024 (fig. 49).

Gli investimenti beneficiano delle politiche economiche ma sono frenati da incertezza e aumento dei tassi di interesse

Gli investimenti crescerebbero in misura ancora sostenuta nell'anno in corso, per decelerare nel prossimo biennio. Quelli in costruzioni continuerebbero a espandersi a ritmi elevati nel 2022 grazie agli incentivi alla riqualificazione del patrimonio edilizio, ma rallenterebbero progressivamente nei prossimi due anni. La spesa in beni strumentali risentirebbe dalla seconda parte di quest'anno dell'aumento dell'incertezza e del costo del capitale; tornerebbe a crescere in

Figura 49



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Scala di destra. – (2) In rapporto al PIL.

misura più sostenuta nel 2024, anche grazie alla progressiva attuazione degli interventi delineati nel PNRR. Il rapporto tra investimenti totali e PIL salirebbe fino a raggiungere un livello del 22 per cento nel 2024, appena superiore al picco del 2007. L'incremento sarebbe molto marcato per la componente in beni strumentali; per quella in costruzioni, nel 2024 questo rapporto rimarrebbe ancora inferiore di circa un punto percentuale rispetto ai livelli massimi del 2007 (fig. 50).

Il saldo di conto corrente risente del forte peggioramento della bilancia energetica

Le esportazioni crescerebbero di oltre il 7 per cento nell'anno in corso, sospinte dal recupero della componente dei servizi, che beneficerebbe del ritorno su va-

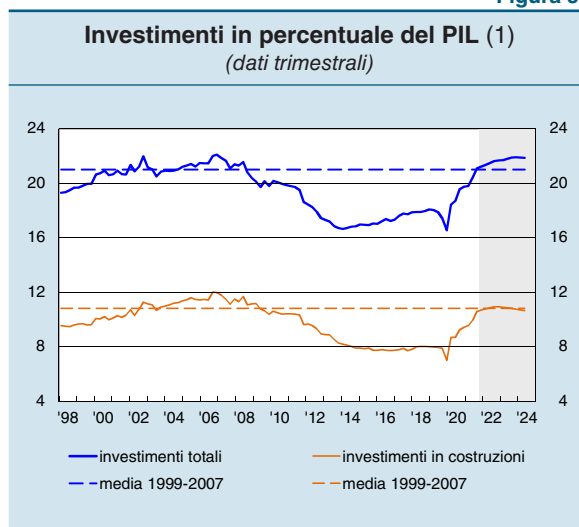
lori pre-pandemici dei flussi turistici internazionali; le vendite all'estero rallenterebbero nel prossimo biennio, in linea con la domanda ponderata di beni e servizi. Le importazioni si espanderebbero in misura più elevata delle esportazioni nella media del 2022, principalmente per via di una maggiore crescita acquisita all'inizio di quest'anno, e a ritmi appena inferiori nel biennio 2023-24. Il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti diverrebbe lievemente negativo nell'anno in corso in seguito soprattutto al deciso peggioramento della bilancia energetica; tornerebbe positivo già nel 2023 e prossimo all'1 per cento in rapporto al PIL nel 2024.

L'inflazione rispecchia soprattutto il rincaro dei beni energetici

L'inflazione al consumo si collocherebbe al 7,8 per cento nella media di quest'anno, sospinta dagli

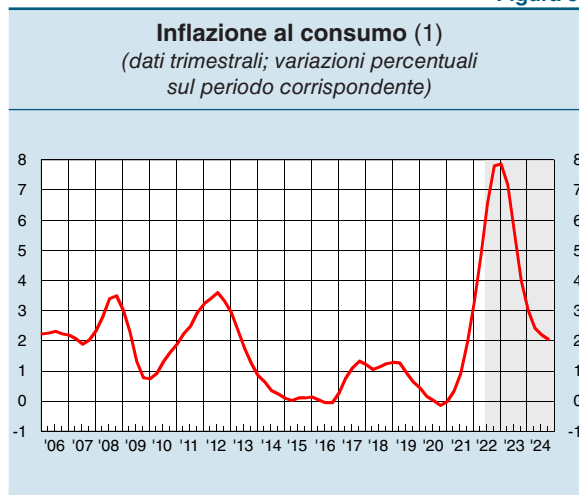
effetti del forte rincaro dei beni energetici. Vi contribuiscono inoltre, in misura minore, gli effetti delle strozzature all'offerta e dell'adeguamento dei listini nei comparti dei servizi per i quali la domanda si avvantaggia maggiormente dell'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia. L'inflazione diminuirebbe al 4,0 per cento nel 2023 e al 2,0 nel 2024 (fig. 51). La componente di fondo, pari al 2,9 per cento quest'anno, scenderebbe intorno al 2 nel biennio 2023-24. Il progressivo ridimensionamento dell'inflazione nel corso dell'orizzonte previsivo riflette l'ipotesi che le pressioni derivanti dall'incremento dei prezzi delle materie prime rientrino gradualmente dal prossimo anno e che, anche a seguito della durata relativamente lunga dei contratti di lavoro collettivi, l'elevata dinamica dei prezzi venga trasferita lentamente e in misura parziale sui salari. Nel settore privato le retribuzioni per addetto aumenterebbero dell'1,0 per cento nel 2022 e del 2,2 in media nel biennio successivo; quelle del pubblico impiego crescerebbero a un ritmo decisamente sostenuto nel 2022, per effetto del rinnovo dei contratti e del corrispondente versamento degli arretrati per la maggioranza dei dipendenti pubblici, per poi ridursi nel biennio 2023-24 (per il venire meno di quest'ultima componente). L'inflazione interna, mi-

Figura 50



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

Figura 51



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) IPCA; medie mobili di 4 termini.

surata col deflatore del PIL, salirebbe al 3,0 per cento quest'anno e si manterrebbe su questo livello anche nel 2023, sostenuta dall'aumento delle retribuzioni pubbliche e dal recupero dei margini di profitto, diminuendo gradualmente fino a livelli poco sopra il 2 per cento nel 2024.

Rispetto a gennaio le proiezioni di crescita sono riviste al ribasso; quelle di inflazione sono nettamente più elevate

Nel confronto con lo scenario delineato nel *Bollettino economico* di gennaio le proiezioni di crescita sono riviste al ribasso per poco più di mezzo punto percentuale quest'anno e oltre un punto percentuale nel 2023, per via delle ripercussioni negative del conflitto in Ucraina, che incidono sulla spesa di famiglie e imprese attraverso i rincari dell'energia e la maggiore incertezza; sono invariate nel 2024¹¹. L'inflazione al consumo è rivista sensibilmente al rialzo, di 4,3 punti percentuali quest'anno, di 2,4 nel 2023 e di 0,3 nel 2024¹². La revisione nel

biennio 2022-23 riflette principalmente l'andamento della componente energetica, mentre a quella per il 2024 contribuisce la dinamica più sostenuta dei salari.

Per il 2022 le proiezioni sull'andamento dell'attività economica sono più elevate di quelle degli altri principali previsori; per il 2023 sono prossime alle stime dell'OCSE, superiori a quelle della Commissione e inferiori a quelle dell'FMI (tav. 13). Le stime di inflazione per quest'anno sono significativamente più alte di quelle di tutti i principali analisti; per il 2023 risultano in linea con le stime dell'OCSE e maggiori di quelle degli altri previsori.

I rischi per la crescita sono orientati al ribasso

La crescita attesa è soggetta a sostanziali rischi al ribasso. Il principale elemento di incertezza è rappresentata

dall'evoluzione del conflitto in Ucraina che potrebbe incidere sulla disponibilità e sui prezzi delle materie prime, nonché comportare un più forte rallentamento degli scambi mondiali e un deterioramento più accentuato della fiducia. Nel breve termine un ulteriore rischio è costituito dalla recrudescenza della pandemia, che – se diffusa a livello globale – potrebbe provocare anche degli impatti sulle catene internazionali di approvvigionamento. Questi stessi fattori comportano rischi al rialzo sul profilo dell'inflazione, su cui potrebbe incidere anche una trasmissione più accentuata, rispetto a quanto storicamente osservato, dei rincari dell'energia ai salari e alle componenti meno volatili dei prezzi al consumo.

Tavola 13

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

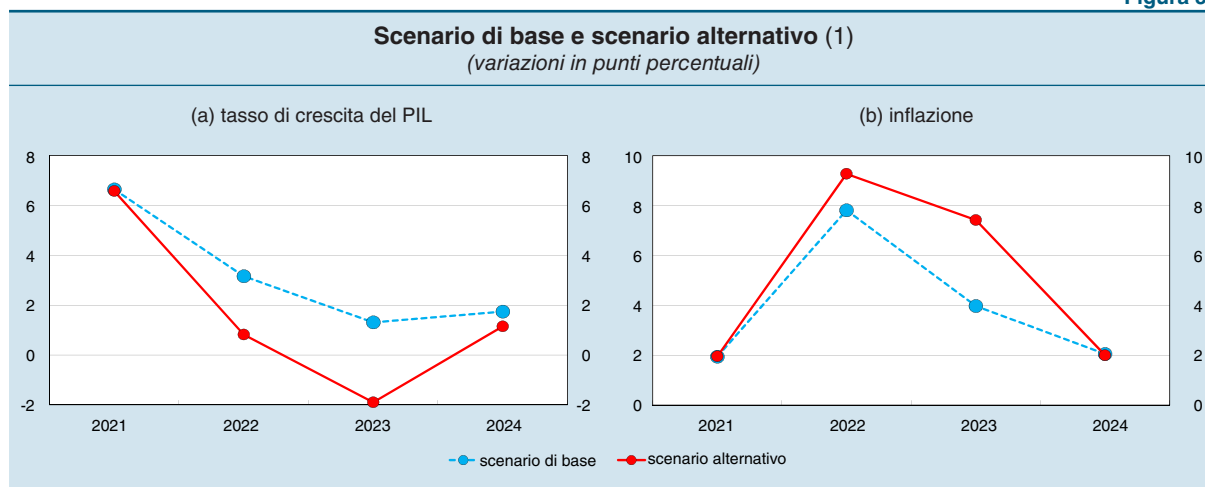
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2022	2023	2022	2023
FMI (aprile)	2,3	1,7	5,3	2,1
OCSE (giugno)	2,5	1,2	6,3	3,8
Commissione europea (luglio)	2,9	0,9	7,4	3,4
Consensus Economics (giugno)	2,6	1,7	6,3	3,8
<i>per memoria:</i> Banca d'Italia (luglio)	3,2	1,3	7,8	4,0

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2022; OCSE, *OECD Economic Outlook*, giugno 2022; Commissione europea, *European Economic Forecast. Summer 2022*, luglio 2022; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2022; Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 3, 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.

¹¹ Le proiezioni di crescita qui presentate sono più elevate di oltre mezzo punto percentuale nel 2022 e inferiori di 2 decimi di punto in media all'anno nel biennio 2023-24 rispetto a quelle pubblicate lo scorso 10 giugno, in occasione dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema. La differenza per l'anno in corso riflette principalmente il dato del PIL relativo al primo trimestre diffuso dall'Istat alla fine di maggio, superiore alle attese, oltre alle recenti indicazioni positive riguardo l'andamento del comparto industriale e di quello dei servizi nel secondo trimestre; la differenza per il prossimo biennio risente degli effetti di una maggiore inflazione sui consumi delle famiglie e dei più alti tassi di interesse sulla spesa per beni capitali.

¹² In raffronto alle stime di giugno, l'inflazione è più elevata sia quest'anno sia il prossimo, rispettivamente di 1,6 e di 1,3 punti percentuali. Le differenze rispecchiano in larga misura un maggiore aumento dei prezzi in maggio e in giugno rispetto alle attese, oltre a un profilo generalmente più alto delle quotazioni delle materie prime.



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

In uno scenario avverso, un arresto delle forniture di energia dalla Russia determinerebbe una recessione

Gli effetti di un'evoluzione più sfavorevole della guerra in Ucraina vengono esaminati in uno scenario avverso, caratterizzato da un inasprimento del conflitto e delle tensioni tra la Russia e la comunità internazionale tali da determinare un'interruzione delle forniture energetiche russe. In tale scenario si ipotizza che: (a) dal terzo trimestre le importazioni di beni energetici dalla Russia si arrestino completamente per un anno; nel nostro paese in questo orizzonte sia possibile sostituire interamente gli acquisti dall'estero di petrolio e i due quinti di quelli di gas¹³ ricorrendo ad altri fornitori; la ridotta disponibilità di gas comporti interruzioni produttive nelle attività industriali caratterizzate da più elevata intensità energetica; (b) i prezzi delle materie prime subiscano ulteriori forti rialzi; (c) si delinei un aumento dell'incertezza e un deterioramento del clima di fiducia (analogo per le imprese a quello osservato durante la crisi finanziaria globale del 2008-09 e per le famiglie simile a quello dei primi trimestri del 2020 a seguito dello shock pandemico); (d) la crescita della domanda estera dell'Italia risulti inferiore di circa 2,5 punti percentuali nel 2022 e di 4 punti nel 2023 rispetto allo scenario di base.

L'impatto delle ipotesi considerate nello scenario avverso eroderebbe gran parte della crescita per l'anno in corso, in larga misura già acquisita alla fine del primo trimestre, portandola al di sotto dell'1 per cento nel 2022, e comporterebbe una contrazione di quasi 2 punti percentuali nel 2023 (fig. 52); in media d'anno il prodotto tornerebbe a crescere solo nel 2024. Risulterebbero particolarmente penalizzati i consumi delle famiglie, a causa soprattutto dell'ulteriore diminuzione del potere d'acquisto, e gli investimenti produttivi, che risentirebbero del forte aumento dell'incertezza. Le vendite all'estero continuerebbero a crescere soprattutto grazie alla componente dei servizi, ma a tassi molto contenuti, coerentemente con l'indebolimento degli scambi internazionali. Le condizioni del mercato del lavoro tornerebbero a deteriorarsi e l'occupazione diminuirebbe a partire dalla seconda metà dell'anno in corso e per tutto il successivo. Il tasso di disoccupazione si porterebbe nel biennio 2023-24 su livelli più elevati di quelli prefigurati nello scenario di base per poco più di un punto percentuale. L'inflazione al consumo raggiungerebbe il 9,3 per cento nel 2022, e rimarrebbe elevata anche nel 2023, al 7,4 per cento, per scendere decisamente solo nel 2024.

Lo scenario non include possibili risposte delle politiche economiche, a livello nazionale e comunitario, che potrebbero essere introdotte per mitigare le ricadute degli sviluppi ipotizzati su famiglie e imprese.

¹³ Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Le relazioni commerciali e finanziarie tra Italia e Russia*, in *Bollettino economico*, 2, 2022.