



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2024

4 | 2024



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2024
Ottobre

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

Relazione annuale

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2024

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

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

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Fabrizio Colonna e Lisa Rodano (coordinamento), Antonio Dalla Zuanna, Federica Daniele, Maria Ludovica Drudi, Giacomo Romanini, Matteo Santi, Michele Savini Zangrandi, Stefania Villa

Fabrizio Martello, Valentina Memoli, Marco Paciucci (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici), Roberta Persia (aspetti informatici)

Riquadri: Paolo Farroni, Valerio Nispi Landi, Raffaella Nizzi e Giulio Carlo Venturi

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

DOI <https://doi.org/10.32057/0.be.2024.4>

Aggiornato con i dati disponibili al 4 ottobre 2024, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	10
1.3 I mercati finanziari internazionali	16
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	20
2.2 Le imprese	23
2.3 Le famiglie	25
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	26
2.5 Il mercato del lavoro	29
2.6 La dinamica dei prezzi	33
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	35
2.8 Il mercato finanziario	37
2.9 La finanza pubblica	38

INDICE DEI RIQUADRI

Le tensioni nei mercati finanziari internazionali all'inizio di agosto	16
Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana	21
L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva	31

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

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

SINTESI

Le prospettive di crescita dell'economia globale rimangono modeste

Dopo un miglioramento in primavera, emergono segnali di rallentamento dell'economia mondiale, soprattutto a causa della debolezza della manifattura. Negli Stati Uniti l'attività rimane robusta; il mercato del lavoro è in lieve raffreddamento. In Cina lo scarso vigore della domanda interna, che continua a risentire della crisi del settore immobiliare, frena la crescita del prodotto. Secondo le stime di settembre dell'OCSE, l'incremento del PIL globale si collocherà poco sopra il 3 per cento nel 2024 e nel 2025, in linea con il dato dell'anno scorso, ma al di sotto della media registrata nel decennio precedente la pandemia. Secondo nostre valutazioni, nella media del 2024 gli scambi internazionali si espanderanno più lentamente del prodotto.

La Federal Reserve ha ridotto i tassi ufficiali e la Banca centrale cinese ha adottato nuove misure espansive

L'inflazione continua a diminuire negli Stati Uniti. A settembre, per la prima volta dal marzo 2020, la Federal Reserve ha ridotto i tassi di riferimento (di 50 punti base, al 4,75-5,00 per cento), in considerazione della riduzione dell'inflazione e del rallentamento del mercato del lavoro.

La Bank of England, che aveva tagliato i tassi in agosto, li ha mantenuti invariati in settembre. In Giappone la Banca centrale ha innalzato i tassi di riferimento alla fine di luglio; l'attesa di ulteriori aumenti, in concomitanza con la pubblicazione di dati deludenti sulla congiuntura statunitense, ha innescato all'inizio di agosto forti tensioni nei mercati finanziari internazionali, poi in larga misura rientrate. Per sostenere la crescita dell'attività economica, in settembre la Banca centrale cinese ha varato un pacchetto di misure espansive straordinarie, che si sono aggiunte al taglio dei tassi di riferimento dello scorso luglio.

Nell'area dell'euro l'attività resta deludente e prosegue la disinflazione

Secondo nostre valutazioni, nei mesi estivi è proseguita la sostanziale stagnazione del PIL dell'area dell'euro: il

ciclo manifatturiero è rimasto debole, mentre si è protratta l'espansione dei servizi, riflettendo in special modo il buon andamento della stagione turistica. A settembre l'inflazione ha continuato a diminuire, anche nella componente di fondo. Resta elevata la dinamica dei prezzi dei servizi, in particolare di quelli che si adeguano con ritardo all'inflazione passata. Secondo le proiezioni di settembre degli esperti della BCE, l'inflazione al consumo diminuirà progressivamente, dal 2,5 per cento nella media dell'anno in corso al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026.

La BCE ha nuovamente ridotto i tassi ufficiali

Dopo un primo taglio a giugno, nella riunione di settembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ulteriormente ridotto di 25 punti base il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema. A settembre è inoltre entrata in vigore la riduzione a 15 punti base del differenziale tra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sui depositi, deliberata dal Consiglio lo scorso marzo.

In Italia la crescita prosegue a ritmi moderati

Sulla base di nostre valutazioni, in Italia la crescita nei mesi estivi è stata moderata; una nuova espansione dei servizi si è associata alla persistente debolezza della manifattura. La domanda aggregata ha beneficiato soprattutto dell'andamento dei consumi, sostenuti dalla ripresa del reddito disponibile, a fronte di un contributo negativo delle esportazioni nette, in un contesto di fragilità delle principali economie dell'area dell'euro.

Aumenta l'avanzo del conto corrente

Nel secondo trimestre del 2024 l'avanzo del conto corrente si è ampliato, soprattutto per la riduzione del deficit dei redditi primari e per il saldo dei servizi, tornato positivo. Il saldo del conto finanziario è rimasto sostanzialmente in pareggio; gli acquisti netti di titoli italiani da parte dei non residenti, principalmente obbligazioni so-

vrane, si sono mantenuti elevati. Il saldo debitorio TARGET ha continuato a diminuire anche nei mesi estivi. La posizione creditoria netta sull'estero è salita a circa 225 miliardi.

La domanda di lavoro si indebolisce, i salari reali recuperano gradualmente

Nonostante l'espansione del numero di occupati sia proseguita nei mesi estivi, emergono alcuni segnali di indebolimento della domanda di lavoro: i posti vacanti si sono ridotti e le ore lavorate sono diminuite nel secondo trimestre. La partecipazione è scesa lievemente in estate, contribuendo alla flessione del tasso di disoccupazione. I recenti rinnovi contrattuali stanno favorendo un graduale recupero dei salari reali.

L'inflazione diminuisce

Dopo l'aumento di luglio, l'inflazione è tornata a scendere, risentendo dell'ulteriore calo delle quotazioni dell'energia. Anche la componente di fondo è diminuita, nonostante la dinamica dei prezzi rimanga relativamente elevata nei servizi, soprattutto per effetto delle voci connesse con il turismo. Famiglie e imprese continuano ad attendersi una crescita moderata dei prezzi nel breve e nel medio termine.

Scende lievemente il costo del credito, ma la domanda di finanziamenti si mantiene contenuta

Le condizioni di finanziamento a famiglie e imprese hanno beneficiato della riduzione del costo della raccolta bancaria. Malgrado un lieve allentamento dei criteri di offerta in primavera, i prestiti bancari alle società non finanziarie hanno continuato a contrarsi, principalmente per la minore domanda di credito per investimenti. Si è invece interrotta la flessione dei finanziamenti alle famiglie che, seppure marginalmente, sono tornati a espandersi per la prima volta dall'inizio del 2023.

Il Governo ha approvato il Piano strutturale di bilancio di medio termine di medio termine dell'Italia

Il 27 settembre il Governo ha approvato il Piano strutturale di bilancio di medio termine, il principale documento di programmazione nell'ambito della nuova governance eco-

nomica europea. Per gli anni 2025-29 l'Esecutivo prevede una crescita della spesa netta pari in media all'1,6 per cento l'anno. Nello stesso periodo il disavanzo programmatico sarebbe più elevato di quello a legislazione vigente, ma scenderebbe sotto il 3 per cento del PIL nel 2026. Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto continuerebbe ad aumentare, raggiungendo il 137,8 per cento nel 2026, per poi diminuire in media di un punto percentuale all'anno fino al termine del percorso di consolidamento.

L'Istat ha rivisto i dati di contabilità nazionale

Il 23 settembre l'Istat ha diffuso la revisione generale dei Conti economici nazionali, concordata in sede europea, per il periodo 1995-2023. La dinamica del PIL è stata rivista al rialzo nel 2021 e nel 2022, e lievemente al ribasso nel 2023. Le correzioni sono dovute a una crescita della domanda interna maggiore di quella precedentemente stimata, mentre il contributo di quella estera è rimasto sostanzialmente invariato.

Nel prossimo biennio il PIL si rafforzerebbe gradualmente e l'inflazione rimarrebbe moderata

Le nostre proiezioni confermano per il 2024 le valutazioni formulate in precedenza di una crescita del PIL dello 0,6 per cento (0,8 escludendo la correzione per le giornate lavorative) e prefigurano un'accelerazione nel biennio successivo, in cui il prodotto si espanderebbe cumulativamente di oltre il 2 per cento.

I consumi e le esportazioni acquisiranno maggior vigore dal prossimo anno, favoriti dalla ripresa del potere d'acquisto delle famiglie e del commercio internazionale. Gli investimenti continueranno a risentire di costi di finanziamento ancora elevati e del ridimensionamento degli incentivi legati al settore edilizio, gli effetti del quale saranno tuttavia mitigati dalle misure di stimolo previste dal PNRR.

L'inflazione al consumo si manterrà bassa, pari all'1,1 per cento nel 2024 e all'1,6 sia nel 2025 sia nel 2026. Nell'anno in corso, in particolare, le pressioni derivanti dall'accelerazione dei salari saranno compensate dalla dinamica contenuta dei prezzi dei beni importati e dalla discesa dei margini di profitto.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Dopo un secondo trimestre migliore delle attese, da luglio sono emersi segnali di rallentamento nell'economia mondiale, per il protrarsi della debolezza nella manifattura a fronte di una dinamica ancora positiva dei servizi. Negli Stati Uniti i consumi rimangono robusti, ma il raffreddamento del mercato del lavoro e il consolidarsi della disinflazione hanno contribuito alla decisione adottata a settembre dalla Federal Reserve di tagliare i tassi di 50 punti base. In Cina l'economia continua a essere frenata dalla crisi del settore immobiliare; la Banca centrale cinese ha varato misure straordinarie di stimolo all'attività. Il commercio internazionale, dopo l'accelerazione del secondo trimestre, mostra di nuovo segnali di rallentamento. Da luglio sono scesi i prezzi del greggio, mentre quelli del gas naturale, pur con oscillazioni, sono risaliti.

In primavera negli Stati Uniti il PIL ha continuato a crescere, mentre in Cina i consumi sono rimasti deboli

Nel secondo trimestre il PIL degli Stati Uniti è aumentato del 3,0 per cento, dall'1,4 nel primo (tav. 1), sospinto da investimenti e consumi privati; questi ultimi sarebbero rimasti robusti anche nei mesi estivi. In luglio l'incremento dell'occupazione inferiore alle attese ha contribuito a innescare tensioni nei mercati finanziari internazionali (cfr. il riquadro: *Le tensioni nei mercati finanziari internazionali all'inizio di agosto*); la crescita dei posti di lavoro ha ripreso vigore nel corso dell'estate. In Cina il PIL ha rallentato al 4,7 per cento

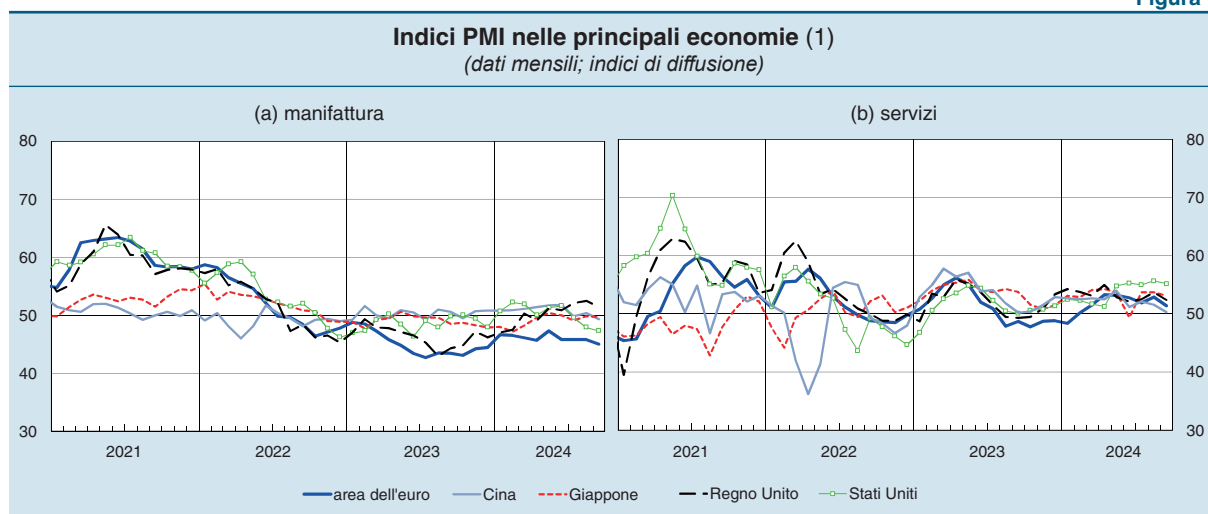
nel secondo trimestre, dal 5,3 del primo, riflettendo la debolezza dei consumi privati che risentono del protrarsi della crisi immobiliare. In Giappone, dopo la marcata contrazione nel primo trimestre, il prodotto è tornato a espandersi, trainato dai consumi. Nel Regno Unito il PIL ha continuato a crescere, sospinto dalla domanda interna.

Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, OCSE, *OECD Economic Outlook. Interim Report. Turning the Corner*, settembre 2024.

(1) Dati trimestrali. Per Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Punti percentuali; revisioni rispetto a OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2024. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.



Fonte: Markit e Standard & Poor's.

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

L'attività globale si indebolisce, in particolare nella manifattura

Dal mese di luglio, nelle principali economie ad eccezione del Regno Unito (fig. 1.a) gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' indices*, PMI) segnalano il protrarsi della debolezza nella manifattura, con un notevole calo negli Stati Uniti; gli indicatori relativi ai servizi, seppure in flessione, si mantengono su livelli compatibili con l'espansione (fig. 1.b).

Dopo la ripresa nel secondo trimestre, il commercio mondiale sta rallentando

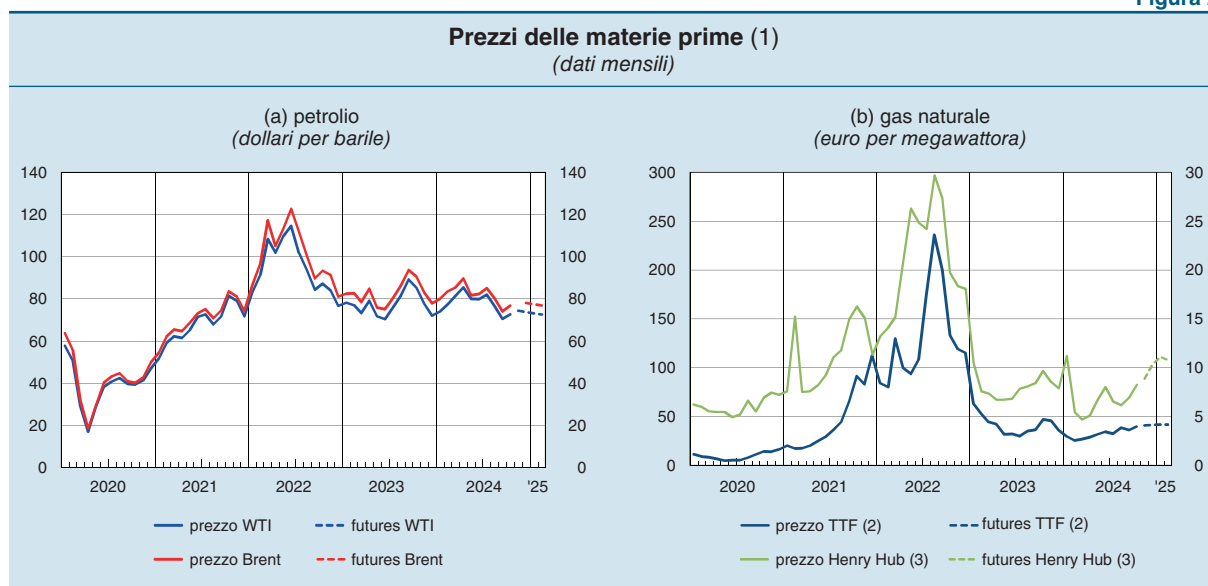
Nel secondo trimestre il volume degli scambi è cresciuto più delle attese. I rischi di allungamento dei tempi di consegna, connessi anche con il perdurare dei conflitti nel Mar Rosso (cfr. il riquadro: *Le tensioni nel Mar Rosso e il loro possibile impatto macroeconomico*, in *Bollettino economico*, 2, 2024) e di un aumento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, avrebbero indotto le imprese delle economie avanzate esterne all'area dell'euro ad anticipare, rispetto al consueto andamento stagionale, le proprie importazioni dalla Cina e da altri paesi emergenti in Asia. Emergono tuttavia segnali di raffreddamento degli scambi: i PMI globali relativi ai nuovi ordinativi esteri del terzo trimestre mostrano un chiaro peggioramento nella manifattura. Restano elevati i rischi di strozzature lungo le catene di approvvigionamento e di rincaro dei costi del trasporto marittimo; questi ultimi, seppure in calo da agosto, rimangono prossimi ai valori osservati a inizio anno in seguito agli attacchi degli Huthi nel Mar Rosso. In base a nostre stime il commercio mondiale di beni e servizi aumenterà del 2,4 per cento quest'anno (dallo 0,6 del 2023), un ritmo di crescita inferiore a quello del prodotto globale.

La crescita mondiale proseguirebbe invariata nel 2024

Secondo le proiezioni pubblicate in settembre dall'OCSE, nel 2024 e nel 2025 il PIL mondiale crescerà del 3,2 per cento, sostanzialmente in linea con lo scorso anno. Permangono rischi al ribasso connessi con le tensioni geopolitiche e commerciali e con effetti ritardati delle politiche monetarie restrittive più intensi di quanto atteso; inoltre un processo di disinflazione più lento del previsto nelle economie avanzate potrebbe portare gli operatori di mercato a revisioni repentine delle loro aspettative sul taglio di tassi, causando turbolenze nei mercati finanziari.

Le quotazioni del petrolio sono scese...

Nel corso dell'estate il prezzo del Brent è sceso, riflettendo una domanda globale più debole rispetto alle previsioni, in particolare in Cina. È tornato a salire dalla seconda metà di settembre, fino a toccare quasi 80 dollari al barile a inizio



Fonte: LSEG.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino a settembre 2024; il dato di ottobre 2024 si riferisce alla media dei dati giornalieri dal 1° al 4 ottobre 2024. Per i prezzi dei futures, quotazioni al 4 ottobre 2024. – (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF nei Paesi Bassi. – (3) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub in Louisiana (USA). Scala di destra.

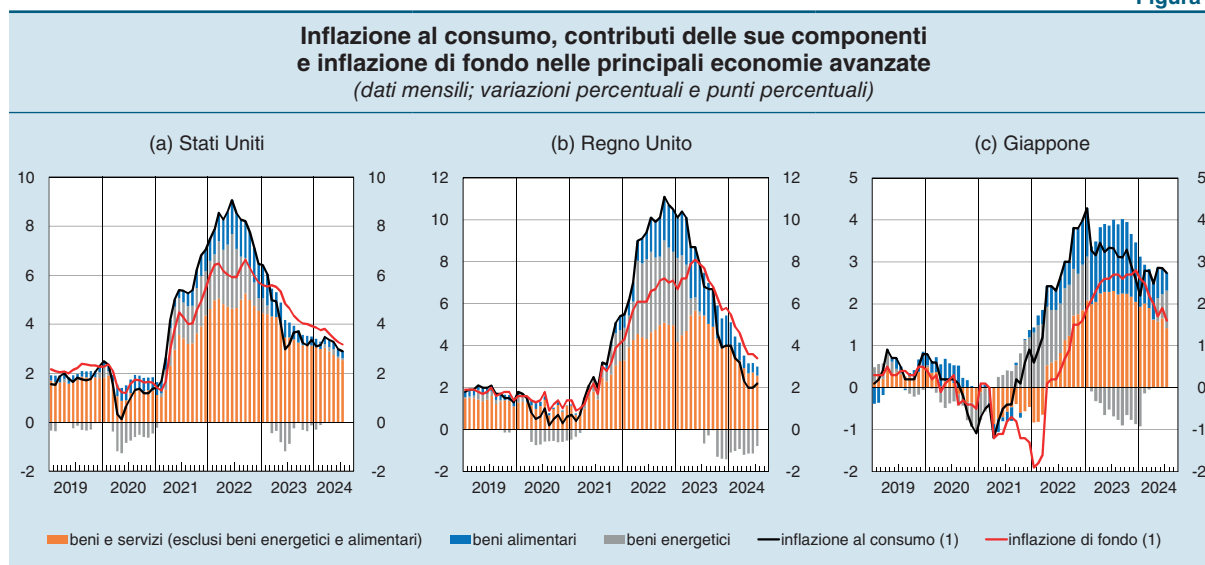
ottobre (fig. 2.a), a seguito delle crescenti ostilità tra Iran e Israele, e delle possibili ripercussioni sulle infrastrutture petrolifere e sulle rotte di trasporto del greggio.

... quelle del gas naturale sono aumentate

Da luglio il prezzo di riferimento del gas naturale per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) ha registrato forti oscillazioni, dovute a riduzioni temporanee delle forniture causate principalmente da attività di manutenzione di alcuni impianti in Norvegia. Nelle ultime settimane il prezzo è tornato a salire, portandosi attorno ai 40 euro per megawattora, sospinto dalle crescenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente, area geografica di notevole rilievo per la produzione e il transito del gas naturale liquefatto (fig. 2.b). Sebbene il livello delle scorte europee resti storicamente elevato, l'aumento stagionale dei consumi in corrispondenza dell'arrivo della stagione fredda potrebbe determinare un rialzo delle quotazioni. Ulteriori pressioni potrebbero emergere da strozzature sul lato dell'offerta in dicembre, alla scadenza degli accordi per il transito del gas russo attraverso l'Ucraina.

Prosegue il processo di disinflazione negli Stati Uniti

In agosto l'inflazione al consumo ha continuato a diminuire negli Stati Uniti, portandosi al 2,5 per cento (dal 2,9); la componente di fondo è rimasta invariata al 3,2 per cento (fig. 3.a). Nel Regno Unito l'inflazione si è stabilizzata su valori lievemente superiori al 2 per cento (fig. 3.b); in Giappone è aumentata al 3,0 per cento, dal 2,8 (fig. 3.c). A settembre, attuando il primo taglio da marzo del 2020, la Federal Reserve ha ridotto i tassi di riferimento di 50 punti base, portandoli al 4,75-5,00 per cento. La decisione riflette la dinamica dell'inflazione – che sta rientrando verso l'obiettivo – e l'indebolimento del mercato del lavoro. Le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee indicano ulteriori tagli dei tassi, di 50 punti base, entro dicembre; lo scorso giugno segnalavano una riduzione di soli 25 punti base nel complesso dell'anno. La Bank of England, dopo il taglio di 25 punti base di agosto, in settembre ha mantenuto i tassi invariati al 5,0 per cento, indicando che l'orientamento rimarrà restrittivo fino a quando i rischi al rialzo per l'inflazione non si saranno dissipati. La Banca del Giappone, alla fine di luglio, ha accentuato il processo di normalizzazione della politica monetaria, aumentando i tassi di



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

riferimento¹ e comunicando l'inizio di una graduale riduzione del programma di acquisto di titoli di Stato. L'annuncio di un orientamento più restrittivo rispetto alle attese ha sorpreso i mercati e ha contribuito, assieme a dati sulla congiuntura economica e sul mercato del lavoro negli Stati Uniti inferiori alle aspettative, alla rapida chiusura di posizioni speculative (*carry trade*) in yen, al calo degli indici azionari e all'aumento della volatilità osservato all'inizio di agosto (cfr. il riquadro: *Le tensioni nei mercati finanziari internazionali all'inizio di agosto*). Nel mese di settembre la Banca del Giappone ha mantenuto i tassi di riferimento invariati. In un contesto di bassa inflazione e a fronte di segnali di indebolimento della crescita economica, la Banca centrale cinese è intervenuta da luglio in due occasioni, utilizzando diversi strumenti, per attuare politiche espansive di carattere straordinario. Sono state inoltre annunciate ulteriori misure di supporto fiscale.

1.2 L'AREA DELL'EURO

L'attività dell'area dell'euro ha rallentato nel secondo trimestre del 2024, registrando una diminuzione nella manifattura e nelle costruzioni; dal lato della domanda il contributo negativo di quella interna è stato più che compensato dall'apporto della domanda estera netta. In base agli indicatori disponibili, l'attività è rimasta ancora debole nei mesi estivi. Il processo di disinflazione è continuato, guidato dalle componenti energetiche; la dinamica nei servizi rimane più elevata di quella dell'indice generale, anche per effetto delle voci i cui prezzi si adeguano con ritardo all'inflazione passata. Nella riunione di settembre il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto di 25 punti base il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale.

In primavera il PIL dell'area ha rallentato

Nel secondo trimestre del 2024 il lieve aumento del prodotto dell'area dell'euro sul periodo precedente è interamente riconducibile alla dinamica della domanda estera netta e della spesa delle Amministrazioni pubbliche (tav. 2). Per-

¹ In agosto il livello obiettivo per il tasso overnight non garantito è stato portato allo 0,25 per cento (rispetto al precedente intervallo dello 0,0-0,1 per cento) ed è stato aumentato allo 0,25 per cento (dal precedente 0,1) il tasso sulla *complementary deposit facility*, strumento che remunera le riserve in eccesso a un tasso prestabilito, riservato alle istituzioni finanziarie con particolari requisiti.

mane la debolezza delle componenti interne private. I consumi delle famiglie sono lievemente diminuiti, dopo la moderata crescita del trimestre precedente. Gli investimenti fissi lordi si sono di nuovo significativamente ridotti; vi hanno contribuito l'eccezionale contrazione di quelli in prodotti di proprietà intellettuale in Irlanda e la stagnazione nel complesso degli altri paesi, per via della debolezza del ciclo immobiliare e delle attese di una domanda fiacca da parte delle imprese manifatturiere. Dal lato dell'offerta, il PIL è stato sostenuto dal valore aggiunto nei servizi, in espansione da sei trimestri consecutivi, a fronte di una nuova riduzione dell'attività nell'industria. Fra i principali paesi, il prodotto è cresciuto in Francia, in Italia e, più marcatamente, in Spagna; è lievemente sceso in Germania.

L'attività dell'area dell'euro resta deludente

Le informazioni congiunturali più recenti suggeriscono un aumento molto contenuto del PIL dell'area anche nel terzo trimestre. Il ciclo industriale è rimasto debole, come segnalato dal deterioramento della fiducia delle imprese nei principali paesi, ad eccezione della Francia. Il PMI manifatturiero, che si mantiene ben al di sotto della soglia di espansione, ha registrato andamenti particolarmente negativi in Germania, evidenziando persistenti peggioramenti in tutte le componenti dell'indice. A settembre si sarebbe attenuato anche l'impulso alla crescita fornito dall'attività nei servizi, che nei mesi precedenti aveva beneficiato dei Giochi olimpici in Francia e – come evidenziato dai dati di trasporto aereo – del buon andamento della stagione turistica.

Dal lato della domanda, gli indicatori più tempestivi suggeriscono una modesta ripresa dei consumi nel terzo trimestre, favorita dall'incremento del reddito disponibile delle famiglie, da un mercato del lavoro resiliente e dal graduale recupero della fiducia. Gli investimenti avrebbero continuato a frenare la crescita, risentendo di condizioni di finanziamento ancora restrittive. Il contributo della domanda estera netta sarebbe diminuito rispetto ai mesi primaverili, in linea con la flessione degli indicatori qualitativi relativi agli ordini esteri in estate e dei dati di commercio estero a luglio (cfr. il paragrafo 1.1).

L'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia continua a prefigurare una espansione contenuta dell'attività (fig. 4).

Le previsioni di crescita sono state riviste lievemente al ribasso

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre, il prodotto dell'area crescerà dello 0,8

Tavola 2

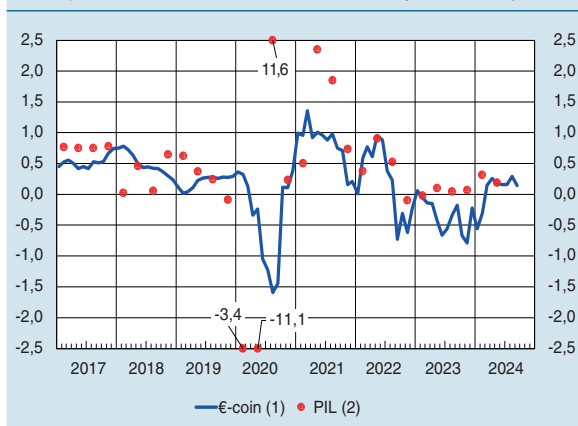
Crescita del PIL e inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali)

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2023	2024 1° trim. (1)	2024 2° trim. (1)	2024 settembre (2)
Francia	0,9	0,3	0,2	(1,5)
Germania	-0,3	0,2	-0,1	(1,8)
Italia	0,7	0,3	0,2	(0,8)
Spagna	2,7	0,9	0,8	(1,7)
Area dell'euro	0,4	0,3	0,2	(1,8)

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

Figura 4

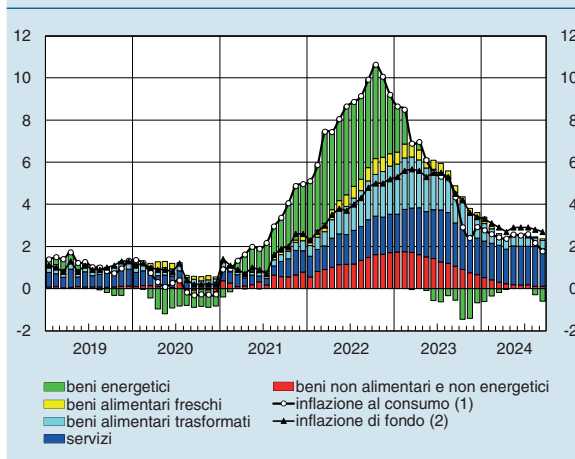
Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro (dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali)



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

Figura 5

Inflazione al consumo, contributi delle sue componenti e inflazione di fondo nell'area dell'euro
(dati mensili; variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat; stime preliminari per settembre 2024.

(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. - (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

per cento nel 2024, dell'1,3 nel 2025 e dell'1,5 nel 2026. Rispetto allo scorso giugno, le previsioni sono state riviste leggermente al ribasso, di un decimo di punto percentuale in ciascuno dei tre anni, per effetto di un contributo più debole della domanda interna².

Prosegue il calo dell'inflazione

In settembre, secondo le stime preliminari, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa nell'area dell'euro all'1,8 per cento (dal 2,2 in agosto; fig. 5), soprattutto per via dell'ulteriore riduzione della componente energetica (-6,0 per cento, da -3,0); quella dei beni alimentari è appena aumentata (al 2,4 per cento, dal 2,3). L'inflazione di fondo, misurata al netto dei beni alimentari ed energetici, è diminuita di un decimo rispetto ad agosto, al 2,7 per cento, per effetto della riduzione marginale dell'inflazione dei servizi (al 4,0 per cento); continua a essere sostenuta non solo dalle componenti connesse con il turismo, ma anche dalle voci soggette a regolamentazioni o che registrano adeguamenti in ritardo rispetto all'inflazione generale (ad es. gli affitti di abitazioni, i servizi sanitari e le attività assicurative). Gli indicatori di inflazione che depurano il segnale dalle fluttuazioni più erratiche, scesi notevolmente dai massimi raggiunti all'inizio del 2023, nei mesi estivi si sono stabilizzati.

Le retribuzioni contrattuali stanno accelerando in Germania

Nel secondo trimestre del 2024 la crescita delle retribuzioni di fatto nell'area dell'euro, pur rimanendo robusta, è scesa al 4,2 per cento (dal 5,1). Secondo gli ultimi dati disponibili, nella seconda parte dell'anno le retribuzioni contrattuali (al netto dei pagamenti una tantum) accelererebbero in Germania, a fronte di un rallentamento in Francia e di un incremento sostanzialmente in linea con il semestre precedente in Spagna e in Italia (cfr. il paragrafo 2.5).

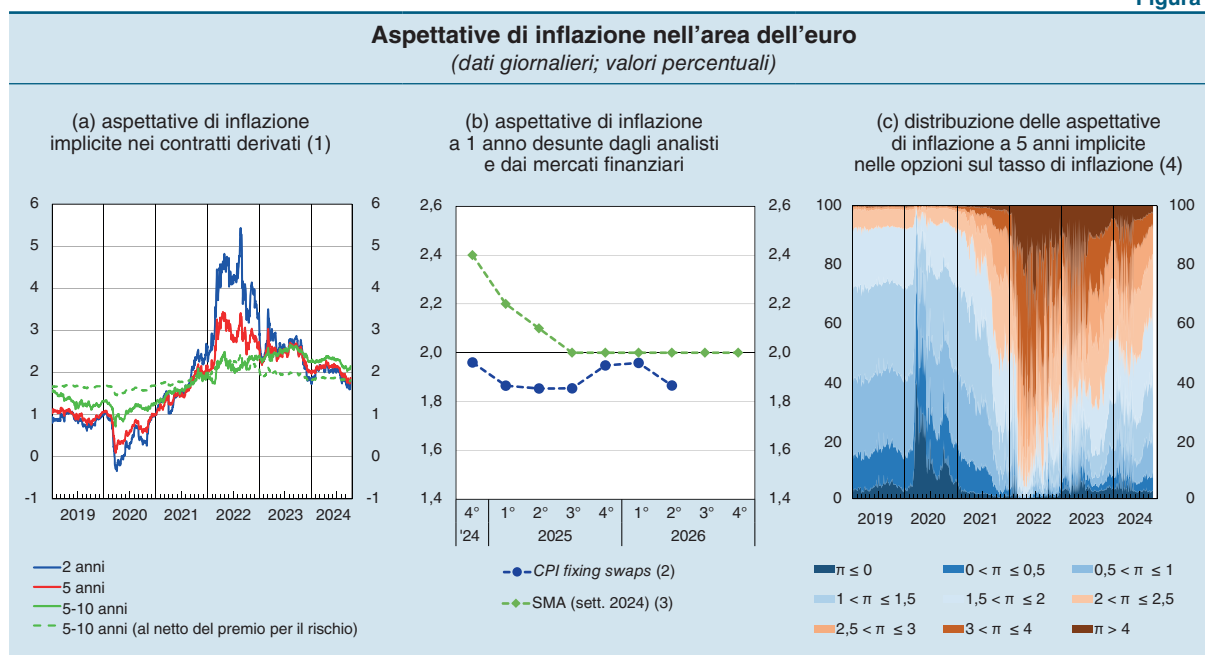
Si conferma la prospettiva di un ritorno dell'inflazione all'obiettivo

Secondo le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre, la crescita dei prezzi nell'area si collocherà al 2,5 per cento nell'anno in corso, al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026, in linea con le previsioni di giugno. Le proiezioni confermano inoltre la graduale riduzione dell'inflazione di fondo lungo l'orizzonte previsivo, nonostante una lieve revisione al rialzo nel biennio 2024-25 attribuibile alla componente dei servizi. La flessione sarebbe favorita dalla decelerazione dei salari e dalla crescita della produttività, che conterrebbero il costo del lavoro per unità di prodotto.

Le imprese e le famiglie prefigurano incrementi contenuti dei prezzi

In base alle indagini della Commissione europea, in estate le aspettative delle imprese riguardo agli aumenti dei propri listini nei tre mesi seguenti sono rimaste stabili nell'industria in senso stretto, confermandosi al di sotto della media di lungo periodo; sono risultate sostanzialmente invariate anche nei servizi. In agosto le aspettative delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo censite dalla BCE

² Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*, settembre 2024.



(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. Per il calcolo della serie a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti al netto del rischio di inflazione, cfr. S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022. – (2) Tassi di inflazione attesi a 1 anno impliciti negli contratti di *CPI fixing swap* a varie scadenze. – (3) Mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 26 e il 29 agosto 2024. – (4) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

(*Consumer Expectations Survey*) sono appena scese sia sull'orizzonte a dodici mesi, su un valore mediano del 2,7 per cento (il livello più basso da settembre 2021), sia su quello a tre anni (al 2,3 per cento).

Le attese di inflazione a medio termine si sono ridotte

Tra l'inizio di luglio e l'inizio di ottobre le aspettative di inflazione desunte dai rendimenti dei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) si sono ridotte sia sugli orizzonti a due e cinque anni, sia su quello tra cinque e dieci anni in avanti. Con riferimento a quest'ultimo, i rendimenti al netto delle stime del premio per il

rischio di inflazione si collocano intorno all'1,8 per cento, sostanzialmente in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi (fig. 6.a). Sull'orizzonte più prossimo, le attese desumibili dal mercato, basate sui contratti di *CPI fixing swap*³, delineano una lieve riduzione dell'inflazione nel primo trimestre del 2025 e una sua successiva stabilizzazione su valori di poco inferiori al 2 per cento. Secondo gli operatori intervistati alla fine di agosto nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA) della BCE, l'inflazione si collocerebbe vicino al 2 per cento a partire dalla prima metà del prossimo anno (fig. 6.b). Infine, la distribuzione delle aspettative di inflazione desunte dal prezzo delle opzioni, che riflette i rischi sulla crescita futura dei prezzi, indica una probabilità del 34 per cento che l'inflazione nei prossimi cinque anni risulti inferiore all'1,5 per cento (la probabilità che essa superi il 2,5 per cento sarebbe di contro pari solo al 21 per cento; fig. 6.c).

³ I *CPI fixing swaps* sono contratti derivati collegati alla pubblicazione dei dati mensili sull'inflazione sui 12 mesi nell'area dell'euro, misurata sull'indice IPCA al netto dei prezzi del tabacco. I tassi impliciti nei *CPI fixing swaps* indicano l'inflazione annuale attesa dai mercati finanziari nei successivi 24 mesi. Le aspettative di inflazione basate sui *CPI fixing swaps* sono aggiornate con maggiore frequenza rispetto a quelle degli analisti, e possono risentire di reazioni repentine a notizie sugli sviluppi macroeconomici nell'area dell'euro e nelle altre principali economie.

La BCE ha diminuito i tassi ufficiali

Nella riunione di settembre il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, portandolo al 3,50 per cento (fig. 7).

In settembre è inoltre entrata in vigore la riduzione a 15 punti base del differenziale tra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, portato al 3,65 per cento, e quello sui depositi presso la banca centrale; la riduzione era stata deliberata dal Consiglio nella riunione dello scorso marzo. È stato adeguato anche il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, al 3,90 per cento, in modo da mantenere invariato a 25 punti base il differenziale di tale tasso con quello sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Come annunciato in precedenza dal Consiglio, a partire da luglio il portafoglio di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) si è ridotto in media di 7,5 miliardi di euro al mese; i reinvestimenti termineranno alla fine del 2024. L'ammontare del portafoglio detenuto dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) continua a diminuire a un ritmo misurato e prevedibile: era pari a 2.761 miliardi di euro alla fine di settembre.

Il totale dei finanziamenti erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e ancora detenuti dal sistema bancario ammonta a 29 miliardi per l'area e a 12 per l'Italia.

Mercati e analisti si attendono una diminuzione più rapida dei tassi di riferimento

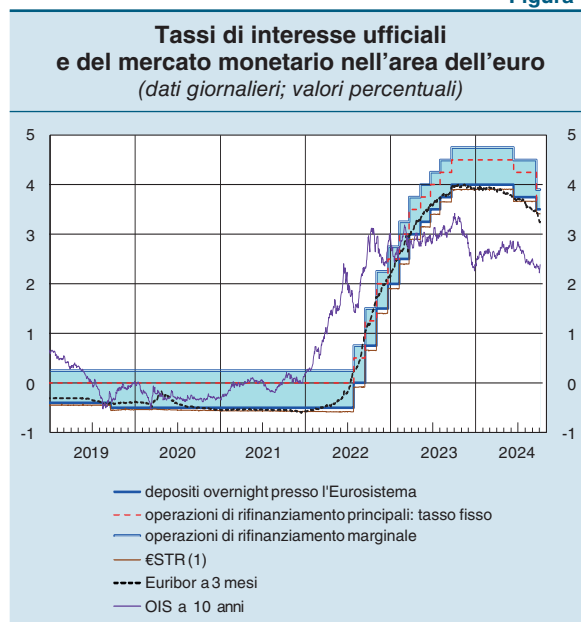
Dall'inizio di luglio le attese di riduzione dei tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR si sono accentuate. I mercati si aspettano due tagli consecutivi nelle riunioni di ottobre e dicembre, e una riduzione complessiva di circa 150 punti base entro la fine del 2025. Gli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA prevedono un profilo di riduzione più graduale, con un taglio in dicembre e una riduzione di ulteriori 100 punti base nel corso del prossimo anno.

Il costo del credito rimane elevato

Tra maggio e agosto il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono ridotti di circa un decimo (al 5,0 e al 3,7 per cento, rispettivamente; fig. 8), mantenendosi su valori prossimi ai massimi raggiunti negli ultimi mesi dello scorso anno.

In agosto la dinamica del credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro si è lievemente rafforzata, attestandosi, sui tre mesi e in ragione d'anno, allo 0,9 per cento (0,2 in maggio; fig. 8). Tra i principali paesi, i finanziamenti hanno accelerato in Francia e sono tornati lievemente a espandersi in Germania e in Spagna; in Italia invece si è accentuata la contrazione del credito alle imprese (cfr. il paragrafo 2.7). L'espansione dei finanziamenti alle famiglie è proseguita a un tasso di crescita superiore rispetto ai mesi precedenti (1,0 per cento, da 0,5 in maggio).

Figura 7



Fonte: BCE e LSEG.

(1) Dal 1° ottobre 2019 lo Euro short-term rate (€STR) è il tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro; per il periodo precedente viene riportato il tasso pre-€STR.

Questi andamenti continuano a rispecchiare una domanda di credito ancora complessivamente debole per via degli elevati tassi di interesse; i criteri di offerta si mantengono restrittivi⁴.

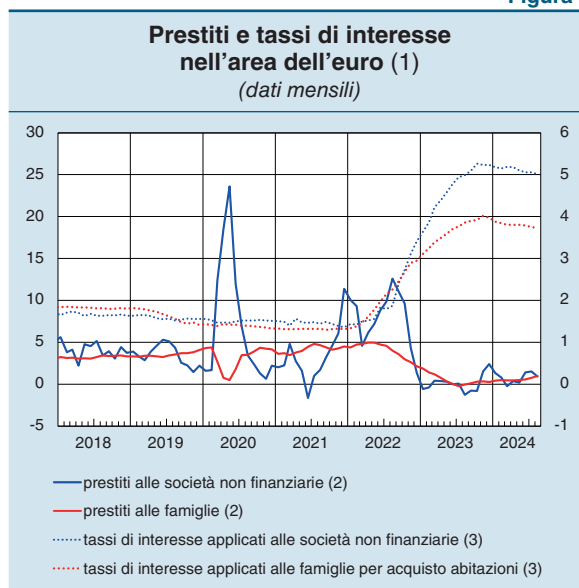
I paesi dell'Unione europea preparano la stesura dei primi piani strutturali di bilancio

Dal 10 luglio scorso, sono stati erogati 27 miliardi in finanziamenti connessi con i piani nazionali di ripresa e resilienza dei singoli Stati membri (di cui 11 all'Italia), portando il totale dei fondi distribuiti a 267 miliardi.

Il 26 luglio il Consiglio dell'Unione europea, come raccomandato a giugno dalla Commissione, ha ufficializzato l'apertura della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di Belgio, Francia, Italia, Malta, Polonia, Slovacchia e Ungheria. Per ciascun paese, la traiettoria di spesa netta⁵ del rispettivo piano strutturale di bilancio di medio termine (il principale strumento di programmazione previsto dalla nuova governance economica della UE) dovrà anche essere coerente con un miglioramento di almeno 0,5 punti percentuali all'anno del saldo primario strutturale nel triennio 2025-27 (*minimum benchmark*)⁶. Lo stesso obiettivo si applicherà al saldo strutturale dal 2028 in poi⁷. Alla fine di settembre è stato presentato al Parlamento italiano il piano per il nostro paese (cfr. il paragrafo 2.9), che dovrebbe essere trasmesso alla Commissione entro la metà di ottobre. La presentazione del piano francese sconta i ritardi dovuti al recente insediamento del nuovo governo⁸.

Il 9 settembre Mario Draghi ha presentato il rapporto sulla competitività dell'economia dell'Unione europea, predisposto su incarico della Commissione europea⁹. Il documento ha come obiettivo la definizione di una strategia comune per il rilancio della competitività della UE. Sottolinea l'urgenza di politiche in grado di combinare crescita della produttività e del processo di decarbonizzazione, superando la frammentarietà insita nelle azioni dei singoli Stati. Secondo il rapporto, il completamento dell'Unione del mercato dei capitali e l'emissione di titoli di debito comune contribuirebbero a

Figura 8



Fonte: BCE.
 (1) La linea verticale in corrispondenza di dicembre 2021 indica l'inizio del processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE. – (2) Variazioni percentuali sui 3 mesi in ragione d'anno. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati sono depurati dalla componente stagionale. – (3) Valori percentuali. Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, a medio e a lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. Scala di destra.

⁴ Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *July 2024 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 16 luglio 2024.
⁵ La spesa netta è la spesa pubblica al netto: (a) della spesa per interessi; (b) delle misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) della spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi dell'Unione; (d) della spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dall'Unione; (e) della componente ciclica per le indennità di disoccupazione (che plausibilmente includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) delle misure una tantum e di altre misure temporanee. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La nuova governance di bilancio europea* nel capitolo 2 della *Relazione annuale* sul 2023.
⁶ La traiettoria di spesa è stabilita a partire da una analisi di sostenibilità del debito specifica per ciascun paese; tuttavia essa deve anche consentire il rispetto di alcune salvaguardie e di benchmark comuni.
⁷ Per un esame del nuovo quadro di regole, cfr. *Esame delle proposte della Commissione europea in materia di governance economica*, memoria della Banca d'Italia, Commissioni riunite 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Roma, 8 novembre 2023.
⁸ Al 10 ottobre erano stati pubblicati sul sito della Commissione soltanto i piani di quattro paesi (Danimarca, Grecia, Malta e Polonia).
⁹ M. Draghi, *The future of European competitiveness*, 2024.

soddisfare il fabbisogno annuale dell'Unione stimato in 750-800 miliardi di euro di investimenti addizionali complessivi, pubblici e privati¹⁰.

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Le condizioni dei mercati finanziari restano nel complesso distese anche per effetto dell'allentamento monetario da parte della Federal Reserve. Le tensioni che all'inizio di agosto hanno interessato i mercati, in particolare quelli azionari, successivamente si sono in larga parte riassorbite; gli investitori rimangono tuttavia molto reattivi agli sviluppi macroeconomici e geopolitici.

I mercati sono stati investiti da un breve periodo di tensioni, quasi interamente rientrate

All'inizio di agosto nei mercati finanziari internazionali si sono verificate cadute dei corsi azionari – in particolare negli Stati Uniti per il settore tecnologico – e dei rendimenti dei titoli di Stato, in un contesto di repentino aumento della volatilità. Vi hanno contribuito i timori di una recessione negli Stati Uniti, la pubblicazione di dati di bilancio trimestrali deludenti da parte di alcune imprese tecnologiche e le ripercussioni della restrizione monetaria della Banca del Giappone sul mercato valutario. Questi fenomeni sono in larga misura rientrati a seguito della pubblicazione di dati macroeconomici che hanno rassicurato gli operatori di mercato sull'andamento dell'economia statunitense (cfr. il riquadro: *Le tensioni nei mercati finanziari internazionali all'inizio di agosto*).

LE TENSIONI NEI MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI ALL'INIZIO DI AGOSTO

Nei primi giorni di agosto i mercati finanziari internazionali sono stati interessati da forti tensioni, che hanno determinato cali dei principali indici azionari, incrementi repentini della volatilità e brusche variazioni dei tassi di cambio delle principali valute nei confronti dello yen. Vi hanno contribuito diversi fattori. La pubblicazione di dati inferiori alle attese sulla congiuntura economica e sul mercato del lavoro negli Stati Uniti hanno indotto gli investitori a rivedere verso l'alto la probabilità di una recessione. Alcune società del settore tecnologico hanno pubblicato dati di bilancio trimestrali deludenti, con forti ripercussioni negative sui corsi azionari del settore. In Giappone l'annuncio alla fine di luglio di un orientamento di politica monetaria più restrittivo delle attese da parte della Banca centrale ha colto di sorpresa larga parte degli operatori di mercato.

Il 5 agosto, all'apice delle tensioni, l'indice giapponese Nikkei ha chiuso la giornata di contrattazioni con una perdita del 20 per cento rispetto al 31 luglio; negli stessi giorni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro il calo delle borse è stato di circa il 6 per cento. I titoli tecnologici e quelli più sensibili al ciclo economico (in particolare nel comparto finanziario e in quello dei beni di consumo) hanno subito perdite più marcate.

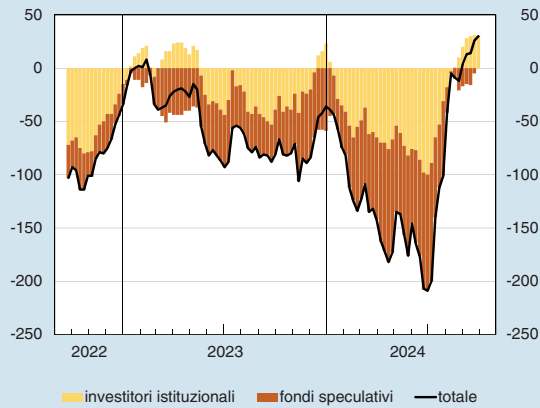
L'aumentata probabilità attribuita a uno scenario di recessione negli Stati Uniti ha indotto gli operatori di mercato a rivedere al ribasso le attese sui tassi di riferimento della Federal Reserve e, in misura minore, della BCE¹. Ciò ha determinato un deprezzamento del dollaro nei confronti delle altre principali valute e in particolare dello yen, che nel periodo considerato si è apprezzato del 5 per cento, sospinto anche dal rialzo dei tassi ufficiali da parte della Banca del Giappone. Il minore differenziale atteso tra i tassi di

¹ Il 31 luglio i mercati si attendevano entro la fine del 2024 tagli al tasso di riferimento pari a 73 punti base negli Stati Uniti e a 59 nell'area dell'euro; il 5 agosto le aspettative di riduzione erano salite a 114 e a 75 punti base, rispettivamente.

¹⁰ Sull'importanza di investimenti coordinati e finanziati al livello europeo, cfr. anche *Il futuro dell'economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta in occasione del conferimento della laurea honoris causa in Scienze giuridiche banca e finanza, Università degli Studi Roma Tre, 23 aprile 2024.

Figura A

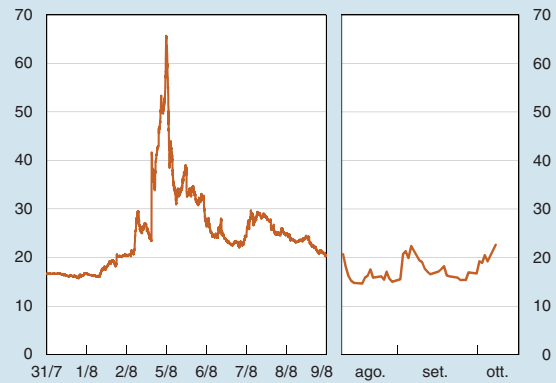
Posizioni nette sui futures sullo yen (1)
(migliaia di contratti; dati settimanali)



Fonte: LSEG.
(1) Differenza tra posizioni di acquisto e di vendita sui futures sullo yen, assunte da investitori istituzionali e da fondi speculativi.

Figura B

Volatilità implicita dei corsi azionari negli Stati Uniti (1)
(punti percentuali)



Fonte: LSEG.
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sullo S&P 500. Pannello di sinistra: dati al minuto. Pannello di destra: dati giornalieri.

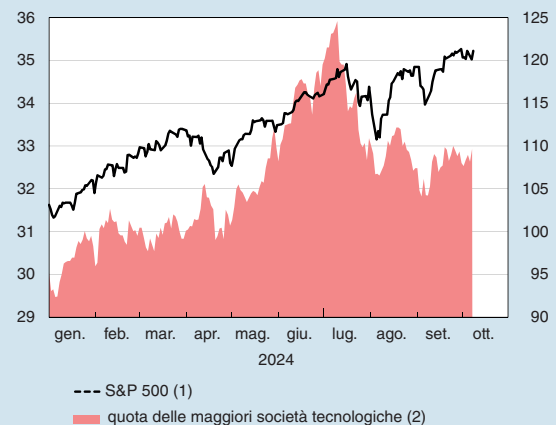
interesse statunitense e quelli giapponesi ha indotto gli operatori a diminuire bruscamente le posizioni speculative sullo yen in *carry trade*² (figura A), con effetti anche sui mercati degli altri paesi.

Il cumularsi delle perdite sugli investimenti azionari e di quelle sui *carry trade* ha portato gli investitori a ridurre repentinamente il rischio dei propri portafogli. Le vendite hanno accentuato il calo dei prezzi, anche per la bassa liquidità tipica del periodo estivo. La ricomposizione dei portafogli verso attività finanziarie con un minore profilo di rischio (*flight to quality*) e le prospettive di una politica monetaria più accomodante si sono riflesse in una significativa riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato, in particolare di quelli statunitensi e tedeschi, sia sul segmento a breve sia su quello a lungo termine.

Le tensioni finanziarie sono in larga parte rientrate nei giorni successivi al 5 agosto, a seguito della pubblicazione di dati macroeconomici che hanno ridimensionato i timori sulla crescita degli Stati Uniti. La volatilità implicita dell'indice di borsa statunitense Standard and Poor's 500 (S&P 500), che aveva raggiunto livelli osservati l'ultima volta nel marzo 2020, si è ridotta, tornando rapidamente sui valori della fine di luglio (figura B).

Figura C

Quota delle maggiori società tecnologiche rispetto all'indice S&P 500
(dati giornalieri; valori percentuali e indice)



Fonte: LSEG.
(1) Indice: 1° gennaio 2024=100. Scala di destra. – (2) Rapporto tra la capitalizzazione di mercato delle 7 maggiori società nel settore tecnologico quotate nello S&P 500 (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Netflix, NVIDIA e Tesla) e quella complessiva dell'indice S&P 500.

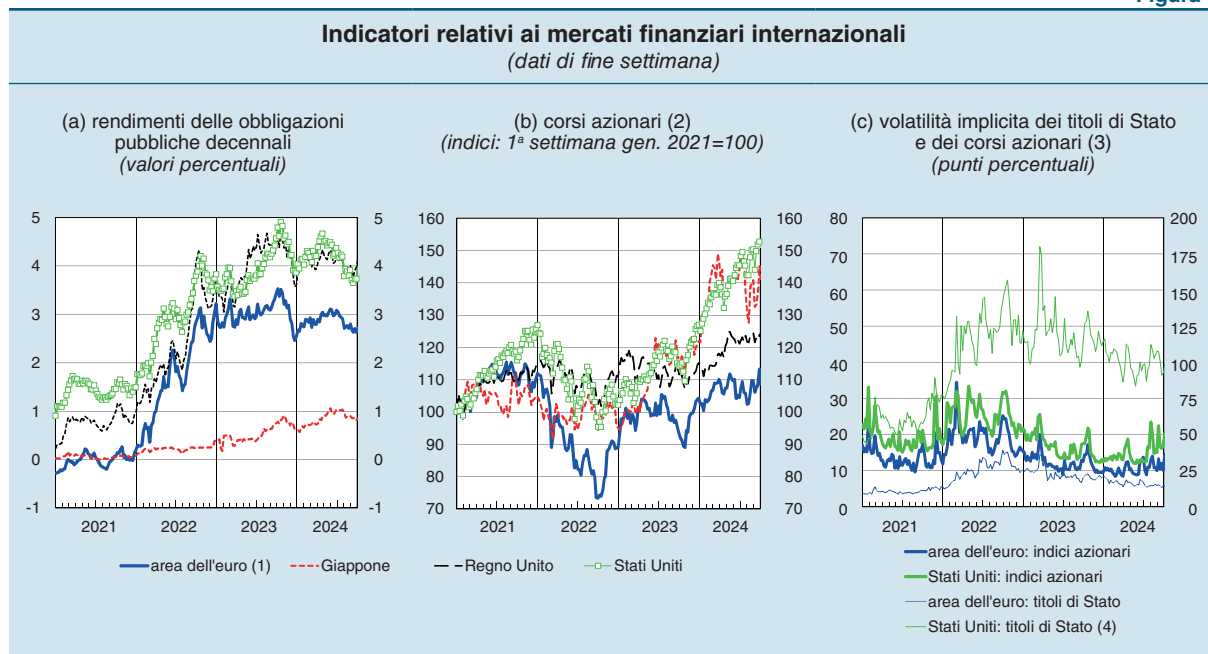
² Il *carry trade* è una strategia di investimento che sfrutta il differenziale dei tassi di interesse tra valute diverse.

L'episodio di inizio agosto ha evidenziato due importanti fonti di vulnerabilità nei mercati finanziari. La prima è la forte concentrazione della capitalizzazione azionaria statunitense in poche aziende del settore tecnologico, che rappresentano oltre il 30 per cento del totale (figura C). Ciò espone gli indici azionari a una maggiore volatilità, legata alle mutevoli attese degli investitori sui progressi nel campo tecnologico e in particolare nell'ambito dell'intelligenza artificiale. La seconda è la forte reattività dei mercati alla pubblicazione di dati macroeconomici (specialmente quelli relativi alla crescita) in un contesto in cui restano elevate le valutazioni di diverse attività finanziarie, tra cui le azioni e i titoli obbligazionari *high yield*³.

³ Secondo stime della Banca dei regolamenti internazionali, negli Stati Uniti la reattività del tasso di interesse sui titoli di Stato alle notizie macroeconomiche è aumentata significativamente a partire dal 2023, collocandosi su valori massimi da vent'anni; cfr. *Carry off, carry on*, "BIS Quarterly Review", settembre, 2024, pp. 1-19.

Nel complesso, da luglio i rendimenti dei titoli pubblici a lungo termine, i cui andamenti risentono anche delle attese sull'inflazione, si sono ridotti di circa 50 punti base negli Stati Uniti, diminuendo, più moderatamente, anche nel Regno Unito e in Giappone (fig. 9.a). Le quotazioni azionarie si sono portate al di sopra dei livelli di inizio luglio negli Stati Uniti – con l'eccezione di quelle del settore tecnologico – e nel Regno Unito, mentre sono rimaste inferiori in Giappone (fig. 9.b). La volatilità dei corsi azionari statunitensi, pur rimanendo su livelli storicamente bassi, è recentemente aumentata a causa delle crescenti tensioni in Medio Oriente (fig. 9.c). Queste hanno inoltre causato un rialzo negli indici di volatilità delle obbligazioni governative statunitensi.

Figura 9



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

I rendimenti dei titoli decennali dell'area dell'euro sono diminuiti

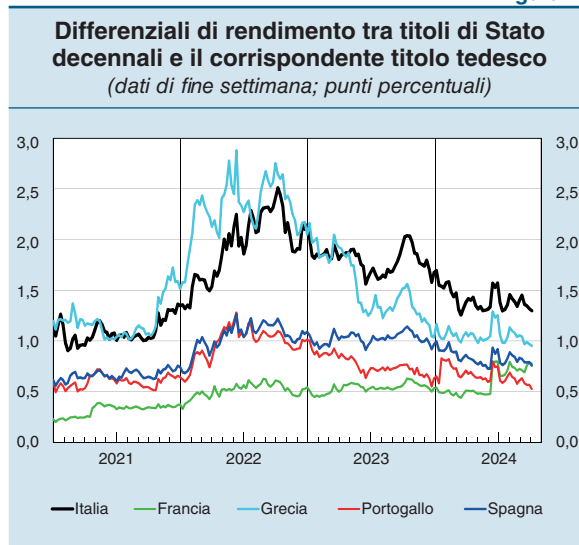
Da luglio i rendimenti dei titoli pubblici dell'area dell'euro si sono ridotti. Le tensioni di inizio agosto hanno generato una ricomposizione dei portafogli verso attività finanziarie percepite come meno rischiose, accentuando il calo del rendimento del Bund decennale; ciò ha determinato un lieve ampliamento dei differenziali di rendimento tra i titoli degli altri paesi dell'area e quello tedesco, che si è rapidamente riassorbito ovunque tranne che in Francia, a fronte dell'incertezza del quadro politico (fig. 10).

All'inizio di agosto anche nell'area dell'euro i corsi azionari hanno registrato una forte diminuzione e un deciso aumento della volatilità. Le quotazioni hanno nel complesso recuperato nei giorni successivi, pur con significative differenze tra settori. Sono sensibilmente scesi i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche dell'area dell'euro e il tasso privo di rischio.

Il dollaro si è deprezzato rispetto alle valute delle principali economie avanzate

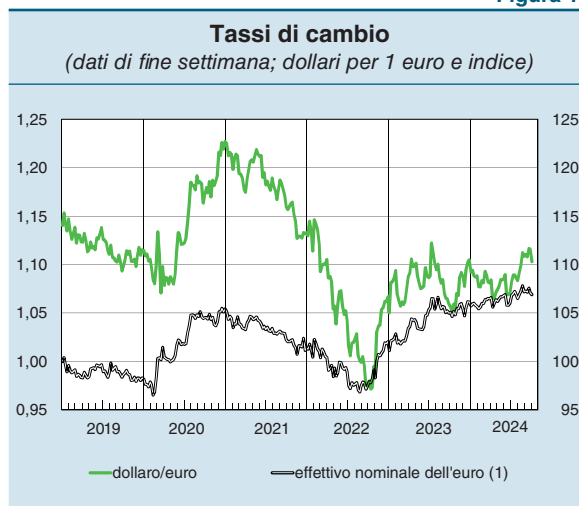
Dal mese di luglio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è lievemente apprezzato, mentre il dollaro si è nel complesso deprezzato rispetto alle valute delle maggiori economie avanzate (fig. 11); questo andamento ha riflesso principalmente le attese di un allentamento monetario negli Stati Uniti, che hanno poi trovato conferma nella decisione presa dalla Federal Reserve nella riunione di settembre. Al deprezzamento nei confronti dello yen ha contribuito anche l'orientamento più restrittivo della politica monetaria giapponese.

Figura 10



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 11



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

2 L'ECONOMIA ITALIANA

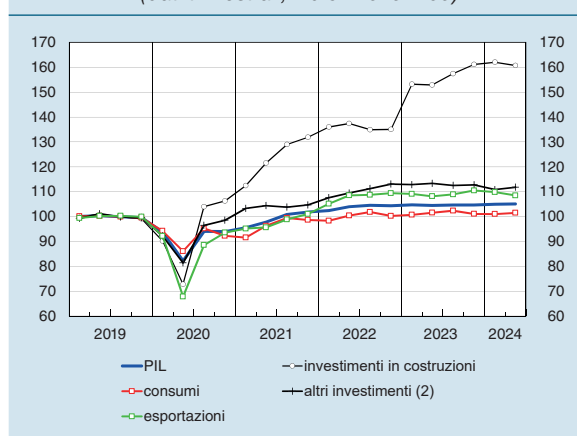
2.1 LA FASE CICLICA

Nel secondo trimestre del 2024 il PIL in Italia ha continuato a crescere moderatamente, ancora sostenuto dall'espansione nei servizi, a fronte del calo del valore aggiunto nell'industria. È aumentata la domanda interna, sospinta dai consumi delle famiglie e dagli investimenti in beni strumentali, mentre sono diminuite le esportazioni nette. Sulla base di nostre valutazioni, la crescita è stata contenuta anche nei mesi estivi, stimolata dall'attività del terziario.

Il PIL è aumentato nei mesi primaverili... Nel secondo trimestre il PIL è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente (fig. 12 e tav. 3). È proseguito il lieve recupero dei consumi delle famiglie, dopo la netta flessione osservata alla fine dello scorso anno. Gli investimenti fissi lordi sono appena diminuiti: al contributo negativo dell'edilizia residenziale si è contrapposto l'aumento di tutte le altre componenti. La variazione delle scorte,

Figura 12

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 3

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

VOCI	2023	2023		2024	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
PIL	0,7	0,2	0,0	0,3	0,2
Importazioni di beni e servizi	-0,4	-2,4	-1,3	-2,3	0,2
Domanda nazionale (2)	0,3	-0,9	-1,0	-0,2	0,6
Consumi nazionali	1,2	0,8	-1,2	-0,1	0,5
spesa delle famiglie (3)	1,0	0,9	-1,7	0,1	0,3
spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,9	0,5	0,1	-0,7	1,0
Investimenti fissi lordi	8,5	1,2	1,4	-0,5	-0,1
costruzioni	14,5	3,0	2,4	0,6	-0,8
beni strumentali (4)	2,3	-0,7	0,2	-1,7	0,8
Variazione delle scorte (5)	-2,5	-1,9	-0,3	-0,1	0,3
Esportazioni di beni e servizi	0,8	0,7	1,4	-0,6	-1,2
Esportazioni nette (6)	0,4	1,1	1,0	0,5	-0,5

Fonte: Istat.

(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce "variazione delle scorte e oggetti di valore". – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono gli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale. – (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.

che aveva sottratto alla crescita oltre 2 punti nei tre trimestri precedenti, ha sostenuto il PIL per 0,3 punti percentuali.

L'interscambio con l'estero ha fornito un contributo pari a -0,5 punti percentuali, a causa della netta flessione delle esportazioni di beni e servizi, superiore alle stime desumibili dai dati mensili del commercio estero, a fronte di un lieve aumento delle importazioni (cfr. il paragrafo 2.4).

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto ha continuato a diminuire nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni (-0,5 e -0,6 per cento, rispettivamente), mentre è cresciuto nei servizi. L'espansione del terziario, che ha riguardato la quasi totalità dei settori, è stata più intensa nei servizi di informazione e comunicazione, nelle attività immobiliari e nelle attività finanziarie e assicurative.

Il 23 settembre l'Istat ha diffuso la revisione generale dei *Conti economici nazionali* per il periodo 1995-2023¹. I nuovi dati modificano la crescita del PIL significativamente al rialzo nel 2021 e 2022, e di 2 decimi al ribasso nel 2023². Sulle revisioni hanno inciso, nel 2021, un più forte incremento rispetto ai dati precedenti degli investimenti in costruzioni e dei consumi finali nazionali e, nel 2022, un più rapido processo di accumulazione delle scorte. La modesta correzione della crescita nel 2023 riflette un cospicuo ridimensionamento dell'apporto della domanda nazionale, su cui hanno influito soprattutto la netta decelerazione delle scorte e la revisione della dinamica degli investimenti in macchinari; tali andamenti sono stati solo in parte compensati dal robusto aumento degli investimenti in costruzioni. Le modifiche della domanda estera netta sono state nel complesso contenute.

... e sarebbe cresciuto in misura moderata anche in estate

Sulla base di nostre stime, l'attività economica è aumentata moderatamente nel terzo trimestre. L'espansione dei servizi sarebbe proseguita, mentre il valore aggiunto sarebbe rimasto sostanzialmente stabile nelle costruzioni e si sarebbe nuovamente ridotto nella manifattura. Dal lato della domanda, l'ulteriore recupero dei consumi si sarebbe associato all'andamento contenuto degli investimenti e alla debolezza della domanda estera netta. A settembre l'indicatore Ita-coin, che misura la dinamica del prodotto depurata dalla volatilità congiunturale, pur migliorando, è rimasto su valori negativi. In base alle nostre proiezioni macroeconomiche più recenti, il PIL aumenterà dello 0,6 per cento nel 2024 (dello 0,8 escludendo la correzione per le giornate lavorative), e crescerà cumulativamente di oltre il 2 per cento nel biennio 2025-26 (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*).

LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ECONOMIA ITALIANA

Le *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana* relative al periodo 2024-26, e pubblicate a ottobre dalla Banca d'Italia, aggiornano alla luce dei dati congiunturali e delle ipotesi tecniche più recenti il quadro previsivo formulato lo scorso giugno¹. In linea con i principali previsori si assume, seppure in un contesto di instabilità globale, un'accelerazione graduale degli scambi internazionali nel corso del triennio; coerentemente con le aspettative incorporate nei contratti futures, si ipotizza inoltre un lieve calo dei prezzi delle materie prime energetiche. I tassi di interesse, desunti dalle

¹ Per maggiori dettagli, cfr. *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, Banca d'Italia, 11 ottobre 2024.

¹ La revisione introduce innovazioni e miglioramenti nei metodi e nelle fonti e prende il 2020 come anno di riferimento per le stime in volume degli aggregati di contabilità nazionale (in precedenza era il 2015). Per maggiori dettagli, cfr. Istat, *Anni 1995-2023. Conti economici nazionali. Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 23 settembre 2024.

² Per gli anni 2021, 2022 e 2023 i tassi di crescita del PIL in volume sono stati rivisti, rispettivamente, all'8,9, al 4,7 e allo 0,7 per cento (secondo le stime precedenti erano pari all'8,3, al 4,0 e allo 0,9 per cento).

quotazioni di mercato, scenderebbero nel corso del triennio nel segmento più a breve termine e aumenterebbero lievemente in quello a lungo termine².

Le proiezioni confermano per il 2024 le valutazioni formulate in precedenza di un aumento del PIL dello 0,6 per cento (0,8 escludendo la correzione per le giornate lavorative) e prefigurano un'accelerazione nel prossimo biennio, in cui il prodotto si espanderebbe cumulativamente di oltre il 2 per cento. Si stima che la crescita rimanga contenuta nella parte restante di quest'anno e all'inizio del prossimo, per poi riacquistare slancio sostenuta dai consumi e dalle esportazioni, che beneficiano della ripresa del reddito disponibile e del commercio internazionale. Gli investimenti sono previsti in forte rallentamento, principalmente a causa del ridimensionamento degli incentivi all'edilizia residenziale e delle condizioni di finanziamento ancora restrittive, seppure in miglioramento rispetto alla prima metà del 2024; nelle nostre stime l'impulso negativo di questi fattori è parzialmente compensato dalle misure del PNRR. Rispetto alle proiezioni pubblicate in giugno, la crescita del PIL è leggermente più elevata nel biennio 2025-26, prevalentemente per effetto di condizioni finanziarie più favorevoli e delle misure espansive programmate dal Governo.

Si prevede che l'inflazione al consumo rimanga su valori contenuti, all'1,1 per cento quest'anno, all'1,6 nel 2025 e nel 2026. Alla diminuzione rispetto ai livelli elevati del 2023 contribuisce soprattutto il calo dei prezzi dei beni intermedi e dell'energia. L'inflazione di fondo si colloca al di sopra del 2 per cento nel 2024 e al di sotto di tale valore nel biennio 2025-26: si valuta che le pressioni al rialzo derivanti dall'accelerazione delle retribuzioni siano assorbite, in particolare quest'anno, dalla riduzione dei margini di profitto e dalla dinamica contenuta dei prezzi dei beni importati. Nel confronto con le proiezioni di giugno l'inflazione al consumo è sostanzialmente invariata.

Le nostre proiezioni di crescita sono pressoché in linea con quelle formulate nei mesi scorsi dalle maggiori organizzazioni internazionali e dagli analisti privati (tavola); per il 2026 sono superiori a quelle del Fondo monetario internazionale. Le nostre stime di inflazione sono generalmente inferiori a quelle degli altri previsori su tutto il triennio 2024-26.

Tavola

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

VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Banca d'Italia (ottobre)	0,6	1,0	1,2	1,1	1,6	1,6
Commissione europea (maggio)	0,9	1,1	–	1,6	1,9	–
OCSE (settembre)	0,8	1,1	–	1,3	2,2	–
FMI (luglio)	0,7	0,9	0,6	1,3	2,0	2,0
Consensus Economics (ottobre)	0,8	0,9	–	1,2	1,7	–
per memoria: Banca d'Italia (giugno)	0,6	0,9	1,1	1,1	1,5	1,6

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 11 ottobre 2024; Commissione europea, *European Economic Forecast. Spring 2024*, maggio 2024; OCSE, *OECD Economic Outlook. Interim Report. Turning the Corner*, settembre 2024; FMI, *Italy: Staff Report for the 2024 Article IV Consultation*, luglio 2024; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, ottobre 2024.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia sono corretti per il numero di giornate lavorative. Senza questa correzione il PIL crescerebbe dello 0,8 per cento nel 2024, dello 0,9 nel 2025 e dell'1,3 per cento nel 2026. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni di Consensus Economics sono riferite all'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC).

² Le proiezioni sono state formulate sulla base delle informazioni disponibili fino al 4 ottobre. Lo scenario tiene conto dell'utilizzo dei fondi europei nell'ambito del programma *Next Generation EU* e delle misure di sostegno annunciate nel Piano strutturale di bilancio di medio termine (cfr. il paragrafo 2.9).

2.2 LE IMPRESE

Nel terzo trimestre permangono i segnali di debolezza sull'attività delle imprese. Secondo le nostre stime sarebbe proseguita, sebbene con intensità minore, la flessione della produzione industriale in atto dalla primavera del 2023. I servizi avrebbero continuato a espandersi, anche se a un ritmo inferiore rispetto ai mesi primaverili. Nel settore delle costruzioni poco più della metà delle aziende prevede di beneficiare dei provvedimenti connessi con il PNRR.

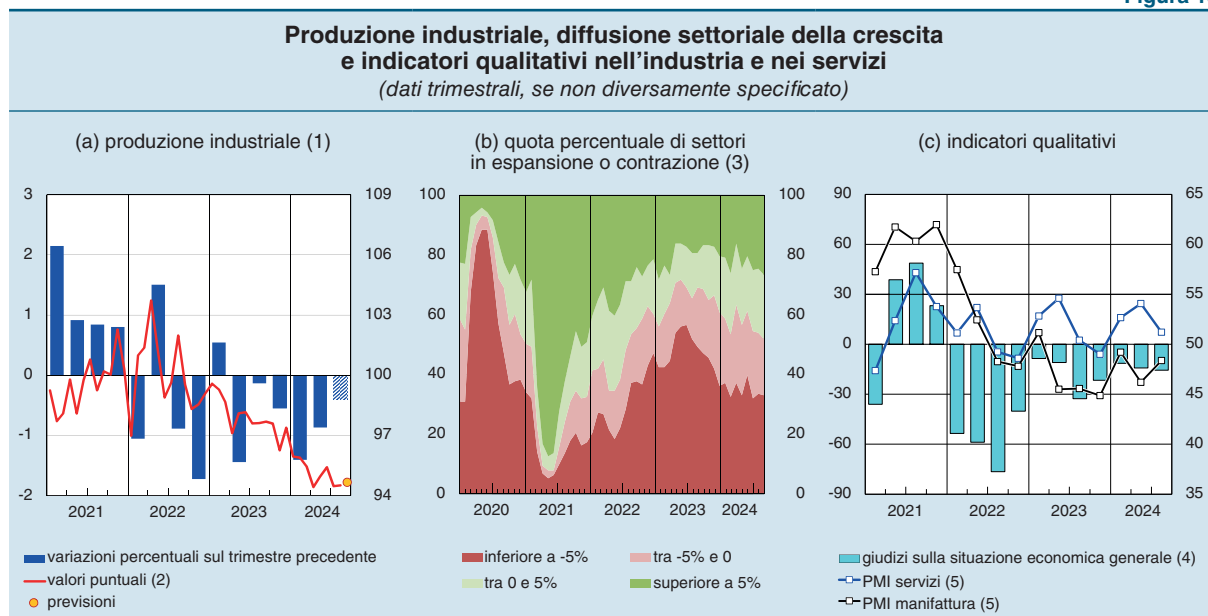
Nel terzo trimestre l'attività industriale si sarebbe ancora ridotta...

Dopo la flessione in luglio, la produzione industriale è rimasta sostanzialmente stabile in agosto, con andamenti eterogenei tra settori: all'incremento per i beni di consumo ed energetici si è contrapposto il calo di quelli intermedi e strumentali (fig. 13.a). Rimane elevata (52 per cento) la quota di comparti in contrazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 13.b): riduzioni marcate hanno riguardato la fabbricazione dei mezzi di trasporto e, aggravando una tendenza di lungo periodo, il tessile.

Nel terzo trimestre l'indice PMI per la manifattura, seppure in lieve risalita rispetto ai mesi primaverili, è rimasto al di sotto della soglia di espansione (fig. 13.c). Nelle inchieste qualitative le imprese indicano un progressivo deterioramento dei livelli di produzione, soprattutto nel settore dei beni intermedi. I giudizi sulla situazione economica generale sono ancora sfavorevoli.

Le nostre stime per settembre, basate su un ampio insieme di indicatori quantitativi e qualitativi³, suggeriscono un calo dell'attività industriale nel complesso dell'estate, meno marcato rispetto al

Figura 13



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per settembre 2024, l'ultima barra indica quella per il 3° trimestre. – (2) Dati mensili. Indice: 2021=100. Scala di destra. – (3) Dati mensili. La quota di settori in espansione o contrazione (a livello di classe Ateco) è calcolata sulla base delle medie mobili su 3 mesi dei tassi di crescita tendenziali degli indici settoriali di produzione industriale corretti per gli effetti di calendario. – (4) 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, 8 ottobre 2024). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

³ Le stime tengono conto dei dati sui consumi di elettricità e di gas, sul traffico autostradale e su rotaia, nonché degli indicatori qualitativi sulla fiducia e sulle aspettative delle imprese.

trimestre precedente. Vi contribuiscono le prospettive incerte sulle esportazioni e la debolezza del ciclo manifatturiero nell'area dell'euro, in particolare in Germania.

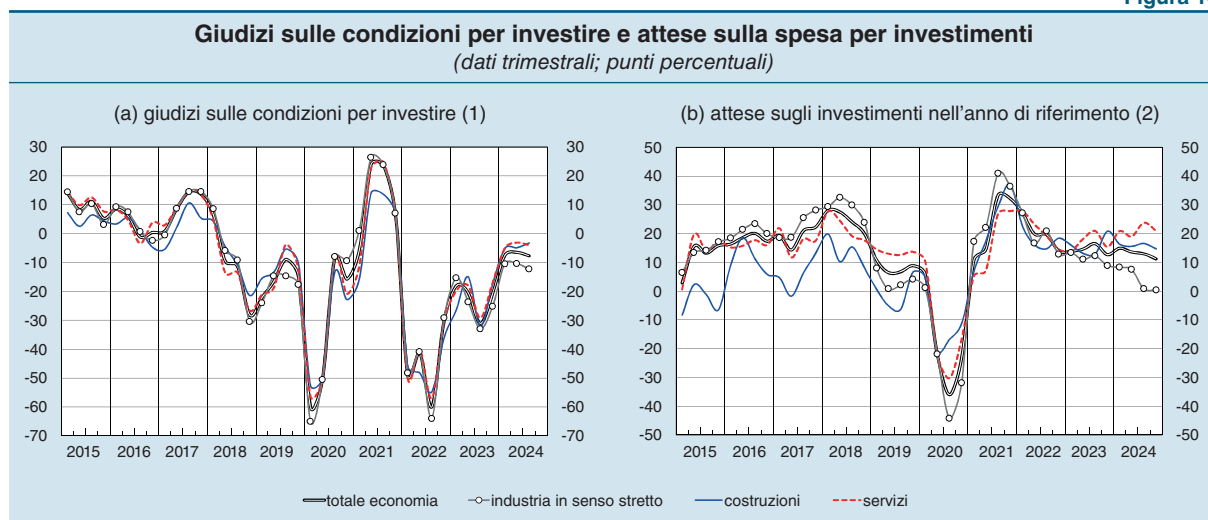
... e l'espansione nei servizi perderebbe slancio

Nei mesi estivi gli indici PMI per il settore terziario prefigurano, in linea con l'aumento del fatturato dei servizi in luglio, un'ulteriore espansione dell'attività, seppure meno intensa nel confronto con il trimestre precedente. Anche gli indicatori di fiducia relativi alle imprese operanti nei settori dei servizi di mercato e del commercio al dettaglio forniscono segnali di un modesto rallentamento, principalmente nella componente relativa agli affari correnti, a fronte di un miglioramento delle attese sulle vendite future. Nel settore turistico il clima di fiducia è ancora al di sopra della media di lungo periodo, pur se in flessione rispetto ai mesi primaverili (cfr. il riquadro: *I recenti andamenti del settore del turismo in Italia*, in *Bollettino economico*, 3, 2024). Anche dalle inchieste della Banca d'Italia condotte tra agosto e settembre⁴ emergono segnali di crescita della domanda per le imprese dei servizi, cui si contrappongono indicazioni di perdurante debolezza nella manifattura. Se ne trova conferma anche nelle opinioni raccolte attraverso un sondaggio semestrale sulla congiuntura territoriale condotto dalle Filiali della Banca d'Italia tra le imprese, le associazioni di categoria e gli intermediari finanziari; il rallentamento è particolarmente avvertito dalle regioni del Nord, più esposte al ciclo economico tedesco.

Gli indicatori sugli investimenti rimangono deboli

Nel secondo trimestre gli investimenti sono lievemente diminuiti (-0,1 per cento). Il calo è ascrivibile principalmente alla contrazione della componente abitativa (-2,0 per cento), a fronte di un incremento degli investimenti sia in impianti, macchinari e armamenti, sia nell'edilizia non residenziale. In base alle indicazioni dell'Associazione italiana leasing (Assilea), nel bimestre luglio-agosto il valore dei contratti di leasing per il finanziamento dei beni strumentali ha rallentato rispetto al trimestre precedente. Secondo le imprese intervistate dalla Banca d'Italia le condizioni per investire restano sfavorevoli (fig. 14.a; cfr. il paragrafo 2.7). Il saldo tra la percentuale di aziende che si attende per il 2024 un'espansione della spesa nominale per investimenti e quella che ne indica una riduzione resta positivo, con andamenti eterogenei tra settori: le aspettative sono più deboli nell'industria in senso stretto e più favorevoli nelle

Figura 14



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 ottobre 2024.
(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e di peggioramento rispetto al trimestre precedente. - (2) Saldi tra attese di aumento e di diminuzione rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

⁴ Per approfondimenti, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 ottobre 2024.

costruzioni e, soprattutto, nei servizi (fig. 14.b)⁵. Oltre la metà delle imprese nelle costruzioni prevede di beneficiare dei provvedimenti connessi con il PNRR.

2.3 LE FAMIGLIE

In primavera i consumi delle famiglie sono cresciuti in misura contenuta; per il terzo trimestre del 2024 gli indicatori congiunturali segnalano un'ulteriore modesta espansione, guidata dal recupero del reddito disponibile e da un lieve aumento del clima di fiducia. Migliorano gradualmente le prospettive del mercato immobiliare.

La crescita moderata dei consumi delle famiglie è proseguita nel secondo trimestre...

Nei mesi primaverili gli acquisti delle famiglie sono saliti dello 0,3 per cento in termini reali: prosegue dunque il parziale recupero dopo la netta flessione nello

scorcio del 2023. Il lieve incremento ha riflesso la crescita sostenuta della spesa per servizi e l'ampliamento più moderato di quella per beni durevoli; si è invece ridotta la spesa di beni non durevoli e semidurevoli. I consumi continuano a beneficiare del significativo aumento del potere d'acquisto nella prima metà dell'anno, favorito dalla graduale ripresa delle retribuzioni reali (cfr. il paragrafo 2.5), pur in presenza di un'elevata propensione al risparmio (fig. 15).

... e sarebbe continuata anche nei mesi estivi

Sulla base di nostre stime, anche nel terzo trimestre i consumi delle famiglie hanno avuto una modesta

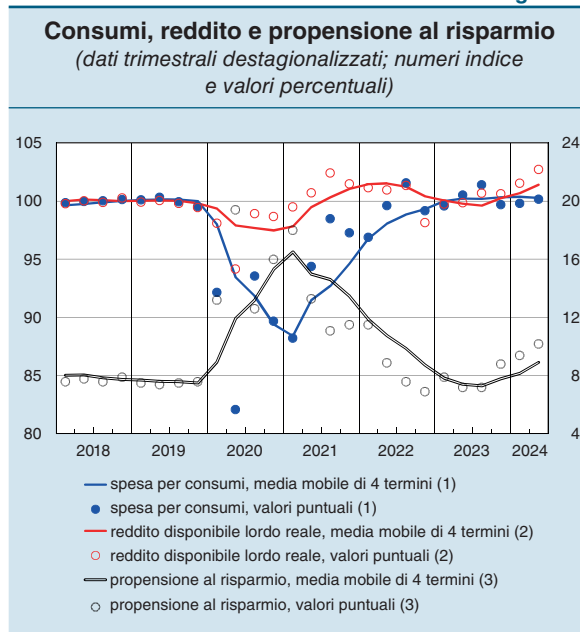
espansione. L'indicatore di Confcommercio è aumentato lievemente nel bimestre luglio-agosto, segnalando una crescita della spesa per i servizi a fronte di una stazionarietà degli acquisti di beni.

Nel complesso dei mesi estivi si evidenzia un parziale miglioramento nella dinamica dei pagamenti elettronici, valutati in termini reali, rispetto al secondo trimestre; le immatricolazioni di automobili, al netto della stagionalità, si sono tuttavia ridotte, dopo la crescita dei mesi primaverili.

È proseguita nel terzo trimestre la crescita della fiducia dei consumatori, sostenuta da giudizi e attese più favorevoli sulla situazione economica – sia generale sia personale – e da valutazioni più ottimistiche sulle possibilità future di risparmio. Sono tuttavia peggiorate le aspettative sull'occupazione (fig. 16).

Nell'ambito dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* condotta dalla Banca d'Italia tra agosto e settembre, quasi la metà dei nuclei prevede di mantenere stabile la spesa per consumi nei successivi dodici mesi, circa due quinti ne prefigurano un incremento e solo un decimo una riduzione. Le condizioni

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Valori concatenati; indice: 2018=100. – (2) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti; indice: 2018=100. – (3) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici; scala di destra.

⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

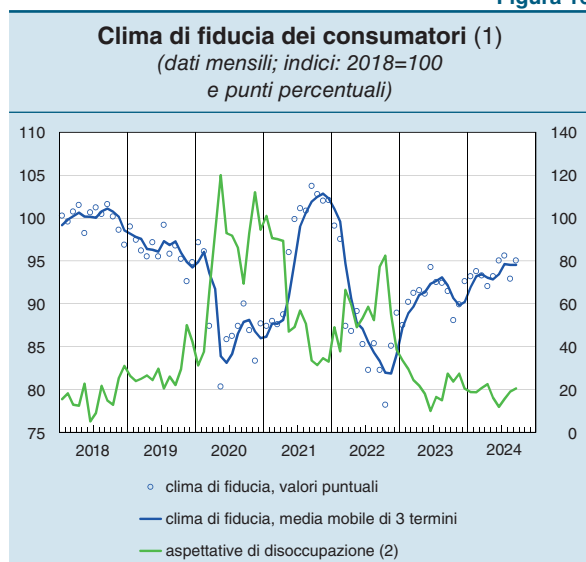
di finanziamento ancora restrittive (cfr. il paragrafo 2.7) peserebbero però sui piani di acquisto di beni durevoli, soprattutto nelle famiglie meno abbienti.

Le prospettive del mercato immobiliare sono divenute meno sfavorevoli

Nel secondo trimestre del 2024 i prezzi delle abitazioni hanno accelerato, più marcatamente quelli delle nuove costruzioni. Le compravendite sono lievemente aumentate (fig. 17). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto dalla Banca d'Italia la scorsa estate, le difficoltà di reperimento di un mutuo sono in parziale attenuazione (cfr. il paragrafo 2.7).

Per le locazioni si restringe l'offerta, riflettendo la propensione dei proprietari a privilegiare quelle a breve termine, principalmente nelle città medie e grandi del Centro; per contro la domanda si conferma robusta, in connessione con le difficoltà nell'acquisto di immobili per alcune categorie di compratori, soprattutto nelle aree urbane del Nord. Rispetto allo stesso periodo del 2023 le aspettative degli agenti sulle condizioni del mercato immobiliare, sia a breve sia a lungo termine, sono meno sfavorevoli; sono inoltre migliorate le attese sui prezzi delle abitazioni, sebbene ancora improntate al pessimismo. Anche le nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it suggeriscono una lieve ripresa della domanda di abitazioni nei mesi estivi.

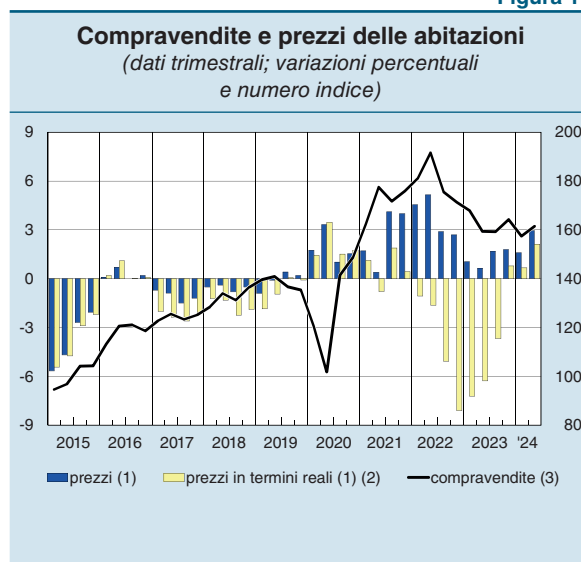
Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile 2020, non rilevato a causa dell'emergenza pandemica, la media mobile dei 3 mesi terminanti rispettivamente in aprile, maggio e giugno del 2020 è costruita sulla base delle sole 2 osservazioni disponibili. – (2) Saldo tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione". Un aumento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.

(1) Variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Indice: 2015=100. Scala di destra.

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

Nel secondo trimestre il contributo della domanda estera netta alla dinamica del PIL reale è tornato negativo: le esportazioni, che avevano ristagnato all'inizio dell'anno, hanno registrato un calo, a fronte di un lieve aumento delle importazioni. L'avanzo del conto corrente si è tuttavia ampliato, riflettendo la diminuzione del deficit dei redditi primari e il miglioramento del saldo dei servizi, che ha beneficiato anche di un buon andamento dei flussi turistici internazionali. Si mantengono su livelli elevati gli acquisti netti di titoli italiani, soprattutto del settore pubblico, da parte degli investitori non residenti. Si è ridotto ulteriormente

il saldo debitorio TARGET. La posizione creditoria netta sull'estero è cresciuta.

Le esportazioni sono diminuite nel secondo trimestre...

Dopo avere ristagnato all'inizio del 2024, nel secondo trimestre le esportazioni in volume sono scese dell'1,2 per cento (tav. 4): la flessione della componente dei beni ha più che controbilanciato la crescita di quella dei servizi. Sono diminuite le vendite sia nei mercati esterni all'area dell'euro (soprattutto negli Stati Uniti) sia, in misura minore, in quelli interni; a livello settoriale la riduzione delle esportazioni è stata marcata nella meccanica e negli autoveicoli.

Le importazioni sono lievemente cresciute, sostenute dalla componente dei servizi. Gli acquisti di beni dall'estero hanno ristagnato: tale andamento è dovuto ai minori acquisti dai mercati interni all'area, soprattutto dalla Germania, a fronte dell'aumento di quelli dai mercati esterni, in special modo dai paesi asiatici. Il calo più consistente ha riguardato i prodotti energetici e gli autoveicoli.

... e nei mesi estivi le vendite estere di beni sono rimaste deboli

In base a nostre valutazioni su dati parziali di commercio estero, nel bimestre luglio-agosto le esportazioni di beni in volume depurate dagli effetti della stagionalità sono diminuite, mentre le importazioni sono aumentate. Nella media del trimestre l'indicatore degli ordini esteri desunto dall'indagine dell'Istat presso le imprese manifatturiere e il corrispondente indice PMI continuano a segnalare una domanda estera debole; risultano invece stabili i tempi di consegna (fig. 18).

L'avanzo del conto corrente si è nuovamente ampliato

Nel secondo trimestre l'avanzo di conto corrente, al netto di fattori stagionali, si è ampliato rispetto al periodo precedente (al 2,0 per cento del PIL; fig. 19 e tav. 5)⁶. A fronte del deterioramento del

Tavola 4

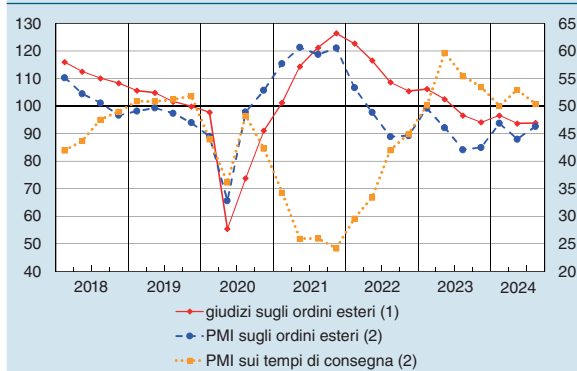
Esportazioni e importazioni in volume (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2023	2023		2024	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Esportazioni	0,8	0,7	1,4	-0,6	-1,2
Beni	-1,2	0,4	1,2	-0,6	-1,8
in paesi dell'area dell'euro	-1,2	0,1	-0,7	-1,3	-0,7
in paesi esterni all'area (2)	-1,3	0,6	2,5	-0,1	-2,5
Servizi	10,5	2,0	2,6	-0,6	1,2
Importazioni	-0,4	-2,4	-1,3	-2,3	0,2
Beni	-1,2	-3,1	-1,5	-1,8	-0,1
da paesi dell'area dell'euro	2,4	0,6	-1,3	3,5	-1,2
da paesi esterni all'area (2)	-4,8	-6,7	-1,7	-7,6	1,3
Servizi	3,6	0,6	-0,4	-4,3	1,1

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

Figura 18

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



Fonte: Istat e Standard & Poor's. (1) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media dall'inizio della serie storica (gennaio 2000) e sommato il valore 100. Il valore 100 rappresenta pertanto un saldo tra le risposte "in aumento" e quelle "in diminuzione" in linea con la media storica. Il 2° trimestre 2020 è la media di 2 mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. - (2) Indice di diffusione relativo al fenomeno considerato, ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in miglioramento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Valori sopra il 50 indicano un miglioramento, sotto il 50 un peggioramento. Media trimestrale. Scala di destra.

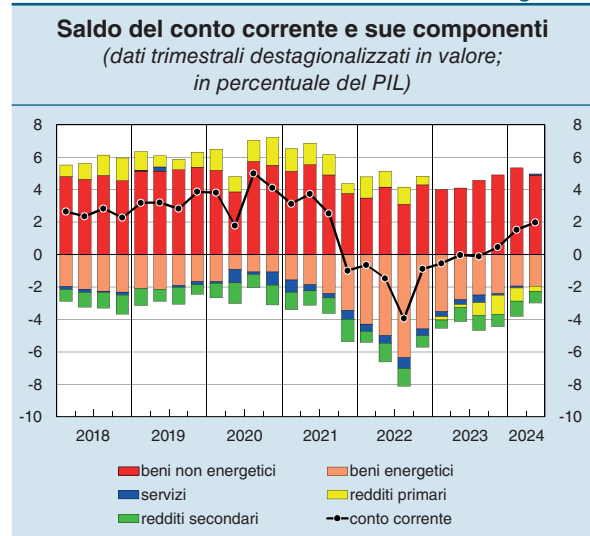
⁶ Alla fine di settembre sono stati diffusi i nuovi dati di bilancia dei pagamenti ricostruiti nell'ambito della revisione quinquennale generale delle statistiche macroeconomiche europee (cfr. Banca d'Italia, *Revisione di benchmark delle statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero (settembre 2024)*, 30 settembre 2024). Le revisioni hanno avuto un impatto contenuto sui principali aggregati di bilancia dei pagamenti e di posizione patrimoniale sull'estero, non modificando le tendenze osservate negli ultimi 15 anni. Nel 2023 il saldo di conto corrente è stato sostanzialmente in pareggio, a fronte di un modesto surplus nei dati pubblicati in precedenza; la posizione netta sull'estero alla fine dello scorso anno è risultata creditoria per 158 miliardi di euro, da 146 nel dato precedente la revisione.

Tavola 5

Bilancia dei pagamenti (saldi in miliardi di euro)					
VOCI	2023	2023		2024	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Conto corrente	-0,3	6,0	4,1	1,6	8,5
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	-1,2	-0,6	2,4	8,3	10,7
per memoria: in % del PIL (1)	..	-0,1	0,5	1,5	2,0
Conto capitale	15,2	4,0	6,0	-0,4	-1,5
Conto finanziario	31,5	17,9	17,7	0,8	0,6
Investimenti diretti	-10,6	7,3	-13,2	4,6	-1,6
Investimenti di portafoglio	-24,8	-1,1	-20,2	-25,6	-32,1
Derivati	-4,7	-1,6	0,9	1,3	0,3
Altri investimenti (2)	68,8	14,3	48,8	20,1	32,5
Variazione riserve ufficiali	2,7	-0,9	1,4	0,2	1,5
Errori e omissioni	16,5	7,9	7,5	-0,4	-6,4

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

Figura 19



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

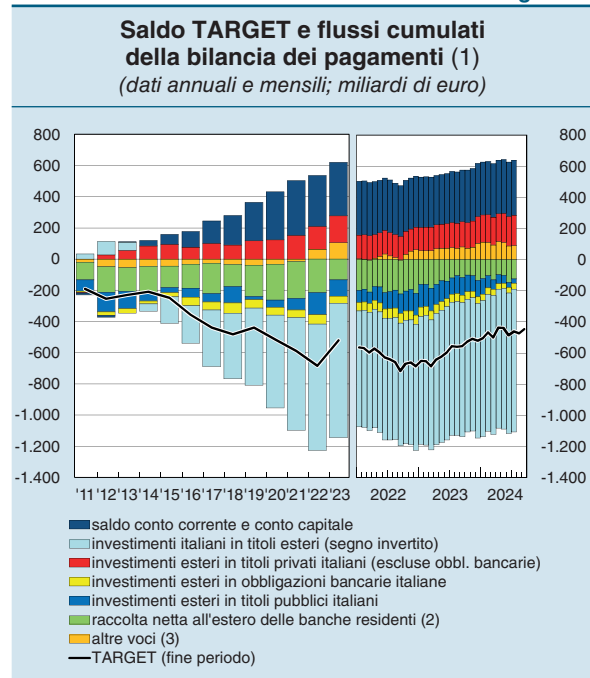
surplus dei beni non energetici e della stabilità del disavanzo energetico, il miglioramento è stato trainato dalla diminuzione del deficit dei redditi primari (cfr. il riquadro: *Il saldo dei redditi primari e il recente rialzo dei tassi di interesse*, in *Bollettino economico*, 2, 2024). All'incremento ha inoltre contribuito il saldo positivo dei servizi, che rispecchia anche il più positivo andamento della bilancia turistica.

Gli investitori esteri continuano ad acquistare titoli pubblici italiani

Nel secondo trimestre il saldo del conto finanziario è risultato in pareggio (0,6 miliardi di euro; tav. 5). Sono negativi sia il saldo degli investimenti diretti (-1,6 miliardi) sia, più marcatamente, quello degli investimenti netti di portafoglio (-32,1 miliardi), per via degli elevati acquisti esteri di titoli italiani soprattutto pubblici (29,3 miliardi, interamente concentrati in titoli a lungo termine e corrispondenti a circa la metà delle emissioni nette da parte del Tesoro). Gli investimenti dei residenti in attività estere di portafoglio (11 miliardi) sono in larga misura riconducibili ad acquisti di obbligazioni, per la maggior parte private; è pertanto proseguita la ricomposizione verso titoli di debito, in corso dal 2022 sulla scia del rialzo dei rendimenti obbligazionari.

Nello stesso periodo è risultato positivo il saldo degli "altri investimenti" (32,5 miliardi), che risente soprattutto del calo della raccolta netta sull'estero del settore bancario residente (16,9 miliardi).

Figura 20



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti). – (3) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

Il saldo debitorio su TARGET è ulteriormente diminuito

Nel secondo trimestre la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET è scesa di 15,6 miliardi, riflettendo principalmente gli afflussi per investimenti esteri in titoli italiani. Dal lato del bilancio della Banca d'Italia è così proseguito il significativo calo del saldo debitorio in atto dalla metà del 2023, connesso con il rimborso dei prestiti erogati dall'Eurosistema alle istituzioni creditizie nell'ambito delle TLTRO3 e, in misura minore, con la riduzione del portafoglio di politica monetaria, sceso di 61 miliardi tra luglio del 2023 e lo stesso mese del 2024. Nel terzo trimestre il saldo debitorio è diminuito (di 38,9 miliardi), portandosi a 446,4 miliardi alla fine di settembre (fig. 20).

La posizione creditoria netta sull'estero si è rafforzata

Alla fine di giugno la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 225,2 miliardi di euro, pari al 10,5 per cento del PIL. L'aumento di 32,8 miliardi rispetto alla fine di marzo è riconducibile principalmente ad aggiustamenti di valutazione legati alla variazione dei prezzi, in particolare sui titoli di portafoglio e sulle riserve ufficiali in oro.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Il mercato del lavoro mostra segnali di rallentamento: il numero di occupati ha continuato a salire, ma le ore lavorate sono diminuite, in special modo nell'industria in senso stretto; la riduzione delle ore per addetto si è associata a un miglioramento della dinamica della produttività. La flessione del tasso di partecipazione, proseguita anche nei mesi estivi, ha contribuito alla discesa di quello di disoccupazione. Il costo del lavoro per unità di prodotto ha accelerato nel settore privato non agricolo, trainato dagli aumenti retributivi nel commercio e nella metalmeccanica. La crescita salariale dovrebbe ulteriormente rafforzarsi in autunno per effetto dei pagamenti già stabiliti dai contratti in vigore.

Nel secondo trimestre le ore lavorate sono scese e la partecipazione ha ristagnato

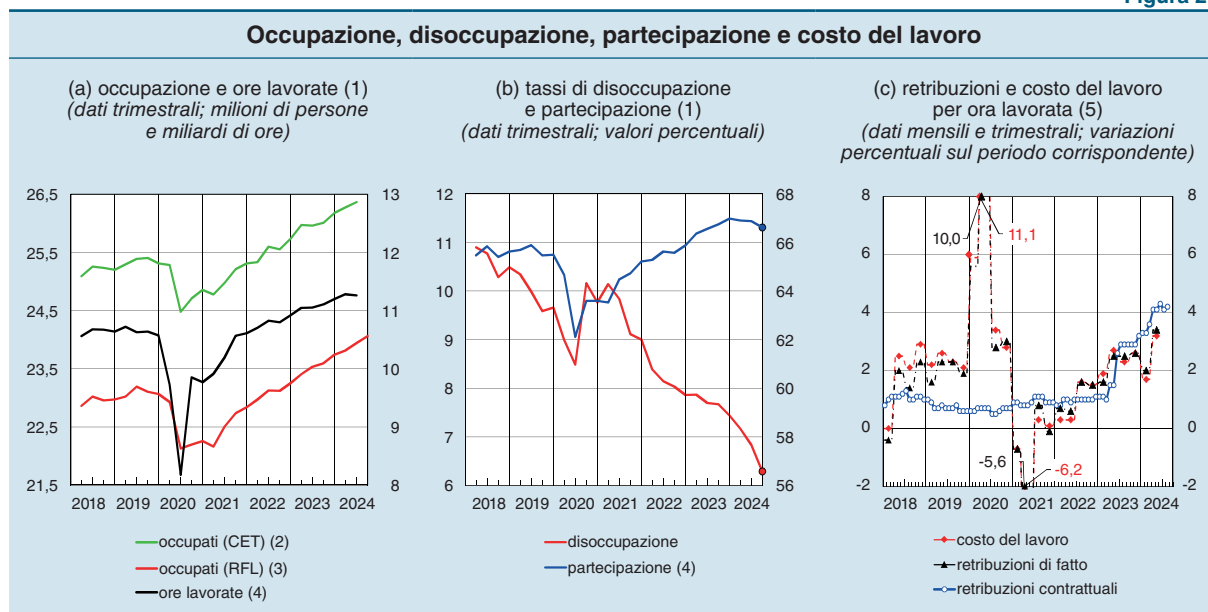
Secondo i dati dei *Conti economici trimestrali* (CET), nei mesi primaverili le ore complessivamente lavorate si sono ridotte (-0,2 per cento), particolarmente nell'industria in senso stretto, nonostante l'espansione del numero di addetti⁷ (0,4 per cento; fig. 21.a). Anche la flessione del tasso di posti vacanti nei primi due trimestri dell'anno e l'aumento tendenziale delle ore di Cassa integrazione guadagni autorizzate nella manifattura confermano il progressivo indebolimento della domanda di lavoro delle imprese.

Il tasso di partecipazione, salito rapidamente tra il 2021 e il 2023, è rimasto sostanzialmente stabile, dopo il leggero calo del trimestre precedente (fig. 21.b). La crescita dell'occupazione, associata alla stagnazione delle forze di lavoro, ha ulteriormente ridotto il tasso di disoccupazione (al 6,8 per cento).

Nei mesi estivi è cresciuta l'occupazione e diminuita la partecipazione

Secondo i dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), a luglio e agosto, a fronte dell'aumento del numero di occupati, il tasso di partecipazione è sceso (-0,2 punti percentuali); quello di disoccupazione è quindi diminuito al 6,3 per cento, lievemente al di sotto del valore medio dell'area dell'euro. Le aspettative delle imprese sull'occupazione nei tre mesi successivi, rilevate a settembre dalla Commissione europea, restano positive nei servizi, mentre sono negative nell'industria.

⁷ Il livello di entrambi gli aggregati è stato rivisto al ribasso nella nuova versione dei *Conti economici nazionali* diffusa dall'Istat (per maggiori dettagli, cfr. Istat, *Anni 1995-2023. Conti economici nazionali. Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 23 settembre 2024), ma i tassi di variazione sono stati sostanzialmente confermati.



Fonte: Istat, CET (per l'occupazione, le ore lavorate, le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro); Istat, RFL (per l'occupazione, il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione); Istat, Retribuzioni contrattuali per tipo di contratto (per le retribuzioni contrattuali).
 (1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 3° trimestre 2024 indicano la media del bimestre luglio-agosto. – (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. – (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. – (4) Scala di destra. – (5) Settore privato non agricolo. Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

Le retribuzioni contrattuali hanno accelerato...

Nel secondo trimestre le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo sono salite del 4,2 per cento su base annua (dal 3,2; fig. 21.c), principalmente per il pagamento in aprile degli incrementi accordati nel commercio e per l'adeguamento a giugno dei minimi retributivi nella metalmeccanica. Le retribuzioni di fatto, seppure in netta accelerazione (al 3,4 per cento, dall'1,9), sono cresciute meno di quelle contrattuali, riflettendo soprattutto la dinamica più moderata delle voci aggiuntive rispetto ai minimi tabellari. Il livello delle retribuzioni è stato rivisto leggermente al rialzo nei nuovi conti annuali dell'Istat, ma l'andamento degli ultimi anni nel settore privato non agricolo è rimasto sostanzialmente invariato⁸. Nonostante l'attenuazione del calo della produttività⁹, l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto si è accentuato.

... e la crescita rimarrebbe sostenuta nei mesi autunnali

Nel bimestre luglio-agosto la crescita delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta robusta. La dinamica continuerebbe a essere sostenuta nei mesi autunnali, per via degli aumenti già definiti negli accordi recentemente siglati (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*). La quota di lavoratori in attesa di rinnovo nel settore privato è del 40 per cento; in particolare sono in corso le trattative per i contratti delle costruzioni e della metalmeccanica, scaduti a giugno, che interessano oltre un quinto del totale degli addetti.

⁸ Le revisioni alla dinamica delle retribuzioni orarie sono state invece significative nel complesso dell'economia, a causa del passaggio dal criterio di cassa a quello di competenza nella contabilizzazione degli arretrati nel comparto pubblico. Pertanto il tasso di crescita è stato corretto al ribasso nel 2022 – quando erano stati erogati cospicui arretrati relativi a prestazioni dell'anno precedente – e al rialzo nel 2021 e nel 2023.

⁹ Nel corso del biennio 2022-23, l'aumento dei costi dei beni intermedi e di quelli energetici aveva portato a una ricomposizione della produzione a favore delle imprese che utilizzano più intensamente il lavoro rispetto ad altri fattori produttivi; ciò ha contribuito, a livello aggregato, all'espansione del totale delle ore lavorate e alla riduzione della produttività media del lavoro (cfr. il riquadro: *Il calo della produttività oraria del lavoro: le dinamiche di impresa*, in *Bollettino economico*, 4, 2023).

L'IMPATTO DEI RECENTI AUMENTI CONTRATTUALI SULLA DINAMICA RETRIBUTIVA

Nel primo semestre del 2024 la dinamica dei salari contrattuali nell'insieme dell'area dell'euro si è mantenuta sostenuta, con andamenti fortemente eterogenei tra i principali paesi, riconducibili in larga parte alle differenze tra i sistemi di contrattazione collettiva, in particolare con riferimento alla durata dei contratti e alla tempestività dei loro rinnovi¹. Le retribuzioni hanno accelerato nei paesi, come Germania e Italia, dove sono stati rinnovati importanti contratti che avevano accumulato lunghi ritardi; hanno invece rallentato in Francia e Spagna, dove nel triennio 2021-23 i rinnovi sono stati più frequenti².

In Italia i contratti collettivi nazionali di lavoro (CCNL) hanno generalmente una validità di tre anni, ma la lunghezza delle negoziazioni spesso ne estende la durata effettiva, rallentando l'adeguamento delle retribuzioni agli shock, come è avvenuto durante la prima parte della fase inflazionistica, tra la seconda metà del 2021 e il 2022. Dall'inizio di quest'anno sono stati siglati numerosi CCNL, in particolare nei servizi, alcuni dei quali erano scaduti da oltre due anni. Questi nuovi accordi, nonché le tranche previste dai contratti ancora vigenti e i meccanismi di adeguamento automatico in alcuni comparti manifatturieri³, hanno determinato nel primo semestre del 2024 una crescita salariale nel settore privato non agricolo del 3,8 per cento su base annua, in accelerazione rispetto al 2023 (2,2 per cento).

Alla fine di giugno le retribuzioni contrattuali in termini reali rimanevano comunque in media inferiori dell'8 per cento circa rispetto ai livelli del 2021⁴. La variazione dei salari reali nell'ultimo triennio è stata molto eterogenea tra settori (figura A): le perdite sono state più marcate nei servizi privati e più contenute nell'industria.

Nei prossimi trimestri la dinamica delle retribuzioni contrattuali sarà determinata dagli incrementi già previsti dagli accordi recentemente firmati e dagli aumenti che saranno negoziati nei futuri rinnovi. La prima componente è rappresentata dal *wage tracker* per l'Italia (WT; linea rossa della figura B), un indicatore costruito in modo simile a quello elaborato dalla Banca centrale europea per l'area dell'euro⁵. Esso misura la crescita delle retribuzioni sulla base dei soli contratti collettivi in vigore, escludendo quelli scaduti, che sono invece inclusi nell'indice delle retribuzioni contrattuali prodotto dall'Istat⁶ (linea verde della figura B).

Il WT rappresenta pertanto un segnale delle pressioni salariali; il suo contenuto informativo dipende dalla quota di CCNL sottostanti⁷ (area grigia nella figura B) ed è quindi maggiore nel breve periodo

¹ Vi incidono anche altri fattori, tra cui gli squilibri tra domanda e offerta di lavoro, le aspettative di inflazione e i meccanismi di indicizzazione; per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2022.

² M. Bing, S. Holton, G. Koester e M. Roca I Llevadot, *Tracking euro area wages in exceptional times*, "The ECB Blog", 23 maggio 2024 e BCE, *Bollettino economico*, 5, 2024.

³ Alcuni contratti del settore, in particolare quello della metalmeccanica, prevedono un sistema di verifica annuale del differenziale inflativo tra l'IPCA al netto dei beni energetici importati (IPCA-NEI) realizzato nell'anno precedente e la dinamica retributiva prevista al momento del rinnovo. Ciò comporta l'adeguamento automatico dei minimi tabellari a giugno dell'anno successivo. Il CCNL dell'industria del legno e dell'arredamento effettua la verifica a inizio anno, sulla base dell'IPCA generale.

⁴ La contrazione è stata più contenuta nei paesi che hanno avuto rinnovi più frequenti, come Francia e Spagna (3 e 6 per cento, rispettivamente); la Germania, dove generalmente le negoziazioni sono più lunghe, ha registrato una riduzione delle retribuzioni reali (al netto delle una tantum) comparabile a quella dell'Italia.

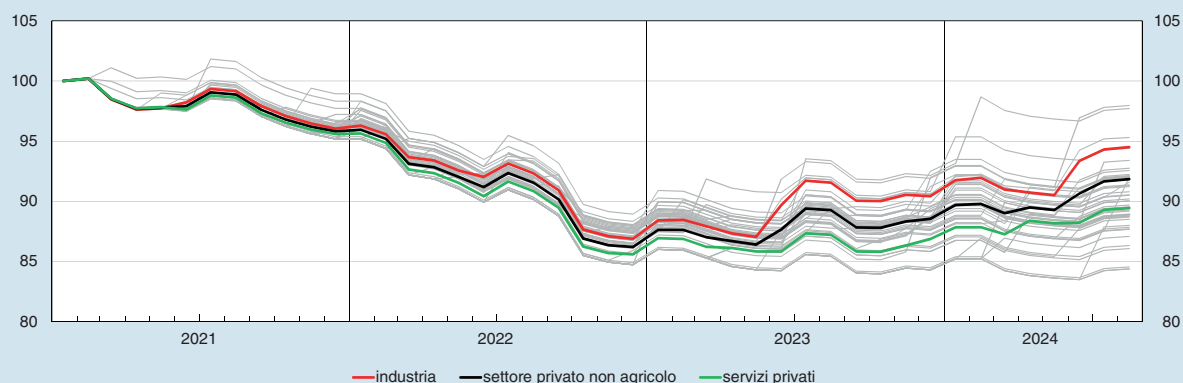
⁵ L. Górnicka e G. Koester, *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 338, 2024.

⁶ L'indagine *Contratti collettivi e retribuzioni contrattuali* si basa sui 75 CCNL più rappresentativi, compresi quelli del comparto agricolo e del pubblico impiego.

⁷ Tale quota varia lungo l'orizzonte, includendo di volta in volta quelli già siglati, che saranno ancora validi nel mese considerato.

Salari reali medi contrattuali nei diversi settori (1)

(numero indice: gennaio 2021=100)

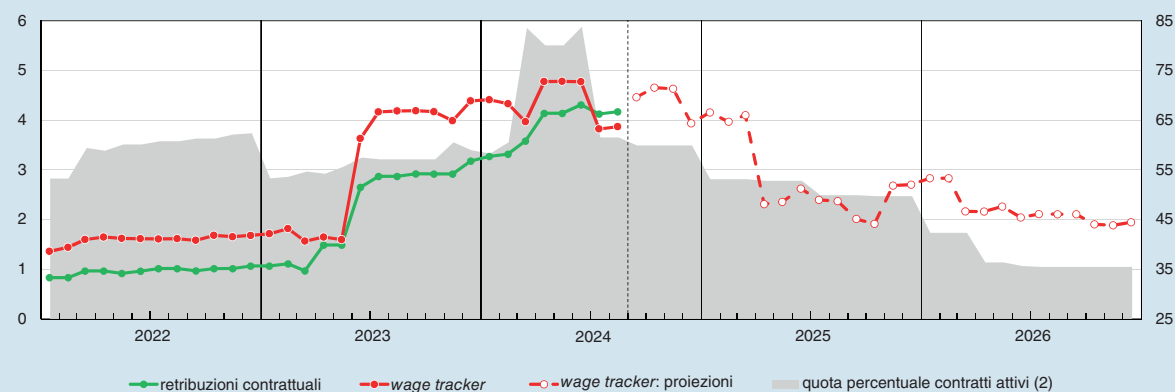


Fonte: nostre elaborazioni su dati Istat e sulle informazioni raccolte nell'archivio dei CCNL del settore privato non agricolo gestito dalla Banca d'Italia.
(1) Ogni linea grigia rappresenta un diverso CCNL.

e minore nel medio, quando i contratti attualmente vigenti arriveranno progressivamente a scadenza. Secondo l'indicatore, queste pressioni salariali si sono collocate nella media dei primi sei mesi del 2024⁸ al 4,5 per cento e rimarrebbero robuste anche nel secondo semestre: il principale contributo, circa tre quarti del totale, verrebbe dagli incrementi contrattuali già pattuiti nei servizi (in particolare nei comparti del commercio, del credito, degli alberghi e degli studi professionali). Successivamente l'incremento derivante dalle tranche già accordate si porterebbe in media al 2,8 per cento nel 2025 e a circa il 2 nel 2026.

Crescita delle retribuzioni tra i contratti attivi: settore privato non agricolo (1)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e valori percentuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Istat e sulle informazioni raccolte nell'archivio dei CCNL del settore privato non agricolo gestito dalla Banca d'Italia.
(1) La linea nera verticale tratteggiata corrisponde all'ultimo aggiornamento disponibile per la serie dell'indice delle retribuzioni contrattuali dell'Istat (agosto 2024). – (2) Scala di destra.

⁸ Il WT ha registrato a luglio una caduta più marcata di quella dell'indice complessivo delle retribuzioni. Ciò è riconducibile in larga parte all'esclusione dei contratti della metalmeccanica e delle costruzioni, scaduti a giugno, dall'insieme di quelli presi in esame.

Come detto sopra, via via che gli accordi giungeranno a scadenza i rinnovi futuri acquisiranno un peso più rilevante nella determinazione della crescita delle retribuzioni a livello aggregato. Con il modello contrattuale vigente la negoziazione tra le parti sociali è ancorata alle previsioni di inflazione rilasciate dall'Istat, che attualmente si collocano su livelli contenuti⁹; nel prossimo futuro, tuttavia, le rivendicazioni sindacali finalizzate al recupero della perdita del potere d'acquisto potrebbero essere più intense.

⁹ L'Accordo interconfederale del 2009 e il Patto della fabbrica del 2018 prevedono che gli incrementi negoziati siano ancorati alle previsioni dell'IPCA-NEI pubblicate annualmente dall'Istat. Le ultime, rilasciate lo scorso giugno, collocano l'IPCA-NEI all'1,9 per cento nel 2024 e al 2 nel triennio 2025-27.

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

In settembre l'inflazione è tornata su valori al di sotto dell'1 per cento, principalmente per il contributo negativo della componente energetica. L'inflazione dei servizi è diminuita, pur restando ancora elevata. In agosto la variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione si è confermata negativa, ma in misura minore rispetto a luglio. Famiglie e imprese si aspettano una crescita moderata dei prezzi nei prossimi mesi.

L'inflazione al consumo rimane contenuta

Dopo l'aumento registrato in luglio, l'inflazione al consumo è tornata a scendere nei due mesi successivi,

collocandosi in settembre – sulla base delle stime preliminari – allo 0,8 per cento sui dodici mesi (fig. 22 e tav. 6). La diminuzione riflette il rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici e il marcato calo di quelli dei carburanti. L'inflazione dei beni alimentari è rimasta mo-

Tavola 6

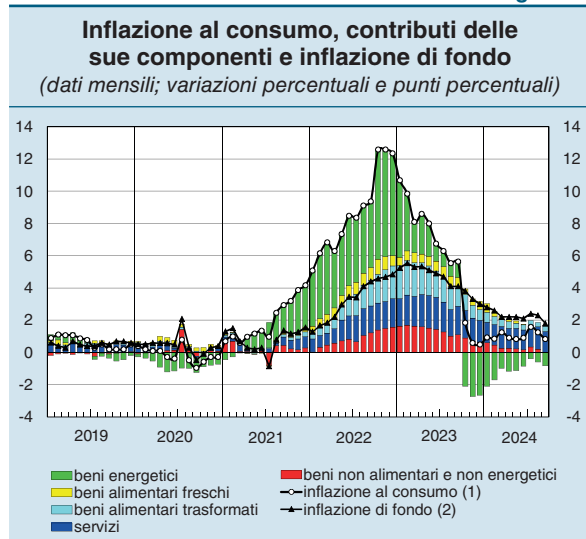
Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, se non diversamente specificato)

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

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

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

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

derata, sotto il 2 per cento; quella dei servizi, su cui continuano a incidere le voci legate al turismo, è lievemente scesa, al 3,1 per cento. La componente di fondo (al netto dei beni energetici e alimentari) si è ridotta, collocandosi all'1,8 per cento. Nella media del terzo trimestre l'inflazione, pur mantenendosi su livelli contenuti, è lievemente risalita, poco sopra l'1,0 per cento.

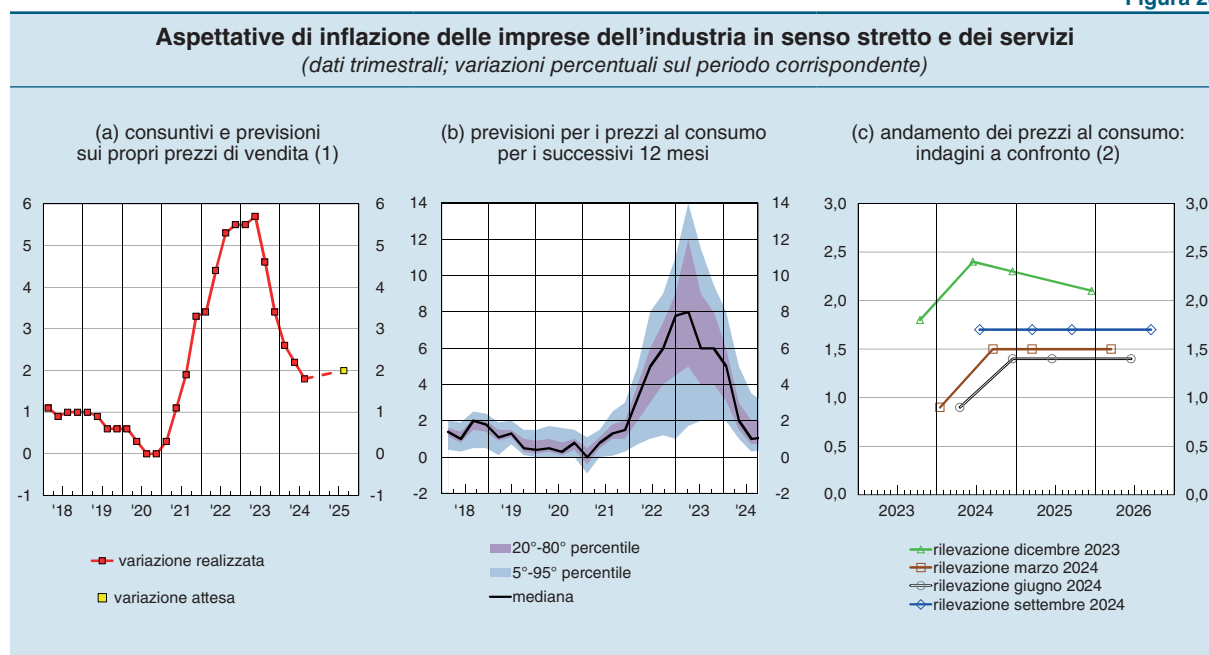
Il calo tendenziale dei prezzi alla produzione si attenua

In agosto la riduzione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno si è attenuata (-1,1 per cento, da -1,6 in luglio), rispecchiando l'andamento della componente energetica. Per i prezzi dei beni strumentali e di quelli di consumo la variazione si mantiene appena positiva, mentre si conferma negativa per i beni intermedi.

In settembre i responsabili degli acquisti hanno indicato un rallentamento dei costi degli input e dei prezzi di vendita nella manifattura; nel settore dei servizi segnalano invece un'accelerazione dei costi degli input, che includono quelli del personale.

Nel secondo trimestre del 2024 il costo del lavoro per unità di prodotto nel settore privato non agricolo ha accelerato, sospinto dalla crescita delle retribuzioni, solo in parte compensata dal miglioramento della dinamica della produttività¹⁰ (cfr. il paragrafo 2.5). I margini di profitto si sono ridotti, consentendo di attenuare le pressioni sui prezzi di vendita; restano ancora al di sopra dei

Figura 23



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

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

¹⁰ Sulla base dei nuovi dati dei *Conti economici nazionali* dell'Istat, la crescita della produttività oraria del lavoro nel settore privato tra il 2019 e il 2023 si è attestata a quasi il 2 per cento; era sostanzialmente nulla nei dati precedenti. Questa correzione, guidata dalla revisione al rialzo della crescita del valore aggiunto, si è riflessa in una dinamica più contenuta del costo del lavoro per unità di prodotto (al 7,0 per cento, dal 9,0 delle stime precedenti).

valori pre-pandemici nelle costruzioni e nei servizi, e dovrebbero permettere di assorbire gli attesi rialzi salariali dei prossimi mesi.

Famiglie e imprese continuano a prefigurare una crescita moderata dei prezzi

Secondo le inchieste dell'Istat, in settembre la quota di famiglie che si attendono prezzi stabili nei prossimi dodici mesi continua a essere largamente prevalente sul totale. In agosto le aspettative relative all'inflazione al consumo su un orizzonte di dodici mesi, rilevate dalla *Consumer Expectations Survey* della BCE, si sono collocate su un valore mediano del 2,9 per cento, in lieve riduzione rispetto a luglio; quelle sui tre anni erano pari al 2,5 per cento. Nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta fra agosto e settembre dalla Banca d'Italia, le imprese dell'industria in senso stretto prefigurano un'accelerazione modesta dei propri prezzi nei prossimi dodici mesi, quelle dei servizi si attendono una dinamica invariata (fig. 23). Le aspettative delle imprese sull'inflazione al consumo sono cresciute di poco su tutti gli orizzonti, pur rimanendo contenute.

2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

La lieve riduzione del costo della raccolta bancaria ha favorito nei mesi estivi una modesta flessione dei tassi sui finanziamenti alle imprese. A fronte di un primo allentamento dei criteri di offerta verificatosi in primavera, l'ulteriore contrazione dei prestiti bancari alle società non finanziarie riflette una domanda di credito ancora debole. Anche le emissioni obbligazionarie delle imprese si sono ridotte, nonostante il calo dei rendimenti. La dinamica dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha mostrato lievi segnali di ripresa, pur rimanendo contenuta. Nel terzo trimestre le imprese hanno indicato condizioni di accesso al credito pressoché invariate.

Il costo della raccolta bancaria è leggermente diminuito...

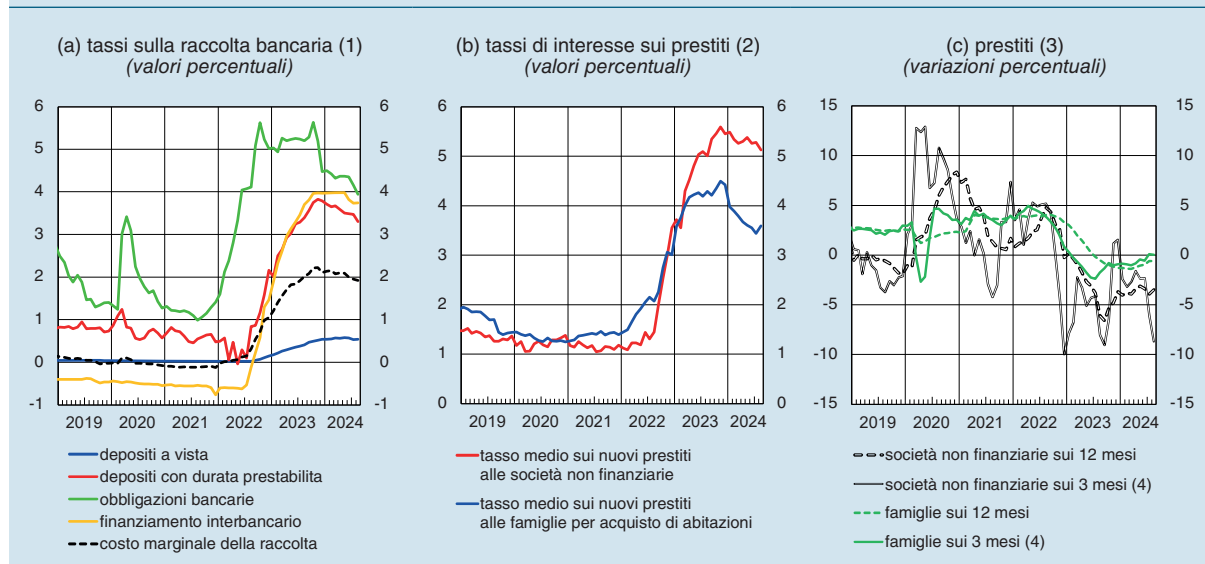
Tra maggio e agosto il costo marginale della raccolta bancaria è sceso di circa 15 punti base (all'1,9 per cento; fig. 24.a). Vi hanno contribuito principalmente il calo dei tassi sul mercato interbancario – seguito al taglio di quelli ufficiali – e il minore costo della raccolta obbligazionaria (al 3,9 per cento, dal 4,4); quest'ultimo si è ulteriormente ridotto in settembre. Il tasso sui depositi in conto corrente è rimasto sostanzialmente invariato (allo 0,5 per cento), mentre quello sui nuovi depositi con durata prestabilita è sceso di 2 decimi (al 3,3 per cento); l'elevato differenziale tra i due tassi ha continuato a sostenere la ricomposizione dei depositi in favore di quelli con durata prestabilita. La raccolta obbligazionaria bancaria è cresciuta significativamente: nel secondo trimestre le emissioni nette sono state pari a 14,9 miliardi di euro (erano 2,8 nel trimestre precedente)¹¹. La restituzione programmata dei fondi TLTRO3 ha determinato tuttavia una nuova contrazione della raccolta bancaria complessiva (-2,6 per cento sui dodici mesi in agosto, da -6,2 in maggio).

... così come i tassi sui prestiti alle imprese

Tra maggio e agosto i tassi di interesse sui nuovi prestiti bancari alle imprese si sono ridotti (al 5,1 per cento, dal 5,4), così come quelli sui prestiti già in essere (al 5,2, dal 5,4; fig. 24.b), mantenendosi tuttavia su livelli prossimi ai massimi raggiunti nello scorcio del 2023. Il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto pressoché stabile (al 3,6 per cento); quello dei finanziamenti a tasso variabile è diminuito di circa 2 decimi. Il costo del credito al consumo ha segnato una lieve flessione (dal 9,0 all'8,8 per cento).

¹¹ Nel terzo trimestre, secondo dati preliminari di fonte Bloomberg, le banche avrebbero effettuato rimborsi netti di titoli obbligazionari.

Costo della raccolta bancaria, costo e andamento del credito in Italia
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg e ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento. – (2) Valori medi. I tassi sui prestiti si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (3) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le variazioni percentuali sui 3 mesi sono in ragione d'anno. – (4) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo.

In agosto i prestiti alle imprese si sono nuovamente contratti (-8,7 per cento sui tre mesi e in ragione d'anno; fig. 24.c); la diminuzione è stata più accentuata per le aziende dei servizi e nel comparto dei prestiti a medio e a lungo termine, generalmente associati a esigenze di investimento. I finanziamenti alle famiglie¹² rimangono deboli, nonostante la lieve ripresa dei mutui e l'accelerazione del credito al consumo.

**Emergono
primi segnali
di allentamento
dei criteri di offerta,
ma la domanda
resta debole**

Le banche italiane intervistate in giugno nell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)¹³ hanno segnalato nel secondo trimestre un leggero allentamento dei criteri di offerta sui prestiti alle imprese, che riflette una maggiore tolleranza al rischio e minori costi di provvista; gli intermediari hanno riportato inoltre una nuova contrazione della domanda, riconducibile al diminuito fabbisogno di credito per gli investimenti e all'accresciuto ricorso all'autofinanziamento.

Informazioni più recenti, desunte dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese tra la fine di agosto e la metà di settembre, indicano condizioni di accesso al credito complessivamente invariate su livelli restrittivi, con un lieve miglioramento per le imprese di dimensione medio-grande e per quelle dei servizi.

¹² La definizione di famiglie cui si fa riferimento è quella armonizzata dell'Eurosistema, che include le famiglie consumatrici, le imprese individuali e le società prive di personalità giuridica.

¹³ 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)*.

Le emissioni obbligazionarie delle imprese si sono ridotte, nonostante il calo dei rendimenti

La debolezza della domanda di credito si è manifestata anche sui mercati obbligazionari: nel secondo trimestre le emissioni nette di obbligazioni delle società non finanziarie si sono quasi dimezzate (2,2 miliardi, da 4,3 nel trimestre precedente), principalmente per effetto del forte aumento dei rimborsi, compensato solo in parte dalla crescita delle emissioni lorde¹⁴; il finanziamento mediante capitale di rischio è rimasto contenuto. Dalla metà di luglio i rendimenti

delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono scesi di circa 40 punti base, sostanzialmente in linea con la riduzione dei tassi privi di rischio sulle scadenze a medio termine.

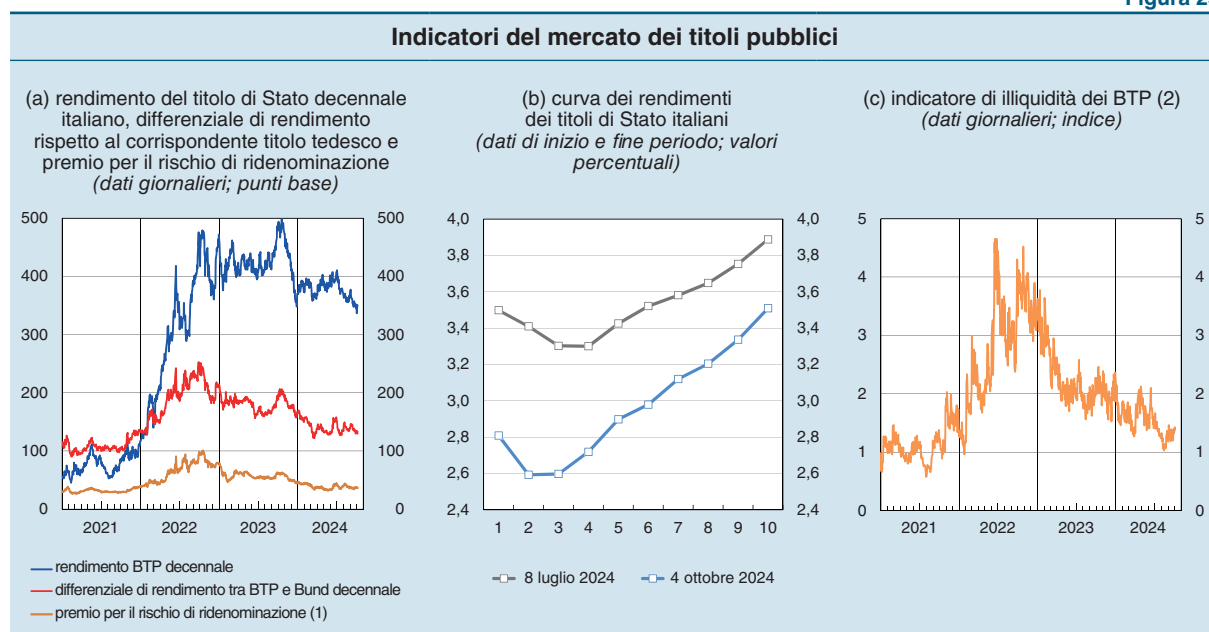
2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Dall'inizio di luglio i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono diminuiti, in particolare quelli con scadenze a più breve termine. Il differenziale tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti titoli tedeschi è aumentato nei primi giorni di agosto, riflettendo principalmente la maggiore avversione al rischio degli investitori innescata dalle tensioni sui mercati finanziari internazionali, per poi rientrare successivamente. I corsi azionari italiani hanno registrato forti oscillazioni durante i mesi estivi.

Il rendimento dei titoli di Stato decennali è diminuito

Tra la prima decade di luglio e l'inizio di ottobre il rendimento decennale italiano è diminuito di 38 punti base, al 3,5 per cento (fig. 25.a); la riduzione è stata maggiore per le scadenze più brevi (fig. 25.b). A questo calo hanno contribuito, specie nella prima fase, la rinnovata fiducia degli investitori nel processo di disinflazione nell'area dell'euro e le conseguenti attese sulla politica monetaria. Nei primi giorni di agosto, quando le tensioni sui

Figura 25



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, ICE Data Derivatives UK Ltd, LSEG e Tradeweb.

(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 offre, rispetto a quello del 2003, una maggiore protezione nel caso di ridenominazione del debito sottostante. – (2) Per la metodologia di calcolo dell'indice, cfr. R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 663, 2021.

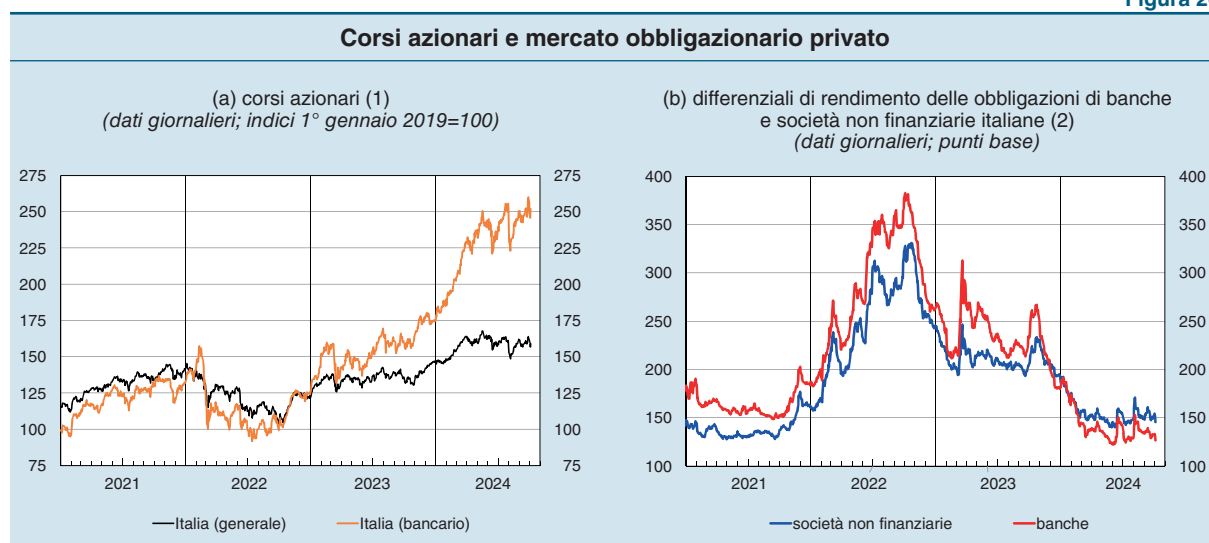
¹⁴ Secondo dati preliminari di fonte Bloomberg, nel terzo trimestre del 2024 le emissioni nette delle società non finanziarie sarebbero state sostenute.

mercati finanziari internazionali hanno determinato un forte aumento dell'avversione al rischio degli investitori (cfr. il riquadro: *Le tensioni nei mercati finanziari internazionali all'inizio di agosto* del capitolo 1), si è temporaneamente ampliato il differenziale di rendimento sulla scadenza decennale rispetto ai titoli pubblici tedeschi, che hanno beneficiato di uno spostamento degli investitori verso i titoli più sicuri. Rientrate le tensioni, lo spread è tornato a contrarsi: all'inizio di ottobre si è portato a un livello lievemente inferiore a quello dell'inizio di luglio (130 punti). Anche la volatilità implicita nei contratti derivati sul titolo di Stato decennale italiano si è mantenuta pressoché stabile e le condizioni di liquidità sono rimaste distese (fig. 25.c). Nel secondo trimestre sono proseguiti gli acquisti netti di titoli di Stato domestici – da parte delle famiglie italiane e degli investitori esteri (cfr. il paragrafo 2.4) – cui si sono aggiunti quelli più contenuti effettuati dalle banche italiane; queste ultime, a partire dalla seconda metà del 2022, avevano progressivamente ridotto la loro esposizione in titoli di Stato italiani (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024).

Le quotazioni azionarie hanno registrato oscillazioni

All'inizio di agosto anche i corsi azionari italiani, risentendo degli andamenti osservati su scala globale (cfr. il paragrafo 1.3), hanno subito una decisa flessione, per poi recuperare rapidamente nei giorni successivi. Nel complesso, tra la prima decade di luglio e l'inizio di ottobre le variazioni dell'indice generale di borsa sono state contenute (-1,6 per cento; fig. 26.a); le quotazioni delle banche sono cresciute del 7,8 per cento, più della media dell'area dell'euro (che nel periodo è rimasta stabile). La volatilità implicita è aumentata, toccando all'inizio di agosto valori non lontani da quelli raggiunti in giugno dopo le elezioni in Francia. Dall'inizio di luglio i differenziali con il tasso privo di rischio dei rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie e dalle banche sono sensibilmente diminuiti (fig. 26.b).

Figura 26



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e LSEG. (1) Indici generali e bancari Datastream. – (2) I differenziali di rendimento delle obbligazioni, corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*), sono calcolati su un paniere di titoli obbligazionari denominati in euro di banche e società non finanziarie italiane rispetto al tasso privo di rischio.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Il Consiglio dell'Unione europea ha ufficializzato l'apertura della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia. In base al Piano strutturale di bilancio di medio termine approvato dal Governo nel 2024 l'indebitamento netto si ridurrebbe al 3,8 per cento del PIL. Per gli anni 2025-29 l'Esecutivo programma una crescita della spesa netta dell'1,6 per cento all'anno in media e un disavanzo più alto rispetto al quadro a legislazione vigente. L'indebitamento netto scenderebbe al di sotto del 3 per cento del PIL nel

2026. Il debito pubblico continuerebbe ad aumentare fino a raggiungere il 137,8 per cento del prodotto nel 2026, per poi ridursi al 134,9 per cento nel 2029. L'Italia ha incassato ad agosto la quinta rata nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

Nelle stime aggiornate del Governo il disavanzo scende più delle attese

Lo scorso luglio il Consiglio dell'Unione europea ha ufficializzato l'apertura della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia e di altri sei paesi (cfr. il paragrafo 1.2). Il 27 settembre il Governo ha approvato il Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29 (PSBMT 2025-29)¹⁵, aggiornando tra l'altro le previsioni sui conti pubblici dell'anno in corso¹⁶. Secondo le stime del Governo, nel 2024 l'indebitamento netto si collocherebbe al 3,8 per cento del PIL, in calo di 3,4 punti percentuali rispetto al 2023; il saldo primario tornerebbe positivo (0,1 per cento del prodotto) per la prima volta dal 2019, grazie principalmente al ridimensionamento della spesa connessa con il Superbonus. La stima del disavanzo è più bassa di 0,5 punti percentuali di PIL nel confronto con quella del *Documento di economia e finanza 2024* (DEF 2024) dello scorso aprile: gran parte della revisione è dovuta a un andamento delle imposte dirette superiore alle attese (tav. 7). L'incidenza del debito pubblico sul PIL aumenterebbe di un punto percentuale rispetto al 2023, al 135,8 per cento, anche per il dispiegarsi degli effetti di cassa delle agevolazioni edilizie maturate negli anni precedenti.

Il miglioramento dei saldi rispetto allo scorso anno emerge anche nei conti trimestrali diffusi dall'Istat il 4 ottobre scorso: nel primo semestre l'indebitamento netto è stato pari al 5,8 per cento del PIL, in riduzione di 2,1 punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2023. Il disavanzo primario è migliorato di 2,4 punti percentuali, portandosi all'1,9 per cento del PIL. In particolare, nel secondo trimestre il saldo primario ha registrato un avanzo (1,1 per cento del prodotto), per la prima volta dal quarto trimestre del 2019.

Nei primi sette mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato di 83 miliardi, circa 13 in più rispetto allo stesso periodo del 2023¹⁷. Tale andamento riflette anche il rinvio di alcune scadenze fiscali. Nei primi nove mesi del 2024 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto delle lotterie e di altri giochi, sono aumentate di circa 22 miliardi sullo stesso periodo del 2023. Questo miglioramento è principalmente ascrivibile alla dinamica favorevole delle imposte

Tavola 7

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2024
(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche		Per memoria:			
	Indebitamento netto	Indebitamento netto strutturale	Avanzo primario	variazione del debito (1)	crescita reale del PIL	crescita nominale del PIL
Obiettivi						
Settembre 2023 (2)	4,3	4,8	-0,2	-0,1	1,2	4,1
Settembre 2024 (3)	3,8	4,4	0,1	1,0	1,0	2,9
Stime tendenziali						
Settembre 2023 (2)	3,6	4,0	0,6	-0,3	1,0	3,9
Aprile 2024 (4)	4,3	4,8	-0,4	0,5	1,0	3,7
Settembre 2024 (3)	3,8	0,1	1,0	2,9

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2023 (NADEF 2023), DEF 2024, PSBMT 2025-29.
(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) NADEF 2023. – (3) PSBMT 2025-29. – (4) DEF 2024.

¹⁵ Per ulteriori approfondimenti, cfr. *Piano strutturale di bilancio di medio termine. Italia, 2025-2029, 2024*.

¹⁶ *Audizione preliminare all'esame del Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Commissioni riunite 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 7 ottobre 2024.

¹⁷ Nel bimestre agosto-settembre il fabbisogno del settore statale è stato nel complesso di 17,5 miliardi, circa 10 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo del 2023.

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)
(percentuali del PIL)

VOCI	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Indebitamento netto	7,2	3,8	3,3	2,8	2,6	2,3	1,3
Avanzo primario	-3,5	0,1	0,6	1,1	1,5	1,9	2,4
Spesa per interessi	3,7	3,9	3,9	3,9	4,1	4,2	4,2
Indebitamento netto strutturale	8,2	4,4	3,8	3,3	3,0	2,6	2,1
Debito (2)	134,8	135,8	136,9	137,8	137,5	136,4	134,9

Fonte: PSBMT 2025-29.

(1) Dati di consuntivo per il 2023 e obiettivi ufficiali per gli anni 2024-29. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi della UEM.

dirette, in particolare delle ritenute dell'Irpef su lavoratori dipendenti e pensionati e delle imposte sostitutive sulle attività finanziarie.

A luglio il debito delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 2.950,6 miliardi, in aumento di 82 miliardi rispetto alla fine del 2023; la sua vita media residua è scesa marginalmente a 7,8 anni, da 7,9 della fine dello scorso anno¹⁸. L'onere medio del debito nel secondo trimestre è rimasto stabile al 2,9 per cento (fig. 27). La quota del debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia è risultata pari a poco meno del 23 per cento, proseguendo la flessione in atto dalla fine del 2022.

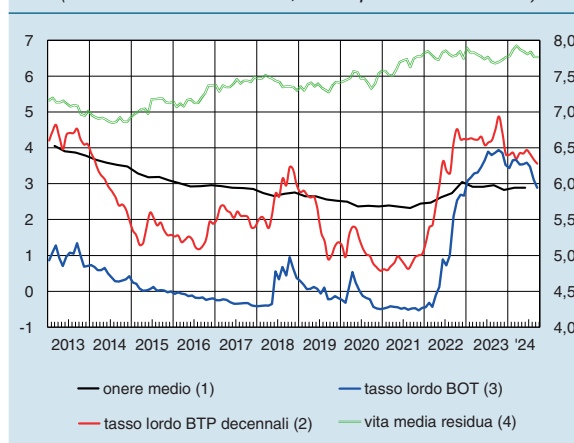
Nel programma del Governo per il periodo 2025-29 l'obiettivo di spesa netta è sostanzialmente coerente con la traiettoria proposta dalla Commissione

Nel PSBMT 2025-29 il Governo ha aggiornato il quadro tendenziale sull'indebitamento netto per i prossimi anni. Il disavanzo scenderebbe al 2,9 per cento del PIL nel 2025; la riduzione continuerebbe fino all'1,5 nel 2027. Al calo del

prossimo anno contribuirebbe il venire meno di alcune misure a carattere temporaneo, tra cui in particolare lo sgravio contributivo, al momento previsto solo sino a fine 2024. Nel biennio successivo la discesa sarebbe dovuta alla più bassa incidenza sul PIL della spesa pubblica per consumi intermedi e dei

Figura 27

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



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.

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

¹⁸ Rispetto al dato contenuto nel DEF 2024 il rapporto tra il debito e il PIL del 2023 è ora più basso di circa 2,5 punti percentuali. Ciò riflette principalmente la revisione del prodotto nominale operata dall'Istat alla fine del mese scorso (cfr. Istat, *Anni 1995-2023. Conti economici nazionali. Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche*, Statistiche flash, 23 settembre 2024), in piccola parte compensata dalla lieve revisione al rialzo del debito nominale effettuata dalla Banca d'Italia (in occasione della consueta notifica dei dati di finanza pubblica alla Commissione europea). Quest'ultima modifica è dovuta tra l'altro a una decisione di carattere metodologico concordata a livello europeo e relativa alla contabilizzazione degli interessi differiti sui prestiti alla Grecia da parte del Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF). Per maggiori dettagli, cfr. il parere dell'Eurostat del 17 settembre 2024 (*Methodological treatment of the deferred interest on EFSF loans Article 10 par. 1 Council Regulation (EC) 479/2009 clarification request*), nonché *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 ottobre 2024.

redditi da lavoro, nonché alla riduzione della spesa in conto capitale (presumibilmente anche per l'esaurirsi degli interventi legati al PNRR). Il profilo dell'indebitamento netto tendenziale del PSBMT 2025-29 è migliore di quello riportato nel DEF 2024 di 0,8 punti percentuali di prodotto in media all'anno.

Nel quadro programmatico del Governo, nel prossimo triennio il disavanzo è superiore in media di 0,7 punti percentuali all'anno rispetto alle stime a legislazione vigente (tav. 8). La differenza contribuirebbe a finanziare alcune misure espansive, tra cui in particolare la proroga degli interventi di riduzione del cuneo fiscale sul lavoro e l'attuazione della delega fiscale. Dal lato delle spese, per gli anni successivi al 2026 il Governo si impegna a mantenere gli investimenti pubblici finanziati con risorse nazionali al livello medio degli anni più recenti. L'indebitamento netto nel quadro programmatico scenderebbe comunque al 2,8 per cento del PIL nel 2026, fino a raggiungere l'1,8 nel 2029. Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto crescerebbe fino al 137,8 per cento nel 2026, per poi diminuire portandosi al 134,9 nel 2029. Influirebbe sulla traiettoria del rapporto in particolare l'utilizzo in compensazione di larga parte dei crediti di imposta per il Superbonus.

Coerentemente con le nuove regole europee, il PSBMT 2025-29 prevede di distribuire l'aggiustamento della finanza pubblica su sette anni anziché quattro, a fronte dell'impegno a proseguire anche oltre il 2026 il percorso di riforme e investimenti già intrapreso con il PNRR. Il tasso di crescita della spesa netta, vincolante durante il quinquennio di vigenza del PSBMT e fissato dall'Esecutivo all'1,6 per cento in media all'anno tra il 2025 e il 2029, risulterebbe in linea con quello medio della traiettoria di riferimento della Commissione europea sull'intero orizzonte di aggiustamento fino al 2031.

È stato modificato il regime del concordato preventivo biennale Il 5 agosto, con il D.lgs. 108/2024, è stata modificata la disciplina del concordato preventivo, introdotto con il D.lgs. 13/2024 per i periodi di imposta del biennio 2024-25. Questa misura concede ad alcuni contribuenti titolari di partita IVA¹⁹ di concordare in anticipo con l'Agenzia delle Entrate la base imponibile ai fini delle imposte sui redditi e dell'IRAP²⁰. Tra le principali modifiche figura una tassazione sostitutiva opzionale con aliquota ridotta (tra il 10 e il 15 per cento) sull'eventuale maggiore reddito concordato per il 2024 rispetto a quello effettivo dichiarato per il 2023²¹. La L. 143/2024 di conversione del DL 113/2024, al fine di incentivare ulteriormente l'adesione al concordato, ha previsto un regime opzionale di ravvedimento per gli anni 2018-22 che, a fronte del pagamento di un'imposta sostitutiva agevolata, esclude tali annualità da possibili accertamenti fiscali.

L'Italia ha incassato la quinta rata del PNRR Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza l'Italia ha incassato ad agosto la quinta rata, pari a 11 miliardi, portando il totale delle erogazioni fin qui ricevute a 113,5 miliardi. In base ai dati aggiornati al 30 giugno, contenuti nella quinta Relazione sullo stato di attuazione del PNRR diffusa il 22 luglio scorso, la spesa sostenuta per la realizzazione di interventi connessi con il Piano ammontava a 51,4 miliardi, in aumento di 8,5 miliardi rispetto alla fine di dicembre del 2023. Gli interventi non ancora attivati, per un valore di 29,6 miliardi su una dotazione finanziaria complessiva del PNRR pari a 194,4 miliardi, si riferiscono prevalentemente a misure previste dalla revisione approvata a dicembre del 2023.

¹⁹ Salvo alcune eccezioni, possono aderire al concordato i titolari di partite IVA soggetti agli indici sintetici di affidabilità fiscale (ISA) o che aderiscono al regime forfetario. Per questi ultimi il concordato si applica in via sperimentale solo per l'anno fiscale del 2024.

²⁰ Il maggiore o minore reddito imponibile effettivo rispetto a quello concordato non rileva ai fini dei due tributi, né dei contributi previdenziali obbligatori, fermi restando gli ordinari obblighi contabili e dichiarativi; cfr. *"Delega al Governo per la riforma fiscale"* Disegno di legge AC 1038, testimonianza del Capo del Servizio Assistenza e consulenza fiscale della Banca d'Italia G. Ricotti, 6^a Commissione permanente della Camera dei deputati (Finanze), Camera dei deputati, Roma, 18 maggio 2023.

²¹ Possono aderire a questo regime sostitutivo opzionale i contribuenti soggetti agli ISA.