

Sommario*

Il contesto internazionale, già fragile a causa degli shock senza precedenti occorsi negli ultimi anni, appare più instabile e incerto in seguito alla violenta recrudescenza del conflitto israelo-palestinese delle scorse settimane. I mercati delle materie prime energetiche, da tempo estremamente volatili, sono ora esposti alle nuove tensioni geopolitiche che il conflitto potrà accendere. L'economia globale è frammentata, con una fase ciclica debole in Europa e più solida negli Stati Uniti. Il Fondo monetario internazionale (FMI) prospetta comunque una crescita del PIL mondiale intorno al tre per cento nel 2023 e nel 2024, con una vivace accelerazione del commercio mondiale l'anno prossimo. La restrizione delle politiche monetarie, avviata dalle banche centrali di diversi paesi l'anno scorso, sembra produrre i risultati desiderati; l'inflazione flette diffusamente e si prospetta un termine ai rialzi dei tassi d'interesse ufficiali dei principali paesi avanzati.

La crescita congiunturale dell'economia italiana negli ultimi trimestri è risultata incostante e, in media, molto moderata. In primavera il PIL si è ridotto dello 0,4 per cento, a causa della contrazione degli investimenti, oltre che delle esportazioni e dei consumi pubblici; la spesa delle famiglie ha poco più che ristagnato, frenata dalla mancata espansione del reddito disponibile. L'inflazione italiana si è ridotta finora in misura graduale; è però attesa una decisa flessione in questo mese, in quanto il confronto avverrà rispetto all'impennata osservata lo scorso anno sui beni energetici. L'occupazione continua ad aumentare e il tasso di disoccupazione a ridursi. La positiva dinamica occupazionale non genera rilevanti tensioni salariali, sebbene permangano squilibri tra domanda e offerta di posti di lavoro.

Si acuisce l'incertezza di famiglie e imprese, tuttavia gli indicatori congiunturali tempestivi non prefigurano un peggioramento della fase ciclica. Sulla base dei modelli dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) nel terzo trimestre il PIL sarebbe variato in misura contenuta, in lieve flessione secondo le indicazioni delle inchieste qualitative o in recupero moderato sulla base degli indicatori di offerta. Nel complesso del 2023 il PIL aumenterebbe dello 0,8 per cento, come già prefigurato in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni dell'ultima Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF).

Nel medio termine i rischi delle previsioni sono al ribasso. Sono molteplici gli shock avversi che potrebbero incidere sul quadro internazionale; inoltre in ambito nazionale restano le criticità sull'avanzamento delle opere previste dal Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR).

* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 20 ottobre 2023.

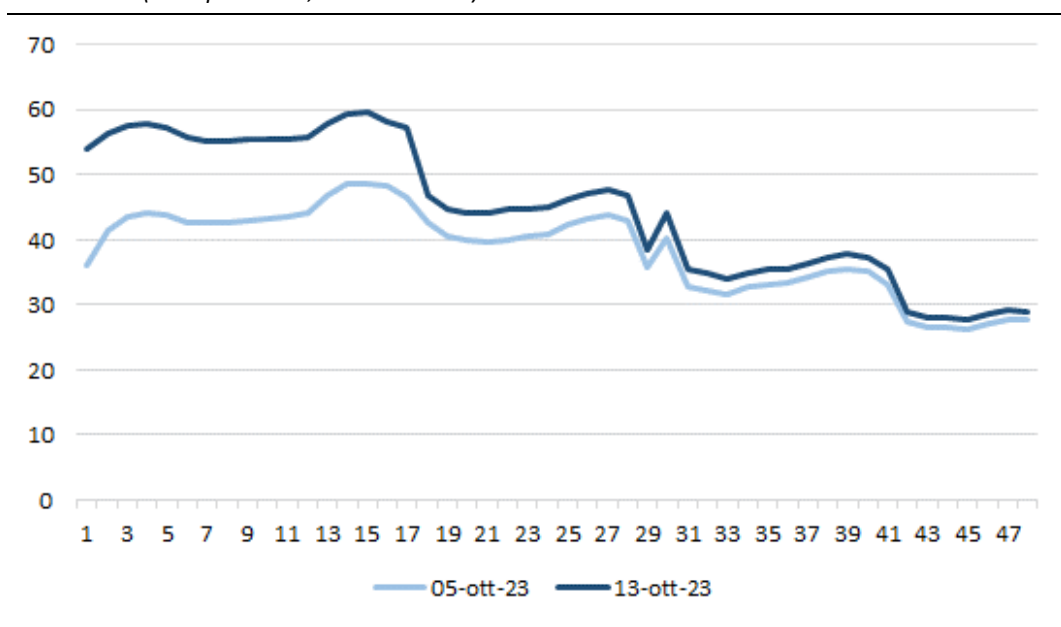
Il contesto internazionale

Una nuova guerra destabilizza il contesto internazionale

Mentre il conflitto ai confini della Russia perdura ormai da 20 mesi, gli orrori di un'altra guerra sconvolgono il Medio Oriente. Per l'economia internazionale questo rappresenta un ulteriore *shock*, che colpisce in primo luogo il mercato delle materie prime energetiche. Sebbene la produzione di gas naturale di Israele rappresenti una frazione minima dell'offerta globale, la chiusura precauzionale dell'impianto del Tamar si ripercuote sui flussi verso la Giordania e l'Egitto, che a sua volta esporta metano in Europa; il mercato del gas era già in tensione prima dell'attentato di Hamas del 7 ottobre, a causa di fattori contingenti quali gli scioperi in Australia e un presunto sabotaggio al gasdotto del Baltico, che influisce in maniera diretta sulla disponibilità di gas nel vecchio continente. Nonostante le scorte dell'Unione europea abbiano raggiunto il 98 per cento, la completa copertura del fabbisogno invernale di gas naturale non può essere considerata come certa. In pochi giorni le quotazioni *futures* del metano sul mercato olandese sono balzate di poco meno di 20 dollari sulla scadenza più breve (un mese) portandosi a metà ottobre intorno ai 54 euro/MWh (fig. 1).

Lo scacchiere geopolitico è in continua evoluzione e le ripercussioni del conflitto israelo-palestinese potrebbero estendersi, più ad ampio raggio, sul commercio internazionale.

Fig. 1 – Quotazioni *futures* del gas sul mercato TTF di Amsterdam
(euro per MWh; mesi in avanti)



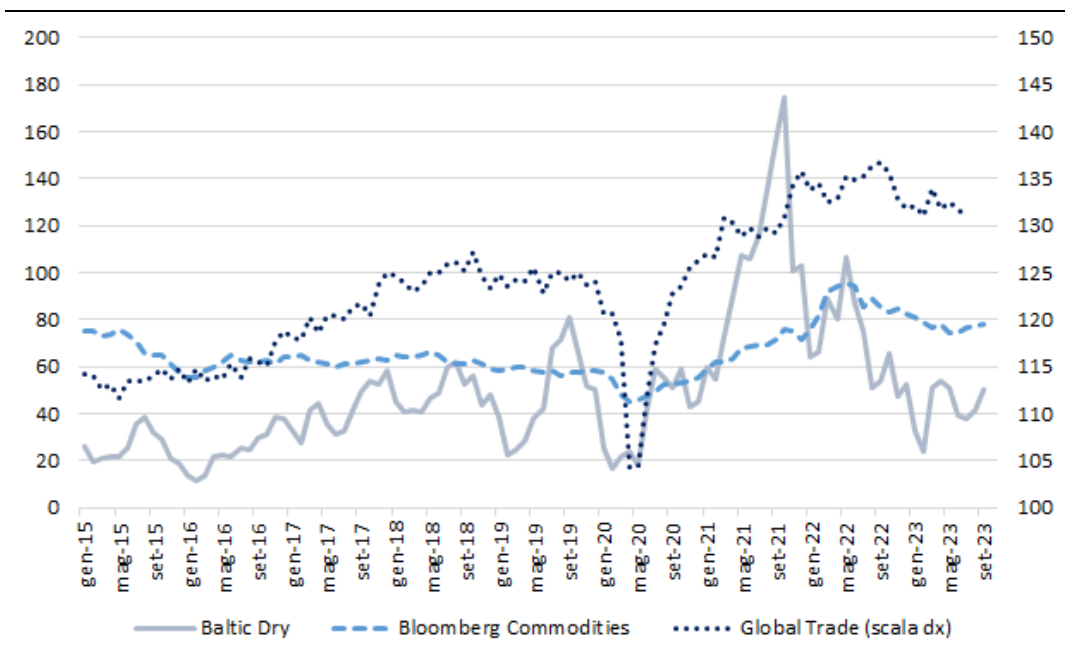
Fonte: S&P Global.

Gli sviluppi congiunturali delle principali aree sono eterogenei. Negli Stati Uniti la variazione del PIL nella prima metà dell'anno si è rivelata più robusta delle attese, mantenendosi sullo 0,5 per cento in termini congiunturali nei due trimestri. L'area dell'euro ha invece sostanzialmente ristagnato (0,1 per cento la crescita media del PIL nel primo e secondo trimestre), a causa dello stallo del ciclo in Germania. In Cina la crescita nel terzo trimestre ha superato le aspettative, all'1,3 per cento congiunturale, riportando l'economia in linea con l'obiettivo del Governo centrale di una variazione del PIL nel 2023 del 5,0 per cento, nonostante le criticità nel settore immobiliare.

Gli indicatori ad alta frequenza continuano ad anticipare una seconda parte dell'anno debole, con il recupero delle quotazioni delle materie prime dovuto alle tensioni internazionali piuttosto che a un'accelerazione dell'attività produttiva. Relativamente al commercio internazionale, si registra il nono decremento mensile consecutivo, con una variazione su base annua del -3,2 per cento in luglio (fig. 2).

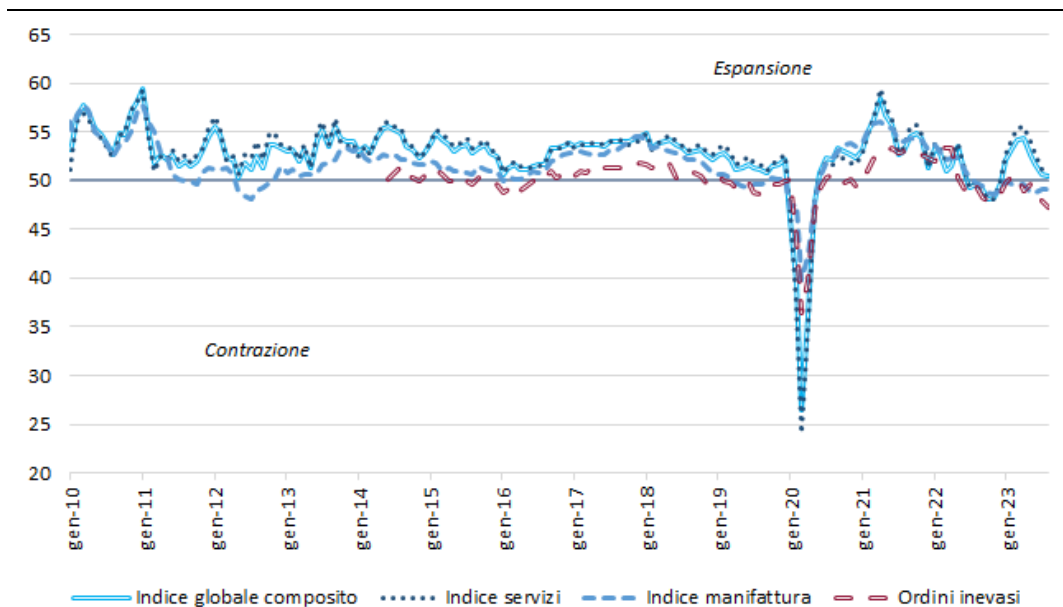
Le prospettive a breve termine appaiono ancora caratterizzate da estrema debolezza. L'indice PMI globale dei direttori acquisti è in territorio marginalmente espansivo nei servizi, mentre le indicazioni sulla manifattura sono di contrazione per il quinto mese di seguito (fig. 3).

Fig. 2 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, Baltic Exchange e Bloomberg.

Fig. 3 – Indice JP Morgan Globale PMI



Fonte: S&P Global.

Le nuove previsioni del Fondo monetario internazionale

Il FMI ha pubblicato le sue ultime previsioni appena dopo lo scoppio della nuova crisi tra la Palestina e Israele, per cui le stime non ne scontano gli effetti. Il FMI rileva come l'economia globale abbia continuato a recuperare dopo gli *shock* degli ultimi anni, quali la pandemia, l'invasione russa dell'Ucraina e la forte ondata inflazionistica, denotando quella che *ex post* appare una notevole resilienza. Nonostante le criticità nei mercati delle materie prime e il deciso inasprimento delle politiche monetarie per contrastare l'inflazione, l'economia globale non si è fermata, pur rallentando. La crescita attesa viene definita lenta e disomogenea; rispetto all'aggiornamento di luglio, le stime per l'anno in corso sulla variazione del PIL mondiale sono rimaste pressoché stabili (3,0 e 2,9 per cento rispettivamente quest'anno e il prossimo; tab. 1), anche se a livello dei singoli paesi vi sono state revisioni significative (al ribasso per la Germania, l'Italia e la Cina; al rialzo per gli Stati Uniti). Sull'inflazione le attese di rientro sono ora meno ottimistiche rispetto all'estate, la variazione dei prezzi dovrebbe sfiorare il sette per cento quest'anno per ridursi sotto il sei nel 2024.

Tab. 1 – Previsioni del Fondo monetario internazionale

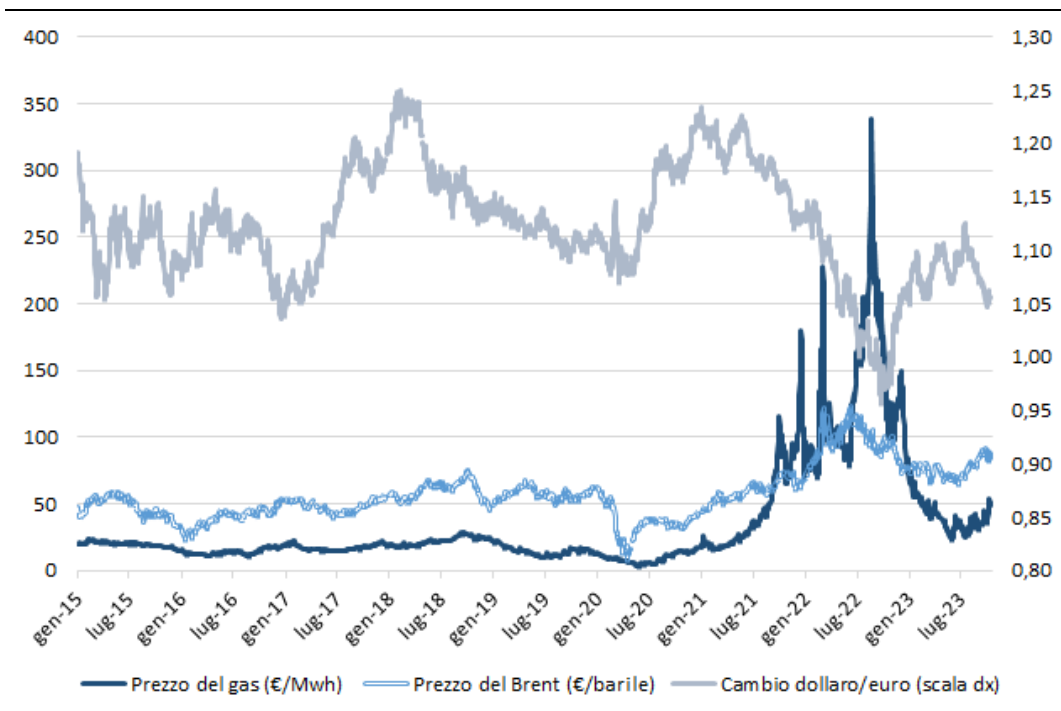
	WEO ottobre 2023			Differenze dal WEO update luglio 2023	
	2022	2023	2024	2023	2024
Prodotto mondiale	3,5	3,0	2,9	0,0	-0,1
<i>Economie avanzate</i>	2,6	1,5	1,4	0,0	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5
<i>Area dell' euro</i>	3,3	0,7	1,2	-0,2	-0,3
<i>Economie emergenti</i>	4,1	4,0	4,0	0,0	-0,1
<i>Cina</i>	3,0	5,0	4,2	-0,2	-0,3
Commercio mondiale	5,1	0,9	3,5	-1,1	-0,2

Fonte. Fondo monetario internazionale, WEO ottobre 2023.

Il conflitto israelo-palestinese riaccende le tensioni sui mercati delle materie prime

Nei primi giorni di ottobre il prezzo del petrolio era diminuito di circa 10 dollari per barile, rispetto al picco dei 97 dollari raggiunto a fine settembre, per via della prospettiva di indebolimento della domanda globale. Il prezzo del gas in Europa oscillava tra i 35 e i 40 euro per MWh (fig. 4), sebbene gli scioperi dei lavoratori del settore in Australia, uno tra i maggiori produttori di gas liquefatto, inducessero volatilità. L'attacco terroristico del 7 ottobre ha rapidamente riacceso le tensioni sui mercati delle materie prime energetiche.

Fig. 4 – Prezzo del petrolio, del gas e tasso di cambio
(quotazioni petrolio e gas in euro)



Fonte: S&P Global.

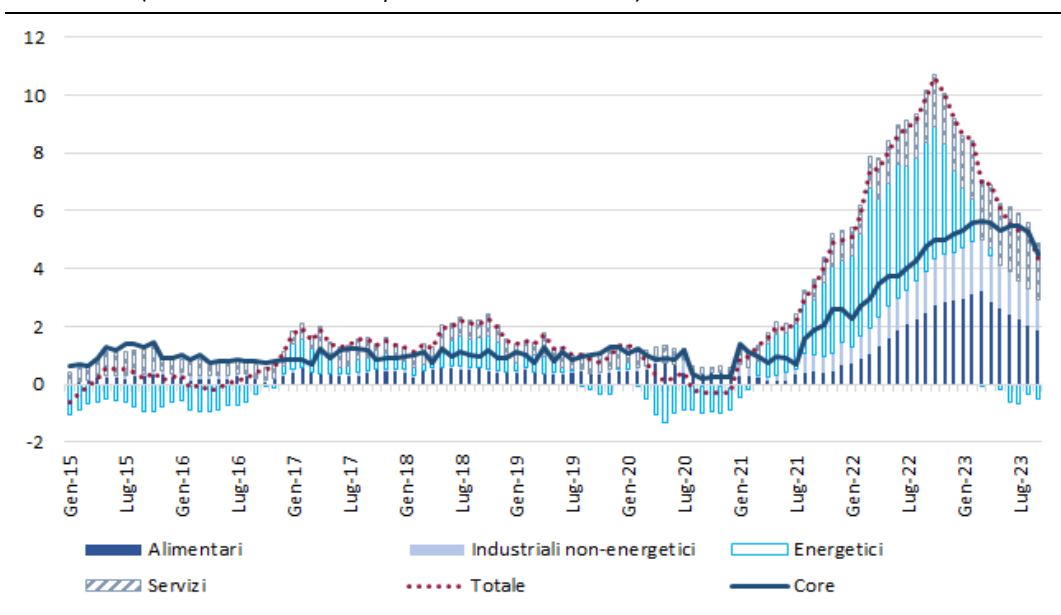
Sebbene i due paesi direttamente coinvolti non siano quantitativamente rilevanti dal punto di vista dell'offerta globale di energia, i timori per il possibile coinvolgimento diretto o indiretto di altri stati medio-orientali provoca instabilità e acuisce l'incertezza. Il giorno prima degli attacchi le quotazioni a pronti del gas naturale erano di 38 euro per MWh, successivamente si sono portate verso e oltre la quota di 50 euro; i prezzi del greggio sono aumentati in misura inferiore, ma comunque non trascurabile.

Per quanto riguarda l'euro, dopo aver recuperato quasi il 18 per cento nei confronti del dollaro tra la fine di settembre del 2022 e lo scorso luglio, la valuta europea è tornata a indebolirsi nel momento in cui si è resa evidente la maggiore tonicità dell'economia americana rispetto a quella del complesso dei paesi dell'area; tra i primi giorni di agosto e la terza settimana di ottobre l'euro si è deprezzato di circa il 4,0 per cento rispetto al dollaro, arrivando a quotare 1,05 dollari per euro.

L'inflazione rientra e la politica monetaria sembra avvicinarsi al culmine della restrizione

Negli ultimi dodici mesi l'inflazione sulle due sponde dell'Atlantico si è dimezzata, raggiungendo a settembre il 3,7 per cento negli Stati Uniti e il 4,3 nell'area dell'euro. Le dinamiche di fondo dei prezzi, al netto degli energetici e degli alimentari, sono più persistenti e si collocano nelle due aree rispettivamente al 4,1 e 4,5 per cento. In particolare, nell'area dell'euro i prezzi dei beni alimentari e dei servizi contribuiscono in larga misura all'inflazione, mentre da cinque mesi quelli degli energetici registrano variazioni tendenziali negative (fig. 5).

Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)

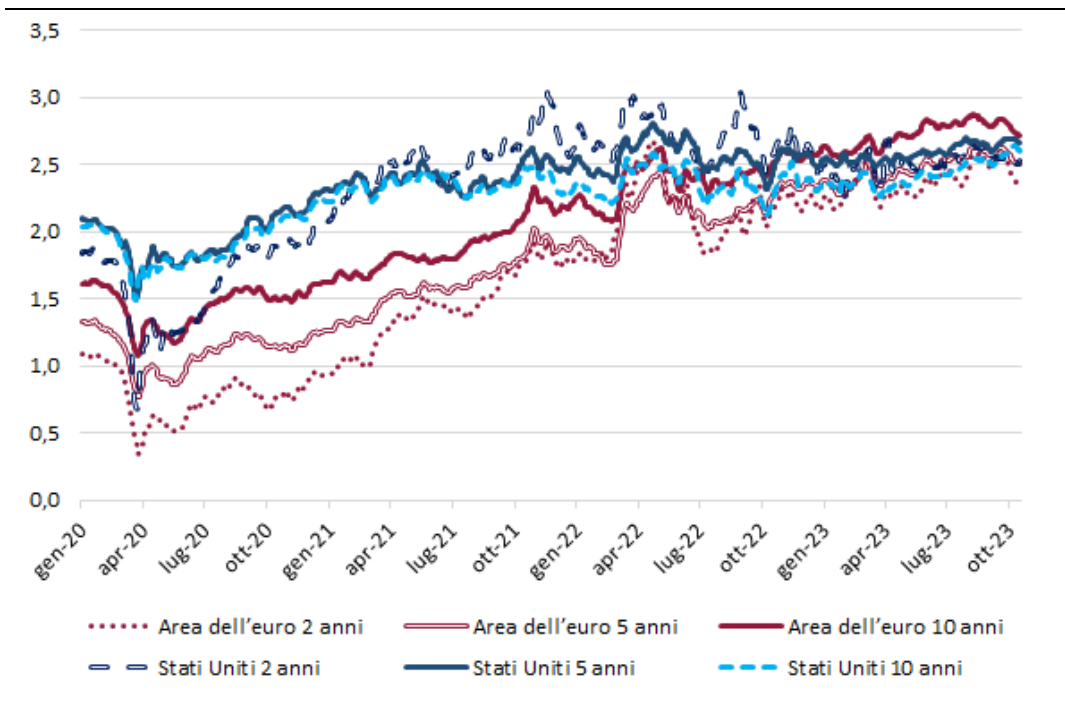


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

Dallo scorso anno la Federal Reserve e la Banca centrale europea (BCE) hanno intrapreso un sentiero di rialzo dei tassi di interesse, aumentati undici volte dall'autorità monetaria americana e dieci volte da quella europea. La stretta ha frenato l'espansione del prodotto e ha dispiegato i suoi effetti sui prezzi, sia correnti sia attesi. Le aspettative degli operatori sono rientrate e le attese alle varie scadenze sembrano convergere nell'intorno del 2,5 per cento sia nel vecchio sia nel nuovo continente (fig. 6).

Fig. 6 – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation-linked swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (punti percentuali)



Fonte: S&P Global.

L'economia italiana

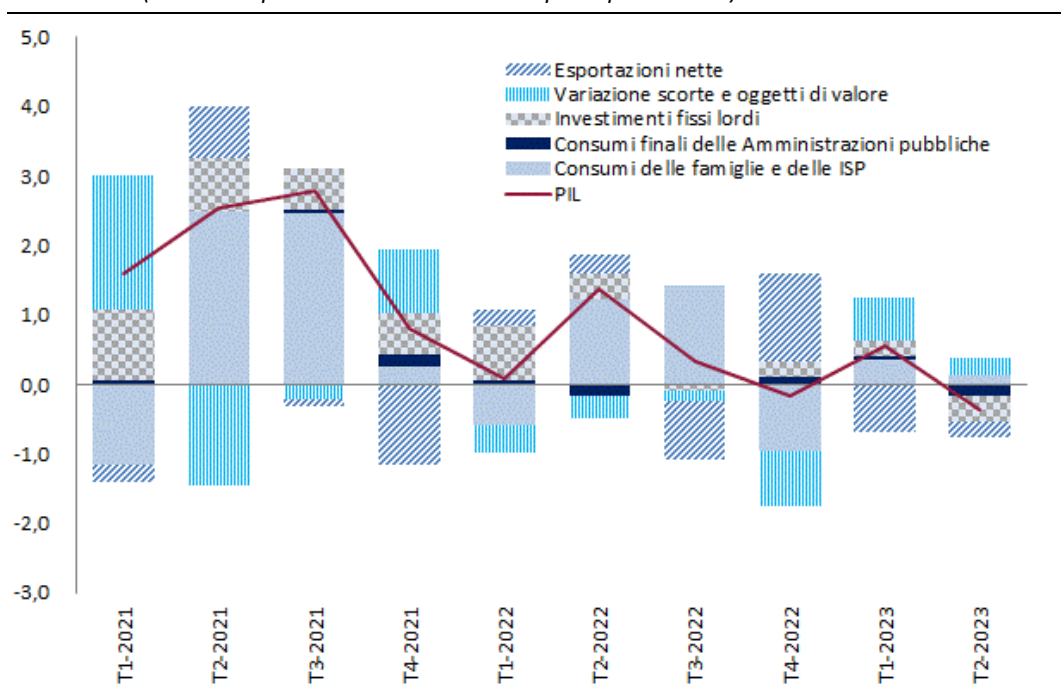
Il PIL ha segnato una battuta di arresto in primavera

Nel secondo trimestre il PIL si è ridotto dello 0,4 per cento sul periodo precedente, corrispondente a una variazione tendenziale positiva dello 0,3 per cento. Dalla metà dello scorso anno la variazione congiunturale del PIL è stata altalenante, nel complesso l'attività è debole e il PIL sostanzialmente non aumenta dall'estate del 2022; la crescita acquisita per il 2023 è positiva, pari allo 0,7 per cento.

La battuta d'arresto della primavera scorsa ha riflesso la diminuzione congiunturale degli investimenti fissi lordi (-1,7 per cento) e delle esportazioni (-0,6 per cento) a fronte di una stasi dei consumi finali e delle importazioni. In virtù di tali andamenti, la domanda nazionale al netto delle scorte ha sottratto 0,4 punti percentuali alla variazione del PIL, quella estera netta ha inciso per ulteriori due decimi di punto. La variazione delle scorte ha invece dato un apporto positivo al PIL, di 0,3 punti percentuali (fig. 7). Dal lato dell'offerta si è ridotto il valore aggiunto in tutti i principali comparti produttivi, soprattutto nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni (rispettivamente -0,8 e -2,6 per cento).

La flessione congiunturale nel secondo trimestre per l'Italia è dipesa in larga misura da fattori interni, risultando in controtendenza rispetto agli andamenti dei maggiori paesi in Europa: il PIL nell'area dell'euro, in Francia e in Spagna nello stesso periodo ha segnato incrementi congiunturali compresi tra lo 0,1 e lo 0,5 per cento; l'attività in Germania ha ristagnato.

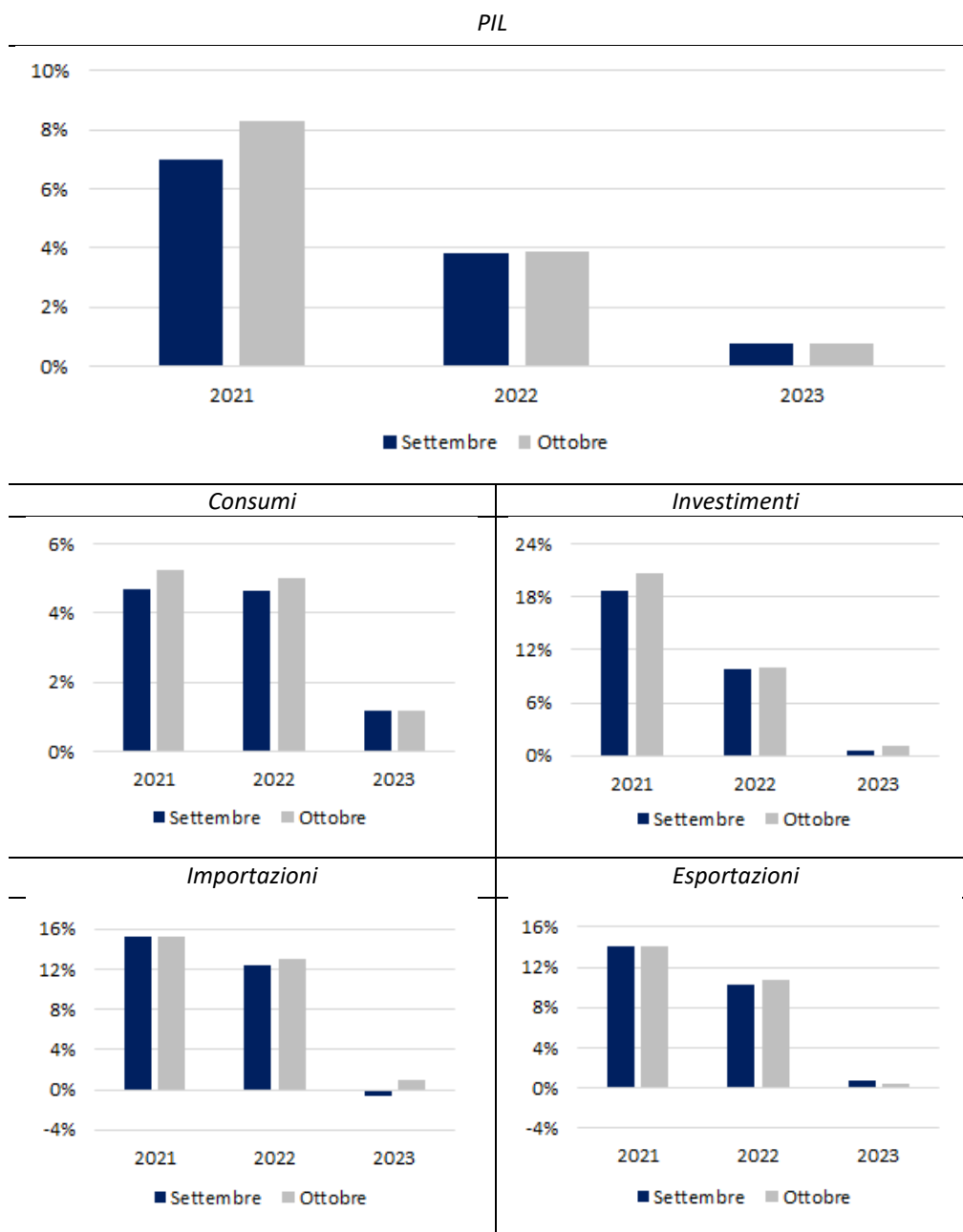
Fig. 7 – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti di domanda
(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

Nonostante il disallineamento nel secondo trimestre il recupero dell'economia italiana rispetto ai valori precedenti la pandemia resta più sostenuto di quello degli altri *partner* europei, anche alla luce delle recenti revisioni storiche delle serie di contabilità nazionale che sono state rese note in estate per diversi paesi; per l'Italia si è registrata una più vigorosa crescita annuale nel 2021, dal 7,0 all'8,3 per cento (fig. 8), che ha beneficiato di maggiori *input* produttivi, sia capitale sia lavoro, in condizioni di minore spesa per costi intermedi e di maggiore efficienza delle imprese.

Fig. 8 – Revisioni della contabilità nazionale trimestrale (1)
(tassi di crescita annuali; variazioni percentuali)



Fonte: Istat.

(1) L'istogramma sul 2023 rappresenta la variazione tra la media dei primi due trimestri del 2023 e l'annuale del 2022.

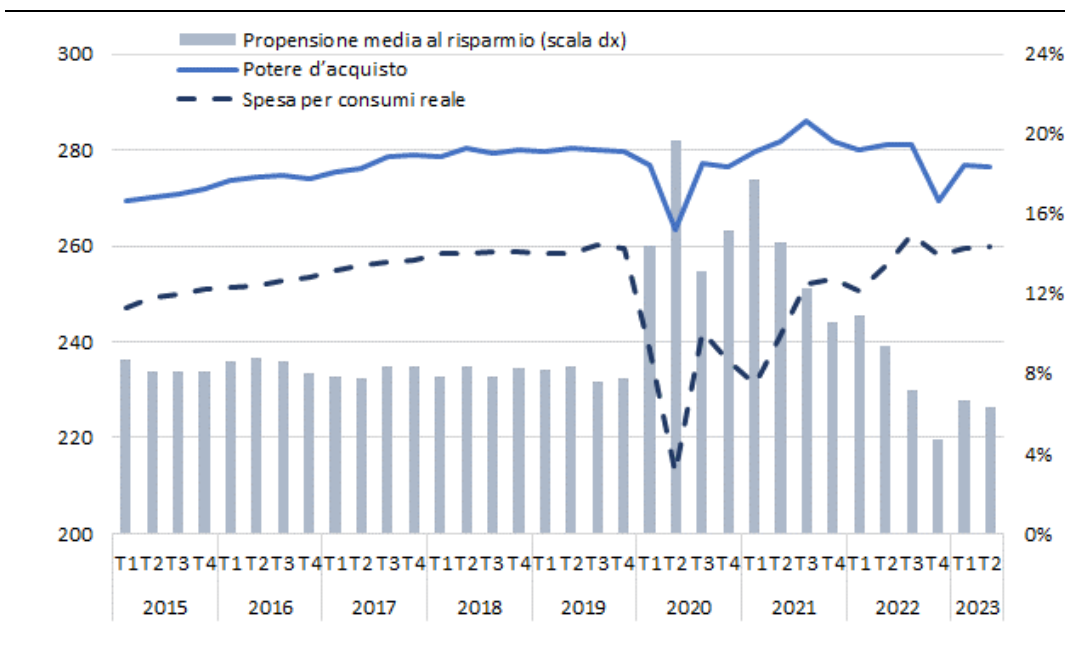
La spesa per consumi si è indebolita in primavera, per il ristagno del potere di acquisto

Nel secondo trimestre i consumi delle famiglie hanno decelerato allo 0,2 per cento su base congiunturale, dopo il buon recupero del trimestre precedente (0,6 per cento). La spesa per servizi ha sopravanzato i livelli pre-pandemia (di circa nove decimi di punto percentuale), mentre quella di beni si è ridotta, soprattutto sugli acquisti di beni non durevoli (-2,3 per cento).

L'indebolimento della spesa privata nei mesi primaverili ha riflesso le minori risorse a disposizione dei consumatori. Il reddito disponibile delle famiglie nel secondo trimestre ha infatti segnato un calo congiunturale in termini nominali dello 0,1 per cento, corrispondente a una flessione appena maggiore del potere di acquisto. La frenata del reddito disponibile ha risentito del minore utilizzo del fattore lavoro, in quanto il monte delle ore lavorate si è ridotto. La propensione al risparmio in primavera è rimasta bassa, al 6,3 per cento del reddito disponibile, in flessione di 0,4 punti percentuali rispetto al primo trimestre (fig. 9).

Nel terzo trimestre si sono intensificati i segnali di cautela negli orientamenti di spesa dei consumatori. Sulla base di elaborazioni dell'UPB l'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio sarebbe diminuito rispetto al trimestre precedente, sia per la componente dei beni sia per quella dei servizi. Indicazioni di un decremento, nei mesi di luglio-agosto, giungono anche dalle vendite al dettaglio (in volume) il cui tasso di variazione congiunturale acquisito è negativo per quasi un punto percentuale nel terzo trimestre.

Fig. 9 – Potere di acquisto, consumi e risparmio delle famiglie
(miliardi di euro, valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

Le opinioni dei consumatori, che erano migliorate nella prima parte dell'anno, hanno iniziato a deteriorarsi dall'inizio dell'estate: nella media del terzo trimestre l'indice di fiducia si è attestato a 106,2, circa due punti e mezzo in meno rispetto al massimo di giugno. La scomposizione secondo la coppia di dimensioni economico e personale evidenzia come al peggioramento dell'indice nel trimestre abbiano contribuito prevalentemente le valutazioni sul clima generale per l'economia nazionale.

Gli investimenti frenano, anche per l'inasprimento delle condizioni di credito

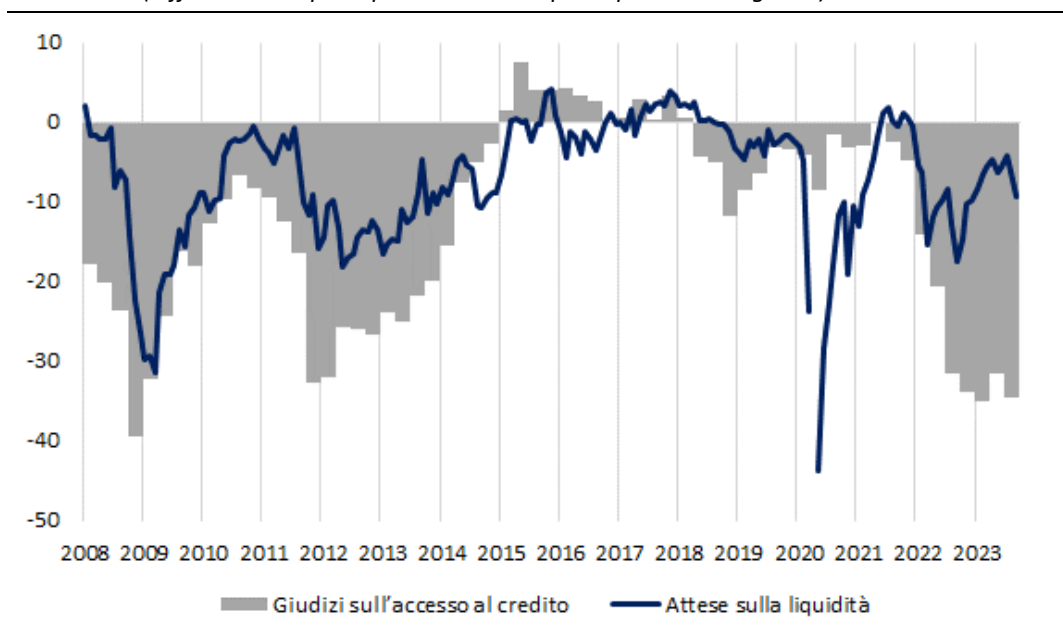
Nel secondo trimestre dell'anno l'accumulazione di capitale ha registrato una battuta d'arresto di entità inedita nel periodo post-pandemico (-1,7 per cento in termini congiunturali). Gli investimenti in attività immobiliari residenziali hanno segnato in primavera il quarto calo trimestrale consecutivo (-3,2 per cento), flettendo di circa dieci punti rispetto allo stesso trimestre del 2022. La contrazione degli investimenti in abitazioni nel primo semestre del 2023, un periodo nel quale i nuovi lavori finanziati con il Superbonus sono stati comunque ingenti, è stata accompagnata dalla frenata del reddito disponibile delle famiglie (discussa nel paragrafo precedente) e dall'aumento dei tassi d'interesse richiesti sui mutui. Gli investimenti delle imprese, in fabbricati non residenziali e in impianti, hanno anch'essi registrato una flessione (-3,6 e -0,4 per cento, rispettivamente), risentendo sia della minore domanda aggregata sia del peggioramento delle condizioni creditizie. Nonostante questi sfavorevoli sviluppi congiunturali nel primo semestre del 2023 gli investimenti fissi lordi sono rimasti sui livelli maggiori degli ultimi quindici anni, anche in virtù delle revisioni alla contabilità nazionale rese note dall'Istat nelle scorse settimane. Il tasso d'investimento delle società non finanziarie (rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto) permane quindi fra i più sostenuti dell'ultimo decennio, al 22,7 per cento; la quota di profitto (misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie) si è ridotta, al 43,2 per cento, il minimo osservato negli ultimi dieci trimestri. Nel periodo aprile-giugno il *mark-up* per il totale dell'economia è invece rimasto sostanzialmente stabile: a fronte di una stagnazione dei margini nell'industria manifatturiera, si è registrata una crescita nell'agricoltura e nei servizi e un calo nelle costruzioni.

Le rilevazioni qualitative condotte a fine estate riportano condizioni per investire in peggioramento e le imprese prefigurano un'espansione degli investimenti nel 2023 moderata rispetto al 2022. In particolare, l'indagine di agosto-settembre della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita segnala un deterioramento delle opinioni sulla situazione economica generale in tutti i settori. Anche le valutazioni sulla domanda appaiono in netto peggioramento, soprattutto nell'industria in senso stretto, mentre il calo è meno pronunciato nei servizi e nelle costruzioni, in cui il saldo fra giudizi di miglioramento e di peggioramento è ancora positivo.

Riguardo l'accesso al credito, le imprese manifatturiere riportano condizioni tese nel terzo trimestre, con saldi negativi fra le risposte favorevoli e sfavorevoli, che eccedono quelli registrati durante la crisi del debito sovrano. A tale proposito, nel Riquadro si propone un indicatore sulle condizioni di credito, basato sullo squilibrio tra la domanda e l'offerta, stimato utilizzando informazioni di natura qualitativa, che tengono conto anche dei giudizi espressi nell'indagine Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere; dall'indicatore proposto si evince un rapido peggioramento in tutto il 2022 delle condizioni di creditizie, rispetto alle necessità delle imprese. Parimenti le attese sulla liquidità peggiorano e il saldo fra giudizi positivi e negativi si è ridotto in settembre di due punti su base mensile (fig. 10). Nel complesso, la restrizione monetaria sembra trasmettere i propri effetti anche al mercato immobiliare: nel secondo trimestre² le compravendite di abitazioni sono ancora diminuite e i prezzi si sono ridotti in termini reali; gli agenti immobiliari, intervistati fra giugno e luglio nell'indagine congiunturale sul mercato delle abitazioni condotta dalla Banca d'Italia, segnalano maggiori tempi di vendita e crescenti difficoltà di accesso ai mutui, con percentuali di risposte negative inedite dal 2014. I risultati dell'inchiesta trovano riscontro negli andamenti sui prestiti bancari, che mostrano in agosto una riduzione dei finanziamenti erogati a famiglie e imprese. Il sentiero discendente per i prestiti alle famiglie, intrapreso a partire dalla seconda metà del 2022, si è acuito da giugno.

Sul fronte dell'attivo bancario, l'incidenza dei crediti deteriorati è rimasta sostanzialmente stabile nel primo semestre del 2023. Quanto alla raccolta, gli istituti hanno fronteggiato un'ulteriore flessione, prossima all'otto per cento in termini tendenziali in agosto; tale

Fig. 10 – Giudizi sul credito nella manifattura e attese sulla liquidità
(differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



Fonte: Istat.

² Si veda a tal proposito il Bollettino Economico di Banca d'Italia di ottobre 2023.

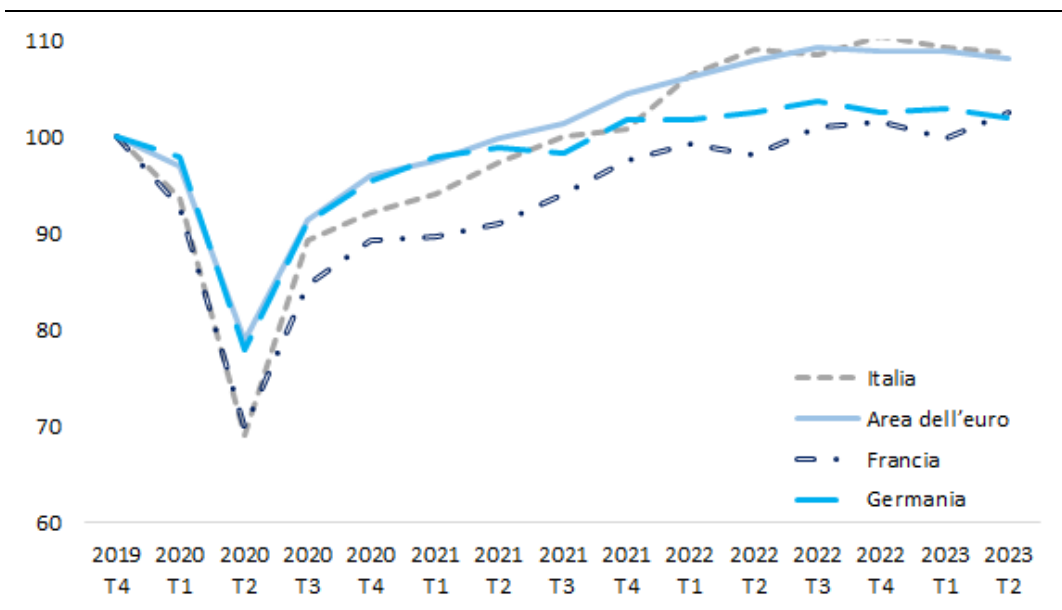
riduzione è ascrivibile ai minori depositi di residenti e alla contrazione delle passività verso l'Eurosistema in seguito al rimborso di finanziamenti ottenuti nell'ambito del programma TLTRO-III. Prosegue la ricomposizione del risparmio e si manifesta un crescente interesse per l'investimento in titoli obbligazionari da parte delle famiglie; ne deriva un aumento del costo della raccolta, con inevitabili ripercussioni a valle sulle condizioni di prestito.

Le esportazioni si sono indebolite nella prima metà dell'anno

Nel secondo trimestre del 2023 il volume delle esportazioni di beni e servizi ha segnato un nuovo calo congiunturale (-0,6 per cento), erodendo parte dei guadagni registrati nel 2022. Nonostante tale dinamica, le vendite all'estero si sono mantenute sostanzialmente in linea con il dato europeo e comunque più elevate rispetto a quelle dei maggiori paesi dell'area dell'euro (fig. 11). Il dato aggregato è la sintesi di una flessione congiunturale delle vendite di beni (-1,1 per cento) che ha più che compensato il balzo dei servizi (2,0 per cento), ancora trainati dai cospicui flussi turistici in entrata nel nostro Paese.

Nel secondo trimestre le esportazioni italiane sono state sfavorite da un peggioramento della competitività, in quanto i rialzi dei prezzi interni sono stati più pronunciati di quelli dei nostri competitori esteri, come già osservato nel primo trimestre. Le vendite all'estero di merci sono diminuite sia verso i mercati esterni che in quelli all'interno della UE, prevalentemente sui flussi di prodotti petroliferi raffinati, chimici e meccanici. In estate gli andamenti delle esportazioni sono migliorati, con un incremento delle vendite

Fig. 11 – Esportazioni dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie (numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

all'estero (in valore) nella media luglio-agosto di circa un punto percentuale rispetto al secondo trimestre.

Le indagini Istat sugli ordini delle imprese esportatrici della manifattura delineano una domanda estera debole nel breve termine, in linea con le informazioni sui flussi commerciali descritte nel paragrafo "Il contesto internazionale".

Le importazioni, rilevate nella contabilità nazionale trimestrale, in primavera sono rimaste pressoché stabili, a riflesso di minori acquisti (-0,4 per cento) di beni dall'estero (e in particolare dall'area dell'euro), bilanciati dalle più elevate importazioni di servizi (1,9 per cento), significativamente attivate anche dai viaggi degli italiani all'estero. La contestuale flessione delle esportazioni ha determinato un contributo lievemente negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel secondo trimestre (-0,2 punti percentuali).

Le partite correnti della bilancia dei pagamenti stanno lentamente migliorando, soprattutto nella componente delle merci. In agosto, in base a dati provvisori, il saldo di conto corrente è risultato in attivo di 2,8 miliardi di euro (nello stesso mese del 2022 si era registrato un deficit di oltre sette miliardi). Nei primi due mesi del terzo trimestre il surplus è stato di oltre otto miliardi di euro, a fronte di un disavanzo di circa due nel secondo trimestre.

Il clima di fiducia di famiglie e imprese si sta deteriorando

Dopo la flessione di luglio, l'indice destagionalizzato e corretto per i giorni lavorativi della produzione industriale in agosto ha segnato un lieve incremento (0,2 per cento). Tale dinamica è risultata lievemente più favorevole rispetto alle attese dei previsori privati, che prefiguravano una lieve flessione. Il dato di agosto della produzione manifatturiera italiana è in controtendenza con la dinamica congiunturale registrata dai principali *partner* europei: in Germania l'attività si è ridotta dello 0,2 per cento, in Francia dello 0,4 e in Spagna dello 0,8 per cento. La variazione acquisita per il terzo trimestre della produzione industriale italiana è appena positiva, in miglioramento rispetto ai cali congiunturali che hanno caratterizzato i precedenti quattro trimestri. In settembre, seppure in lieve risalita rispetto al mese precedente, il PMI è tuttavia rimasto al di sotto della soglia che separa le fasi di espansione da quelle di contrazione per il sesto mese consecutivo; le imprese segnalano la debolezza del ciclo globale della manifattura, nonché le tensioni nella disponibilità dei materiali e nei costi di produzione. L'indice Istat sulla fiducia del comparto ha continuato a flettere, collocandosi in settembre su valori prossimi a quelli di fine 2020. Il grado di utilizzo degli impianti delle imprese manifatturiere nel secondo trimestre è stabile intorno al 77 per cento, mentre la quota di aziende che dichiarava di fronteggiare ostacoli alla produzione ha continuato a ridursi.

Anche la produzione delle costruzioni è diminuita in luglio (-1,6 per cento) confermando la fase di flessione del comparto che perdura da oltre un anno. Le inchieste sulla fiducia dell'edilizia hanno andamenti eterogenei: il clima di fiducia rilevato dall'Istat resta su

valori prossimi ai massimi storici, mentre il PMI prefigura una contrazione dallo scorso agosto. L'indice PMI è prossimo alla soglia di neutralità per i comparti residenziali e dell'ingegneria civile mentre è in territorio di contrazione per la componente delle imprese. Gli intervistati riportano l'incertezza relativa al Superbonus fra i fattori frenanti e le potenzialità legate all'attuazione del PNRR fra gli elementi di ottimismo.

Nei primi tre mesi dell'anno il valore aggiunto del terziario è diminuito in termini congiunturali dello 0,1 per cento, a sintesi dei cali delle componenti relative al commercio (-0,7 per cento) e delle attività professionali e di supporto (-0,6 per cento), parzialmente compensati dagli incrementi nei servizi di comunicazione, finanziari-assicurativi e quelli relativi ad altre attività. Gli indicatori qualitativi sembrano prospettare nel breve termine il prosieguo di una debole congiuntura. Il PMI del comparto si riduce dalla primavera e in settembre si è portato sotto la soglia di demarcazione tra espansione e contrazione, per la prima volta da dicembre 2022. Anche gli indici di fiducia dell'Istat sui servizi si sono deteriorati, posizionandosi in settembre su valori al di sotto di quelli di inizio anno.

Riguardo alla nati-mortalità di impresa, la rilevazione Movimprese di Unioncamere ha registrato per il secondo trimestre dell'anno un incremento di oltre 28.000 unità rispetto al periodo precedente, corrispondente a un tasso di crescita congiunturale dello 0,5 per cento (a fronte del -0,1 per cento del primo trimestre). A tale risultato hanno contribuito tutti i principali settori di attività e in particolare i servizi di alloggio e ristorazione, le costruzioni e le attività professionali, scientifiche e tecniche.

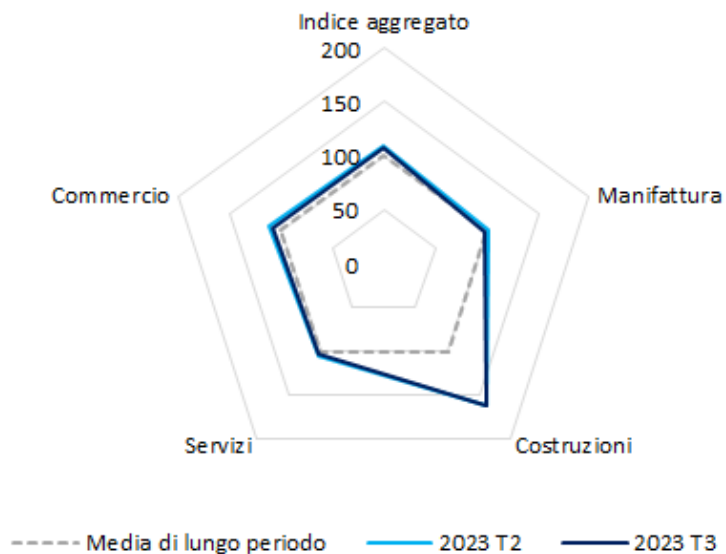
Nell'insieme dei comparti produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come aggregazione dei climi settoriali pubblicati dall'Istat, è nuovamente arretrato nel terzo trimestre (fig. 12). Nel periodo luglio-settembre l'incertezza misurata dall'indice dell'UPB si è ancora intensificata, in maggior misura tra le imprese rispetto alle famiglie, interrompendo la fase di ripiegamento che aveva caratterizzato la prima metà del 2023 (fig. 13).

Le indicazioni più recenti e le previsioni di breve termine

Il quadro degli indicatori congiunturali disponibili prefigura nel complesso un moderato recupero dei ritmi produttivi nella seconda metà dell'anno, sebbene la fiducia di famiglie e imprese stia peggiorando.

Le variabili quantitative mensili tempistiche segnalano una tenuta della fase ciclica nel trimestre scorso. In estate i consumi elettrici hanno recuperato, sebbene in parte per effetto delle temperature sopra la media del periodo; similmente, il consumo di gas per usi industriali si è collocato su valori elevati in settembre, pur mantenendosi decisamente al di sotto di quelli precedenti l'emergenza sanitaria. Il traffico aereo di passeggeri in luglio-agosto ha completato la fase di ripresa dal crollo del 2020 e le immatricolazioni di nuove autovetture continuano a recuperare, beneficiando dell'allentamento delle restrizioni nelle catene di fornitura (fig. 14).

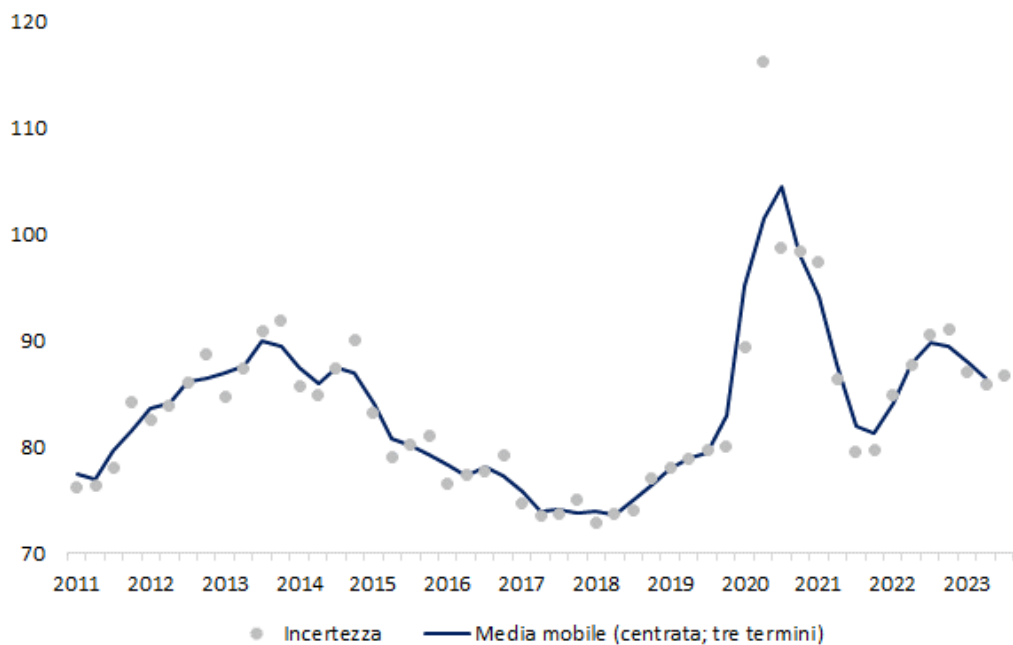
Fig. 12 – Indice della fiducia dei comparti produttivi (1)



Fonte: Istat.

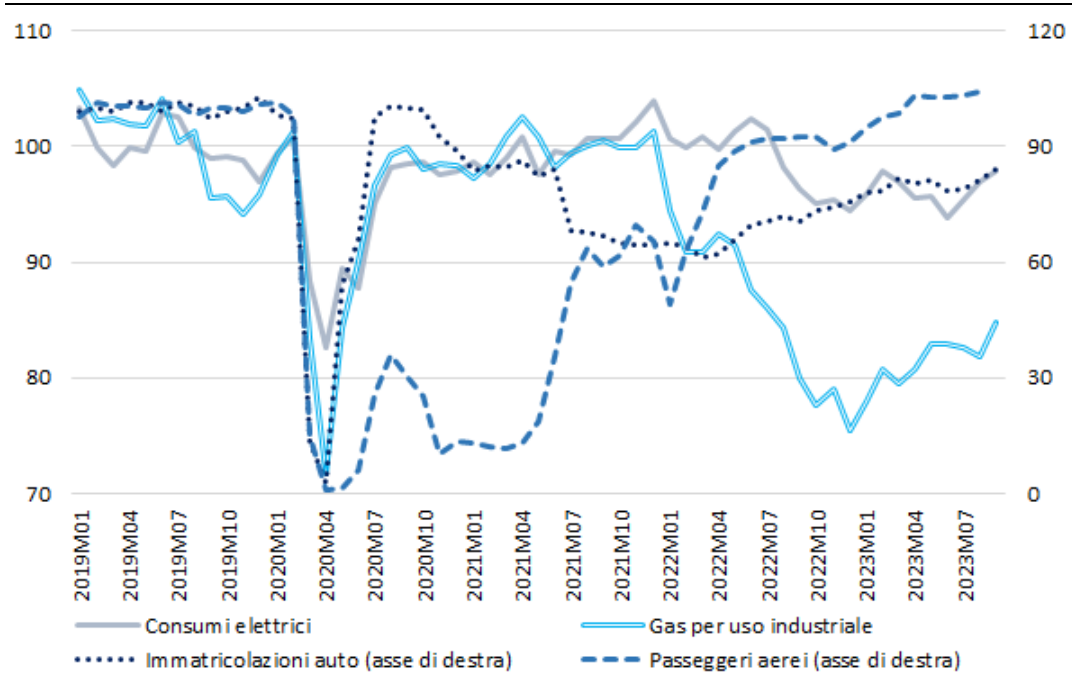
(1) La media di lungo periodo è calcolata tra gennaio del 1990 e settembre del 2023.

Fig. 13 – Indice di incertezza dell'UPB
(numero indice, 1993 T1=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

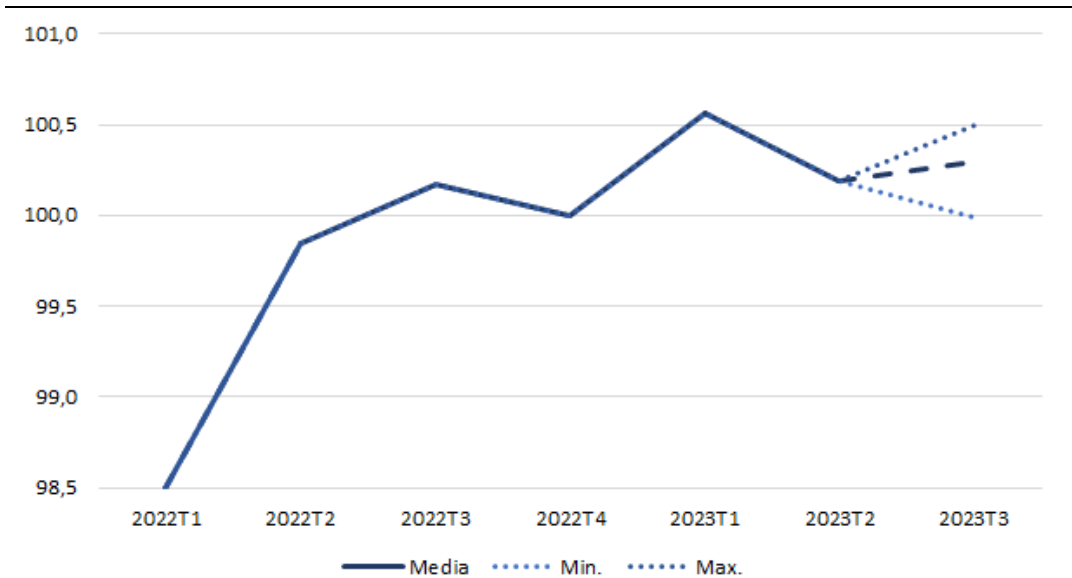
Fig. 14 – Indicatori tempestivi dell'attività economica
(numeri indice, media 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Assaeroporti, ANFIA, Terna e Snam.

Secondo le stime dell'UPB in estate il PIL sarebbe rimasto pressoché invariato, a fronte di una banda di variazione ampia (tra -0,2 e 0,3 per cento; fig. 15). I modelli di previsione che

Fig. 15 – Previsioni di breve termine del PIL (1) (2)
(livelli 2022T4=100)



(1) Le previsioni del PIL sono ottenute con i modelli di breve termine dell'UPB (per maggiori dettagli si veda Ufficio parlamentare di bilancio, (2018), "Gli strumenti di previsione macroeconomica dell'UPB"). - (2) La linea continua blu indica i dati storici mentre quelle tratteggiate le previsioni dell'UPB.

pesano maggiormente le inchieste qualitative sulla fiducia o le variabili di domanda delle famiglie prefigurano una lieve contrazione; al contrario, i modelli nei quali incidono maggiormente gli *input* produttivi e le variabili di offerta delineano un moderato recupero. Gli indicatori congiunturali sui servizi sono poco tempestivi e affidabili, per cui le previsioni puntuali sono soggette a un margine di errore elevato.

Nello scorcio finale del 2023 la dinamica produttiva migliorerebbe gradualmente; nel complesso del 2023 il PIL aumenterebbe dello 0,8 per cento, come prefigurato nell'esercizio di previsione condotto dall'UPB per la validazione del quadro macroeconomico della NADEF 2023.

Prosegue la flessione della disoccupazione e la dinamica salariale si rafforza lievemente

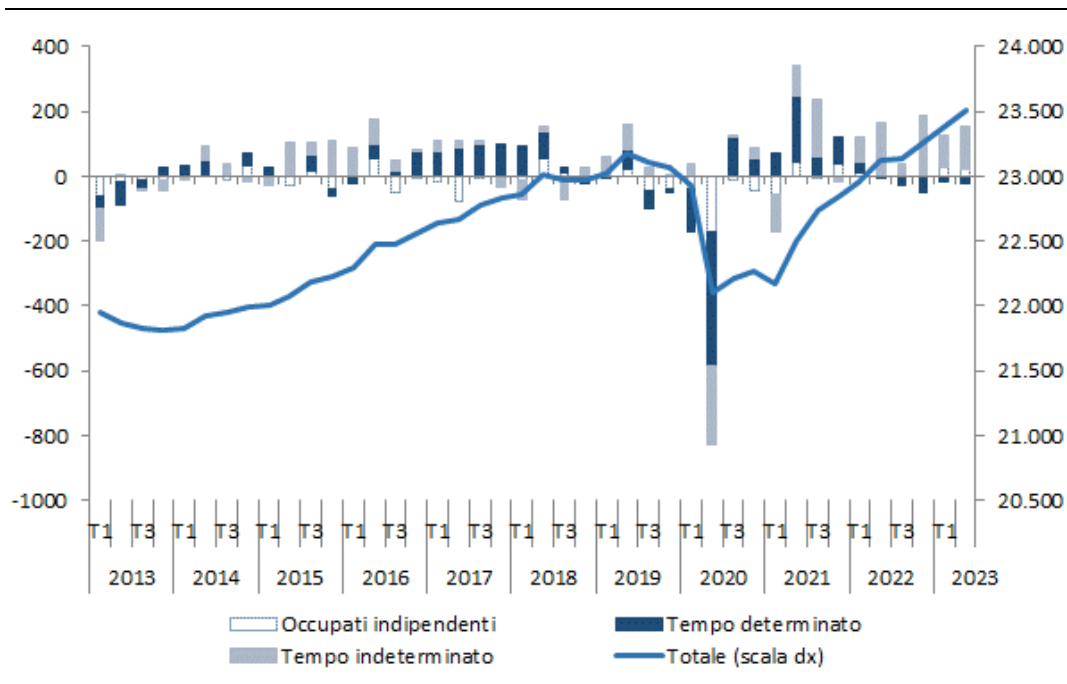
Il peggioramento della fase ciclica nei mesi primaverili si è associato a un calo dell'*input* di lavoro, per la prima volta dal 2021. La riduzione del monte ore nel secondo trimestre ha seguito quella del PIL (-0,4 per cento rispetto ai precedenti tre mesi) e ha prevalentemente interessato il comparto industriale; nei servizi la variazione delle ore ha ristagnato. La flessione delle ore per addetto ha incorporato il lieve calo degli occupati di contabilità nazionale, in controtendenza rispetto all'aumento delineato dalla Rilevazione trimestrale sulle Forze di lavoro (RFL).

La crescita del numero di persone occupate, secondo l'RFL, è stata sospinta dall'occupazione dipendente a carattere permanente (0,9 per cento) e, più marginalmente, dal lavoro autonomo. La componente a termine ha registrato una diminuzione, per il quinto trimestre consecutivo (fig. 16).

Secondo indicazioni preliminari il numero degli occupati è aumentato lievemente nel periodo estivo (0,2 per cento in media nel bimestre luglio-agosto rispetto ai tre mesi precedenti), in quanto si è ridotto il traino dei dipendenti permanenti e dell'occupazione autonoma. La dinamica degli addetti a tempo determinato, particolarmente erratica a partire dai mesi primaverili, si è confermata negativa. Alla tenuta dell'occupazione hanno concorso entrambe le componenti di genere, di età più elevata in quanto la ricomposizione demografica penalizza le classi di età intermedia. Il tasso di occupazione è rimasto su valori storicamente elevati (61,5 per cento in agosto).

I dati amministrativi delle comunicazioni obbligatorie indicano un rafforzamento della domanda di lavoro nei primi sei mesi di quest'anno; le attivazioni nette nel settore privato non-agricolo sono notevolmente cresciute (oltre il 50 per cento rispetto al secondo semestre del 2022), trainate soprattutto dalle maggiori assunzioni a carattere permanente nell'industria in senso stretto. Le posizioni temporanee alle dipendenze hanno recuperato in particolare nei mesi primaverili e nei settori dei servizi maggiormente connessi al turismo.

Fig. 16 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



Fonte: Istat.

È proseguito il calo dei trattamenti di integrazione salariale (38 per cento in meno in gennaio-agosto rispetto all'analogo periodo del 2022) e l'incidenza rispetto all'*input* di lavoro si è riallineata ai valori pre-pandemia (0,8 per cento nel secondo trimestre). Vi ha concorso la discesa delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG) nell'industria in senso stretto, nonostante siano aumentate le richieste nei settori manifatturieri a maggiore intensità energetica³. Nel commercio le ore autorizzate, sebbene in riduzione, sono rimaste mediamente superiori ai livelli pre-crisi, per la flessione più contenuta dei trattamenti di CIG. Il comparto delle costruzioni ha invece mostrato un maggiore ricorso a tali strumenti, probabilmente conseguente all'indebolimento dei livelli di attività del settore; tuttavia le ore complessive si sono attestate al di sotto dei valori precedenti l'emergenza sanitaria.

Il numero di persone in cerca di occupazione nel secondo trimestre è sceso in misura considerevole (64.000 persone in meno, -3,2 per cento su base congiunturale). L'evoluzione è ascrivibile alla componente femminile della disoccupazione (per oltre due terzi) e alle classi intermedie di età. È inoltre proseguita l'espansione dell'offerta di lavoro (0,3 per cento), con il tasso di attività (15-64 anni) che si è collocato sui valori massimi della serie storica (66,5 per cento, 1,0 punti in più rispetto al quarto trimestre del 2019). Il tasso di disoccupazione (al 7,6 per cento) si è di conseguenza ridotto, di tre decimi rispetto al trimestre iniziale dell'anno. Anche l'inattività ha raggiunto livelli bassi (33,5 per cento il tasso di inattività nel secondo trimestre), grazie al progressivo ingresso nel

³ Fabbricazione di carta e di prodotti di carta, fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, chimica, fabbricazione di minerali non metalliferi, metallurgia.

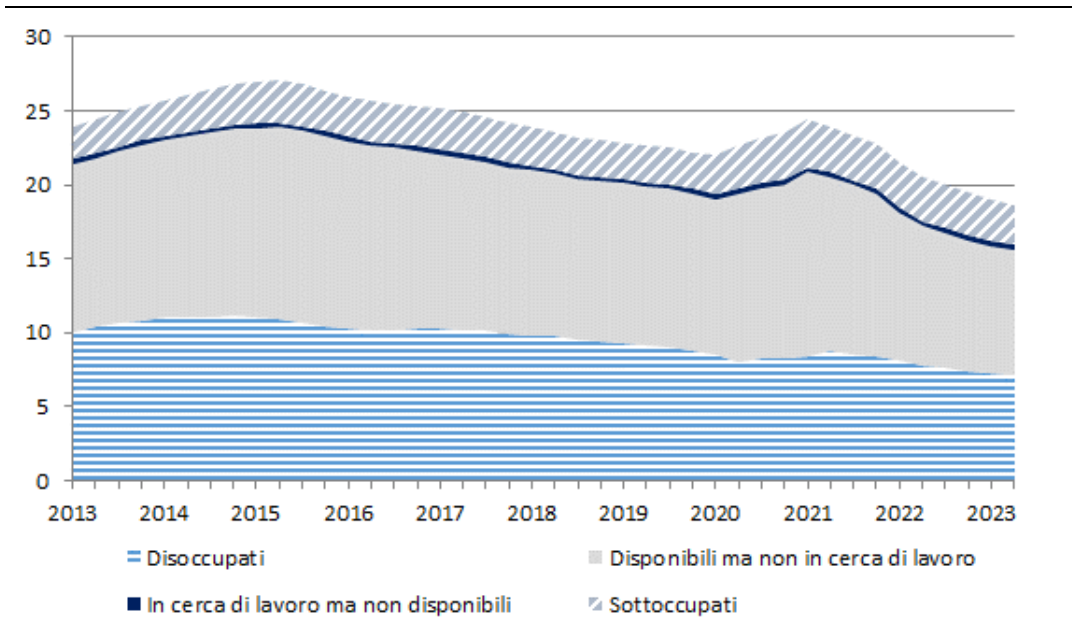
mercato del lavoro di individui inattivi (circa 630.000 dal quarto trimestre del 2019), in particolare coloro i quali si dichiarano disponibili a lavorare ma non cercano un impiego. L'area di inutilizzo del fattore lavoro è ancora lievemente diminuita, al di sotto del 19 per cento (fig. 17). Secondo informazioni preliminari la diminuzione del tasso di disoccupazione è proseguita nel bimestre luglio-agosto (al 7,4 per cento, due decimi in meno rispetto al trimestre precedente).

Il divario tra domanda e offerta di lavoro (fig. 18) si è mantenuto ampio, con il tasso di posti vacanti che è aumentato appena nell'industria manifatturiera e nelle costruzioni, mentre è risultato stabile nei servizi.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie si è rafforzata in luglio e in agosto (3,0 per cento in media), per la netta accelerazione del settore privato, ascrivibile agli incrementi *una tantum* nel commercio e all'adeguamento nel settore metalmeccanico dei minimi retributivi alla variazione dell'indice IPCA (al netto degli energetici importati). Nel pubblico, dopo il picco del primo trimestre di quest'anno e la relativa stabilità nel secondo, la dinamica salariale si è normalizzata in estate (3,3 per cento nel bimestre luglio-agosto).

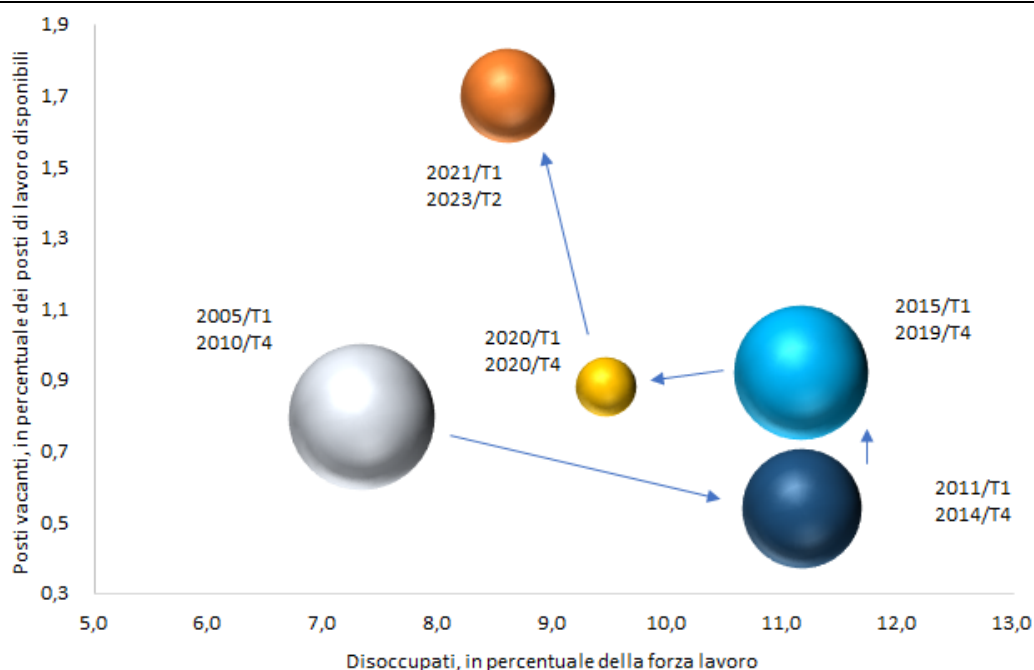
A fronte di un costo orario del lavoro sostanzialmente invariato rispetto ai primi tre mesi di quest'anno, l'incremento del CLUP in primavera ha riflesso la contrazione della produttività oraria.

Fig. 17 – Disoccupazione, sottoccupazione e forza lavoro potenziale (1)
(medie mobili a quattro termini; incidenze percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat.
(1) Età di riferimento 15-74 anni.

Fig. 18 – Tasso di disoccupazione e di posti vacanti (1)
(valori percentuali medi)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

(1) La dimensione delle sfere è proporzionale al numero di trimestri in ciascun sotto-periodo, quindi indica l'ampiezza del periodo rappresentato.

Prosegue la discesa dell'inflazione, che coinvolge anche i prodotti alimentari

L'inflazione continua a ridursi e rallentano per la prima volta da quasi due anni i prezzi dei beni alimentari, che tuttavia restano su livelli elevati. Le spinte al ribasso dall'estero e all'origine del processo produttivo si smorzano, ma le aspettative di imprese e famiglie continuano a segnalare il rientro dell'inflazione nei prossimi mesi.

L'inflazione al consumo nazionale (misurata dall'indice NIC) nel terzo trimestre del 2023 è diminuita al 5,6 per cento (dal 7,4 per cento del periodo precedente) grazie alla netta decelerazione dei prezzi dei beni energetici (0,8 per cento, dal 9,8 del secondo trimestre), soprattutto per la componente non regolamentata; comincia inoltre a ridursi la dinamica dei prezzi di beni alimentari, al 9,5 per cento, quasi due punti percentuali sotto la media aprile-giugno.

In settembre l'inflazione al consumo si è ridotta minimamente (al 5,3 per cento dal 5,4 del mese precedente), a riflesso di due forze contrastanti. Da un lato si sono riaccese le pressioni sui prezzi degli energetici, che hanno ripreso ad aumentare su base congiunturale (1,7 per cento) sulla scia dei rincari del petrolio; di contro hanno rallentato consistentemente i prezzi degli alimentari (8,4 per cento tendenziale in settembre da 9,7 del mese precedente), soprattutto dei beni lavorati (-0,5 per cento in termini congiunturali).

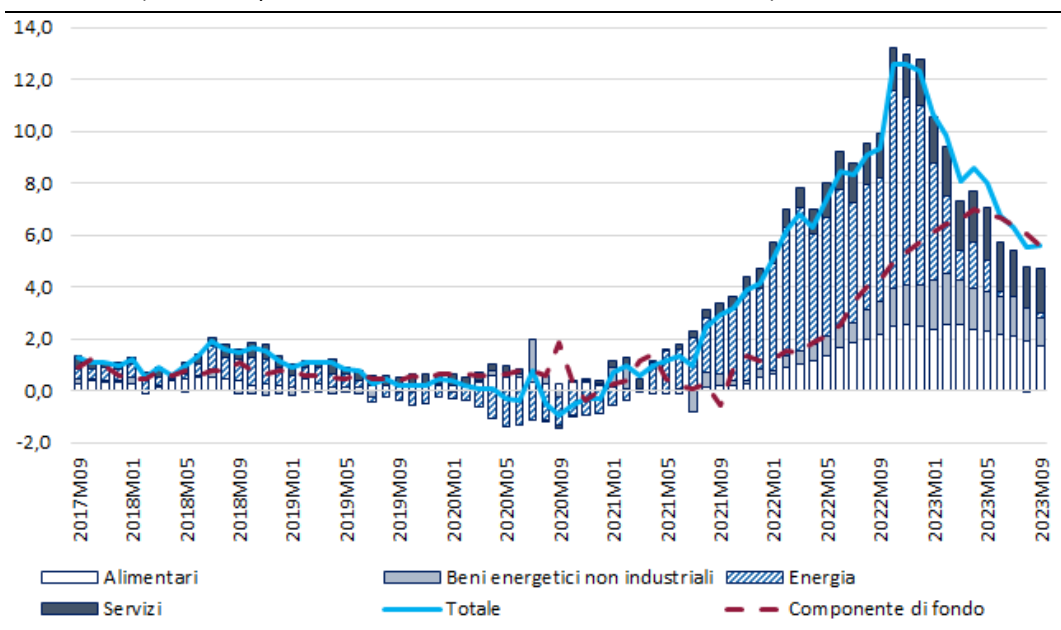
Nel complesso la variazione acquisita dei prezzi al consumo per il 2023 rimane stabile, sia per la componente generale (5,7 per cento) sia per quella di fondo (5,2 per cento).

L'inflazione armonizzata a livello europeo aumenta lievemente in settembre (5,6 da 5,5), anche per effetto della fine dei saldi estivi di cui il NIC non tiene conto, ma nel complesso si è ridotta di due punti in tre mesi (5,8 per cento nel terzo trimestre dal 7,8 del secondo), pur restando di pochi decimi sopra la misura nazionale (fig. 19).

Il differenziale di inflazione italiano rispetto all'area dell'euro si sta ridimensionando rispetto all'inizio dell'anno, scendendo a 0,9 punti percentuali nel terzo trimestre da 1,5 del primo; le dinamiche nei prezzi dei servizi nel nostro Paese sono divenute più contenute di quelle della media dell'area, nonostante alcuni picchi legati a effetti stagionali (servizi di alloggio e pacchetti vacanze) (fig. 20).

La fase di rientro dell'inflazione in Italia è influenzata soprattutto dal contro-*shock* rispetto agli eccessi osservati lo scorso anno su un numero ridotto di voci, mentre resta considerevole la quota di beni del paniere che sperimenta aumenti rilevanti ma non estremi (fig. 21). A settembre il 39 per cento di voci del paniere dei prezzi armonizzati a livello europeo sperimenta incrementi di oltre il 5 per cento in un anno e di questi il 9 per cento presenta una inflazione superiore al 10 per cento. Molti prezzi dei beni energetici (quali gli idrocarburi liquidi e i combustibili per trasporto) sono in deflazione, come contro-*shock* rispetto allo scorso anno quando si ebbe la fiammata inflattiva, mentre

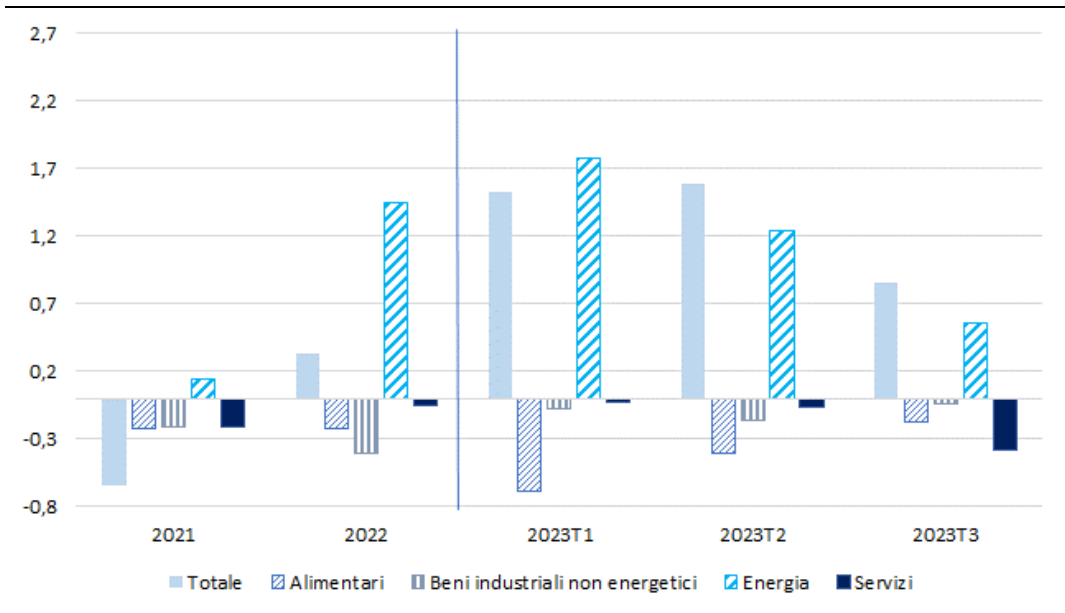
Fig. 19 – Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), contributi delle componenti e componente di fondo (1)
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato, oltre alla variazione della componente di fondo. La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

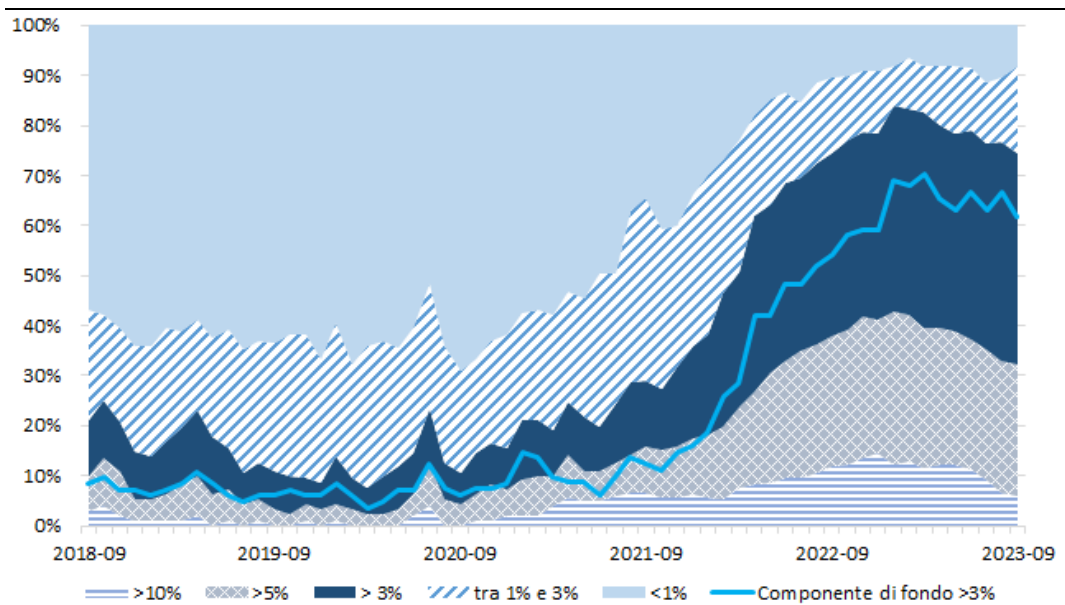
Fig. 20 – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)
(differenze in punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

(1) Differenze sull'inflazione armonizzata totale e sui contributi delle sue componenti tra l'Italia e l'area dell'euro.

Fig. 21 – Incidenza di voci elementari del paniere dell'IPCA con variazioni dei prezzi superiori a determinate soglie (quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

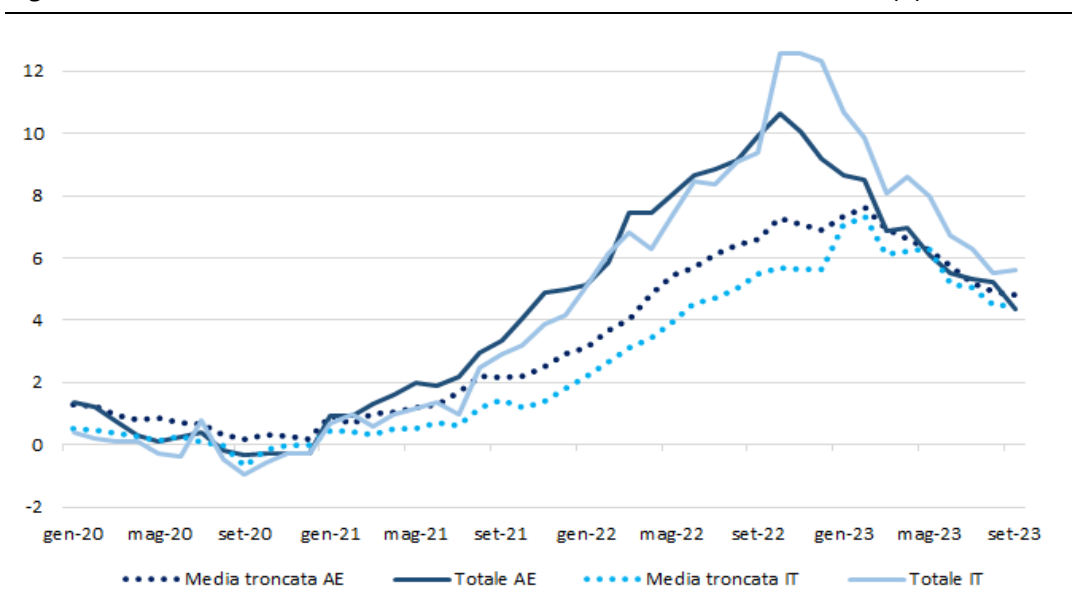
permangono incrementi vistosi dei prezzi di alcune voci alimentari (oli e ortaggi) e legate al turismo (il trasporto aereo, i pacchetti vacanze e gli alloggi).

L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, in settembre è lievemente scesa (al 4,6 per cento per il NIC e al 4,9 per l'IPCA) a riflesso di tendenze contrastanti, in diminuzione sui prodotti alimentari lavorati e in aumento su alcuni servizi. I pacchetti vacanze (18,4 in settembre) e i servizi di alloggio (11,2 per cento) continuano a sostenere la componente *core*, anche più che nell'area euro (rispettivamente 10,6 e 7,0 per cento), ma una volta eliminate le voci più volatili, nelle code estreme della distribuzione, la dinamica di fondo in Italia è lievemente inferiore a quella dell'area euro (fig. 22).

Si riduce considerevolmente nel terzo trimestre l'inflazione del cosiddetto carrello della spesa (beni alimentari, per la casa e la cura della persona) che impatta maggiormente sulle famiglie con minor reddito; la variazione tendenziale di questo indicatore, che da quasi un anno superava il 10 per cento, in settembre è diminuita all'8,1 per cento per il contributo della componente degli alimentari.

Si va smorzando la fase di rientro delle pressioni sui prezzi di matrice estera e a monte del processo di produzione, avviatasi all'inizio dell'anno sulla scia dei ribassi delle quotazioni del gas naturale e dei beni intermedi. La dinamica dei prezzi all'importazione ha cambiato segno dalla primavera scorsa, diventando deflattiva, anche grazie a un effetto base dovuto al confronto con i picchi del 2022. Parallelamente si interrompe ad agosto la fase congiunturale negativa, iniziata a gennaio scorso, dei prezzi alla produzione dell'industria, a riflesso dei rincari dei beni energetici. Restano pressoché stabili i prezzi nel settore delle costruzioni, per il quale si riscontra nello stesso periodo un lieve calo congiunturale per gli edifici, a fronte di un minimo recupero per strade e ferrovie. I prezzi alla produzione nel terziario, rimasti su dinamiche relativamente modeste nel 2022, hanno rallentato nel secondo trimestre (al 2,8 per cento dal 4,3).

Fig. 22 – Inflazione totale e media troncata in Italia e nell'area dell'euro (1)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) La media troncata è ottenuta eliminando il 10 per cento delle voci dalle due code estreme della distribuzione dell'inflazione armonizzata (IPCA).

Le indagini qualitative continuano a prefigurare un'attenuazione delle attese inflazionistiche. L'inchiesta sulla fiducia delle imprese dell'Istat mostra un saldo tra aumenti e diminuzioni che scende a 0,9 nel terzo trimestre dell'anno (da 4,6 nel precedente). Parallelamente gli imprenditori intervistati nell'indagine sul PMI confermano in settembre il perdurare dei cali sia dei costi operativi che dei prezzi di vendita. Le attese di inflazione a 12 mesi misurate dall'Indagine della Banca d'Italia nel secondo trimestre dell'anno presso le imprese continuano a rientrare: dal picco dell'otto per cento circa di fine 2022 le attese sono ora intorno al cinque. Le aziende prefigurano una attenuazione della crescita dei propri listini, più marcata nell'industria in senso stretto e nei servizi che nelle costruzioni. I consumatori, intervistati nel terzo trimestre dell'anno nell'indagine sulla fiducia Istat, sono fiduciosi: meno del dieci per cento dei rispondenti prevede un aumento più rapido dei prezzi, mentre il 42 si aspetta una sostanziale stabilità.

Per ottobre è atteso un rilevante effetto base degli indici di prezzo legato all'impennata osservata lo scorso anno sui beni energetici, che dovrebbe interessare maggiormente l'Italia rispetto ai *partner* europei. Tuttavia le nuove tensioni in Medio Oriente e i possibili riflessi sul prezzo del gas e dell'energia potrebbero continuare a sostenere i prezzi attenuando la flessione attesa nel breve termine. Come preannunciato dall'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) nei prossimi mesi si manifesterà un incremento delle tariffe elettriche sul mercato regolamentato, dovuto ai rialzi delle quotazioni sui mercati energetici dei mesi scorsi.

Riquadro – Un nuovo indicatore sulle difficoltà di accesso al credito in Italia

L'accesso al mercato del credito è cruciale per la resilienza dell'economia, specialmente durante periodi recessivi. Nelle fasi di contrazione le imprese sono infatti indotte a ridurre i piani di investimento, soprattutto laddove la disponibilità di fonti esterne di finanziamento viene veicolata principalmente attraverso il settore bancario e il tessuto imprenditoriale è prevalentemente caratterizzato da piccole e medie imprese.

Sul piano empirico misure dirette delle condizioni di credito sono difficili da ottenere a causa della limitazione dei dati. La letteratura ha proposto diversi approcci indiretti, tipicamente basati su micro-dati provenienti dai registri del credito (Iyer et al., 2014; Bonaccorsi di Patti e Sette, 2016) o su statistiche qualitative tratte da indagini sulle valutazioni delle banche e delle imprese riguardo alle condizioni del credito (Rottmann e Wollmershaeuser, 2013; Presbitero et al., 2014; Girardi e Ventura, 2021).

Il nuovo indicatore UPB sull'accesso al credito utilizza una combinazione di dati quantitativi e qualitativi pubblicamente disponibili. L'indicatore è calcolato per l'economia italiana nel periodo compreso tra il primo trimestre 2008 e il terzo trimestre del 2023.

L'indicatore misura il disallineamento tra l'offerta e la domanda di credito. Seguendo l'approccio originario di Rottman e Wollmershaeuser (2013), l'offerta di credito (*cre*) è misurata dal saldo dei giudizi sulle condizioni di accesso al credito dell'inchiesta Istat sulle imprese manifatturiere; la domanda di credito (*idx*) è costruita in base a variabili *proxy* del costo-opportunità delle banche nel fornire prestito ad alto rischio (ad esempio il tasso di interesse a lungo termine in termini reali), oltre a un indice di domanda di credito derivante dall'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) condotta dalla Banca d'Italia. Sulla base di tali informazioni, è possibile stimare la regressione $cre = a + b * idx + res$, dalla quale si ottiene l'indicatore sintetico sulle condizioni creditizie (*icc*) come indice di diffusione attraverso la trasformazione $icc = 100 * \tanh(res^{\wedge})$, dove $res^{\wedge} = \frac{res - \min(res)}{\max(res) - \min(res)}$.

Valori elevati dell'indice indicano una percezione da parte delle imprese di condizioni creditizie restrittive, mentre valori contenuti segnalano condizioni di credito favorevoli. Quando offerta e domanda sono in equilibrio, il residuo risulterebbe pari a zero. Per facilitare l'interpretazione economica l'indicatore è proiettato nell'intervallo [0, 100] così da rendere la sua lettura comparabile a quella degli indici di diffusione comunemente monitorati come il PMI; un valore dell'indice superiore a 50 indica periodi di stretta creditizia, mentre valori inferiori indicano periodi in cui i vincoli creditizi non risultano particolarmente stringenti.

Il grafico R1 riporta l'indice stimato sull'intero campione, che contrassegna la recessione del 2008-09 come l'episodio più severo di difficoltà nell'accesso al credito sperimentato dall'economia italiana nell'ultimo quindicennio. Alla fase di recupero che ha interessato il 2010 è corrisposta un'offerta di credito relativamente espansiva fino alla crisi del debito sovrano. Successivamente l'indicatore si è collocato su valori piuttosto contenuti (sotto quota 30), confermando che gli ostacoli nell'ottenimento di finanziamenti esterni sono risultati meno stringenti quando la politica monetaria è stata accomodante. In corrispondenza con l'uscita dall'emergenza sanitaria, l'indicatore ha riflesso il repentino deterioramento della percezione delle condizioni di accesso al credito bancario da parte delle imprese, in concomitanza con una politica monetaria che si è progressivamente resa restrittiva; ha raggiunto un picco storico tra la fine del 2022 e l'avvio del 2023, pressoché analogo a quello registrato nel 2008.

Fig. R1 – Indice UPB sulle condizioni di credito per le imprese



Riferimenti bibliografici

Berger, A., Espinosa-Vega, M., Frame, W., e Miller, N. (2011), "Why do borrowers pledge collateral? New empirical evidence on the role of asymmetric information", *Journal of Financial Intermediation*, 20: 55-70.

Bonaccorsi di Patti, E., e Sette, E. (2016), "Did the securitisation market freeze affect bank lending during the financial crisis? Evidence from a credit register", *Journal of Financial Intermediation*, 25: 54-76.

Boot, A., e Thakor, A. (1994), "Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game", *International Economic Review*, 35: 899-920.

Ferrando, A., Popov, A., e Udell, G. (2017), "Sovereign stress and SMEs' access to finance: Evidence from the ECB's SAFE survey", *Journal of Banking and Finance*, 81: 65-80.

Girardi, A., e Ventura, M. (2021), "Measuring credit crunch in Italy: evidence from a survey-based indicator", *Annals of Operation Research*, 299: 567-592.

Iyer, R., Peydró, J., da-Rocha-Lopes, S., e Schoar, A. (2014), "Interbank liquidity crunch and the firm credit crunch: Evidence from the 2007–2009 crisis", *The Review of Financial Studies*, 27: 347-372.

Nikolov, B., Schmid, L., e Steri, R. (2021), "The Sources of Financing Constraints", *Journal of Financial Economics*, 139: 478-501.

Presbitero, A., Udell, G., e Zazzaro, A. (2014), "The home bias and the credit crunch: a regional perspective", *Journal of Money, Credit and Banking*, 46:53-85.

Rottmann, H., e Wollmershaeuser, T. (2013), "A micro data approach to the identification of credit crunches", *Applied Economics*, 47:2423-2441.