BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 31 maggio 2019

esercizio CXXV

CENTOVENTICINQUESIMO ESERCIZIO

anno 2018

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2018 – centoventicinquesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2019

© **Banca d'Italia, 2019**

Indirizzo
Via Nazionale, 91
00184 Roma - Italia

Telefono
+39 0647921

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 1972-845X (stampa)
ISSN 2280-4129 (online)

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

Stampato nel mese di maggio 2019

Il bilancio della Banca d'Italia è disponibile sul sito internet dell'Istituto (www.bancaditalia.it).
Copie a stampa possono essere richieste alla Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

L'Appendice alla Relazione annuale, contenente le tavole statistiche, le note metodologiche, la descrizione dei principali provvedimenti in materia economica, il glossario e il siglario, è disponibile sul sito internet della Banca d'Italia.

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'evoluzione congiunturale e il commercio internazionale 3

La congiuntura e le politiche macroeconomiche 3

Riquadro: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni* 8

Il commercio internazionale e gli squilibri globali di parte corrente 12

I prezzi e i mercati delle materie prime 13

I mercati finanziari internazionali 15

Riquadro: *La riforma della governance globale: le proposte dell'Eminent Persons Group al G20* 18

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro 23

La fase ciclica 23

Riquadro: *Mobilità del lavoro e assorbimento di shock nell'area dell'euro* 24

I prezzi e i costi 27

Riquadro: *Perché la crescita dei salari non si è ancora trasmessa ai prezzi?* 27

I mercati finanziari 29

Le politiche di bilancio 30

La governance economica europea 33

3. La politica monetaria nell'area dell'euro 36

L'azione di politica monetaria 36

Riquadro: *Politica monetaria espansiva e propensione al rischio delle banche* 38

Le operazioni di politica monetaria 40

I tassi di interesse e il cambio dell'euro 41

La moneta e il credito 43

Riquadro: *Gli effetti delle TLTRO2 sul mercato del credito* 44

L'ECONOMIA ITALIANA

4. Il quadro di insieme 49

Riquadro: *Le determinanti dell'attività economica nel 2018 secondo il modello della Banca d'Italia* 50

Riquadro: *L'output gap in Italia* 52

Riquadro: *Gli andamenti territoriali* 53

5. Le famiglie 58

Il reddito e la sua distribuzione 58

Riquadro: *La disuguaglianza del reddito da lavoro tra le famiglie* 60

Riquadro: *Un'analisi degli effetti redistributivi delle recenti misure di contrasto alla povertà* 62

I consumi 65

Riquadro: *Il ruolo delle aspettative di inflazione nelle scelte di consumo delle famiglie italiane* 67

La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni 68

Riquadro: *Il mercato delle locazioni nelle città italiane* 69

6. Le imprese 71

Gli andamenti economici 71

Riquadro: *Crisi finanziaria e cambiamento tecnologico: il ruolo delle start up* 77

Riquadro: *Il ritardo digitale dell'Italia* 79

Riquadro: *Le caratteristiche delle imprese ad alta produttività in Italia* 82

Riquadro: *Gli amministratori e la performance di impresa* 84

7. Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese 86

LE FAMIGLIE 86

La ricchezza e gli investimenti finanziari 86

Riquadro: *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito* 89

Riquadro: *Online banking e scelte di portafoglio* 90

L'indebitamento 91

LE IMPRESE 93

La redditività e il saldo finanziario 93

Le fonti di finanziamento 95

Riquadro: *La quotazione in borsa delle società non finanziarie: un confronto tra i principali paesi europei* 98

8. Il mercato del lavoro 101

L'occupazione e le ore lavorate 101

Riquadro: *L'impatto della rete internet a banda larga sulle imprese italiane* 104

L'offerta di lavoro e la disoccupazione 106

Riquadro: *Il ruolo dei Centri per l'impiego nel mercato del lavoro* 108

Riquadro: *I rischi di brain drain dall'Italia dopo la Grande Recessione* 110

La contrattazione e le relazioni industriali 112

9. I prezzi, i costi e la competitività 114

I prezzi al consumo 114

Riquadro: *Aspettative di inflazione e strategie di prezzo delle imprese italiane* 116

I prezzi alla produzione e dei beni importati 118

Il costo del lavoro 118

Riquadro: *Mobilità nel mercato del lavoro e spinte salariali* 118

La competitività di prezzo 120

10. La domanda estera e la bilancia dei pagamenti 122

Le esportazioni e le importazioni 122

Riquadro: *Gli scambi commerciali nell'area dell'euro e i nuovi concorrenti* 123

Il conto corrente 126

Riquadro: *Le esportazioni di servizi dell'Italia* 128

Il conto finanziario 130

Riquadro: *Un'analisi del portafoglio dei fondi comuni esteri detenuti dalle famiglie* 131

Riquadro: *I flussi di capitali esteri in Italia nel 2018* 132

La posizione patrimoniale sull'estero 135

11. La finanza pubblica 137

I risultati del 2018 137

Riquadro: *Differenziale tra onere medio del debito e crescita nominale del PIL: andamento recente e prospettive* 143

Riquadro: *Uno sguardo oltre il debito pubblico: passività commerciali e in derivati* 145

Le prospettive 147

Riquadro: *Il ciclo di bilancio nel contesto del semestre europeo* 148

Riquadro: *Un'analisi degli effetti macroeconomici e redistributivi delle clausole di salvaguardia sull'IVA* 151

12. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale 157

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati 157

Riquadro: *Gli effetti della liberalizzazione degli orari di apertura degli esercizi commerciali* 158

La regolamentazione dell'attività di impresa 160

Riquadro: *Imprese familiari: diffusione, fattori di contesto e performance* 163

I fattori di contesto 164

13. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali 167

LE BANCHE 167

La struttura dell'industria bancaria 167

Le attività 169

Riquadro: *L'effetto della tassazione sul costo complessivo del credito nel periodo 1998-2017* 171

I crediti deteriorati 173

Riquadro: *I tempi di estinzione dei crediti in sofferenza verso le imprese* 174

La raccolta 176

La redditività e il patrimonio 178

Riquadro: *Le banche e l'attività di collocamento dei titoli delle imprese* 179

GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI 181

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI 182

14. I mercati monetari e finanziari 186

Il mercato monetario 186

Il mercato dei titoli pubblici 187

Riquadro: *L'andamento dello spread sovrano dell'Italia* 189

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche 191

Il mercato azionario 193

Riquadro: *L'andamento della borsa italiana negli ultimi anni* 194

Riquadro: *Il mercato del venture capital in Italia* 198

Le infrastrutture di mercato 199

SEZIONE MONOGRAFICA

15. Il turismo in Italia: numeri e potenziale di sviluppo 203

Il peso del turismo nell'economia italiana e gli andamenti di medio periodo 203

La distribuzione della spesa turistica sul territorio 206

Contenuto dei viaggi e turismo culturale 207

Riquadro: *Le innovazioni nei musei statali: evidenze da un'indagine della Banca d'Italia* 208

La struttura dell'offerta 210

Il posizionamento nel mercato turistico globale 211

16. Gli investimenti pubblici 213

Spesa per investimenti pubblici e attività economica 213

Riquadro: *Effetti macroeconomici della spesa per investimenti pubblici: un confronto tra diverse stime* 215

Spesa per investimenti pubblici e dotazione di infrastrutture 217

Tempi e ostacoli alla realizzazione delle infrastrutture 220

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA 223

CONSIDERAZIONI FINALI *(in fascicolo separato)*

AVVERTENZE

Le elaborazioni dei dati, 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.

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

Per la denominazione dei paesi europei indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (http://publications.europa.eu/code/it/it-370100.htm).

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E IL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Nel 2018 le spinte protezionistiche hanno prevalso sui processi di liberalizzazione del commercio mondiale, segnando un'inversione di tendenza rispetto al biennio precedente.

La crescita globale è scesa al 3,6 per cento, deludendo le attese di un suo rafforzamento. Il risultato ha riflesso il progressivo deterioramento del quadro congiunturale prima nei paesi emergenti, successivamente anche in molti paesi avanzati.

Fattori particolari, in parte di natura temporanea, quali i disastri naturali in Giappone e lo stallo nell'industria automobilistica nell'area dell'euro, hanno interagito con un'elevata incertezza a livello globale, dovuta soprattutto alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Ne hanno risentito la spesa per investimenti e il commercio internazionale, in forte rallentamento nella seconda metà dell'anno; negli Stati Uniti il prodotto ha tuttavia accelerato, anche grazie agli effetti espansivi della riforma fiscale varata nel dicembre 2017.

L'aumento dei tassi di interesse statunitensi ha determinato episodi di turbolenza sui mercati finanziari, con repentini aumenti della volatilità. Durante l'estate le valute delle economie emergenti si sono deprezzate, i premi al rischio sono saliti e gli afflussi di capitali si sono ridotti, specialmente nei paesi più dipendenti dai finanziamenti esterni. Nell'ultima parte dell'anno l'accentuarsi dei timori di un rallentamento globale ha provocato una correzione dei prezzi delle attività più rischiose nei paesi avanzati e la caduta dei prezzi del petrolio.

All'inizio del 2019 l'orientamento della politica monetaria statunitense è divenuto più accomodante; ciò ha favorito una distensione sui mercati finanziari, una flessione dei rendimenti a lungo termine e una ripresa dei corsi azionari.

Non è stato scongiurato il rischio di un'uscita del Regno Unito dall'Unione europea senza l'approvazione di un accordo di recesso, benché si sia allontanato nel tempo.

La congiuntura e le politiche macroeconomiche

I principali paesi avanzati. – Nel 2018 l'attività economica nei paesi avanzati ha decelerato lievemente al 2,2 per cento (tav. 1.1). Il rallentamento è stato più accentuato in Giappone, anche per fattori temporanei, più lieve nel Regno Unito; di contro, gli Stati Uniti hanno registrato una robusta accelerazione. L'inflazione è leggermente salita, al 2 per cento nella media dell'anno.

Tavola 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

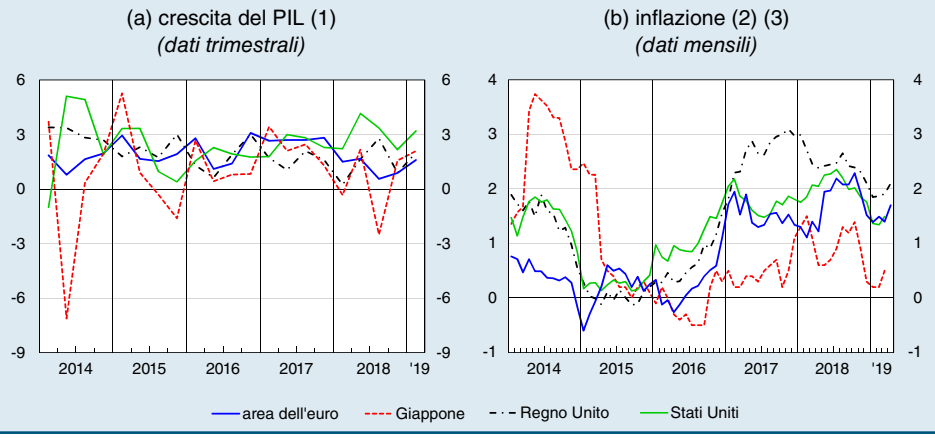
PAESI	PIL		Inflazione (1)	
	2017	2018	2017	2018
Paesi avanzati	**2,4**	**2,2**	**1,7**	**2,0**
Giappone	1,9	0,8	0,5	1,0
Regno Unito	1,8	1,4	2,6	2,3
Stati Uniti	2,2	2,9	1,8	2,0
Paesi emergenti e in via di sviluppo	**4,8**	**4,5**	**4,3**	**4,8**
Brasile	1,1	1,1	3,5	3,7
Cina	6,8	6,6	1,6	2,1
India	6,9	7,4	3,3	3,9
Russia	1,6	2,3	3,7	2,9

Fonte: FMI e dati nazionali.
(1) Per il Giappone: indice dei prezzi al consumo; per gli Stati Uniti: deflatore dei consumi; per il Regno Unito: indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Negli Stati Uniti il prodotto ha accelerato al 2,9 per cento, in linea con le previsioni iniziali del Fondo monetario internazionale (FMI; fig. 1.1.a). L'espansione è stata sostenuta soprattutto dai consumi privati e, nella prima parte dell'anno, dagli investimenti produttivi, sospinti sia dalla riforma della tassazione entrata in vigore in gennaio, sia dagli alti prezzi del petrolio che hanno favorito l'accumulazione di capitale nel settore petrolifero (cfr. il paragrafo: *I prezzi e i mercati delle materie prime*). Le esportazioni hanno contribuito notevolmente alla crescita nel primo semestre, anche in anticipazione dell'imminente introduzione di misure protezionistiche tariffarie (cfr. il riquadro: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni*). Nel secondo semestre tuttavia, in un clima divenuto assai più incerto, gli investimenti e le esportazioni hanno rallentato.

Figura 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati



Fonte: statistiche nazionali.
(1) Dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno. – (2) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (3) Per gli Stati Uniti: deflatore dei consumi; per il Giappone: indice dei prezzi al consumo; per l'area dell'euro e il Regno Unito: indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Secondo le più recenti previsioni dell'FMI, nel 2019 la crescita dovrebbe scendere al 2,3 per cento, risentendo del graduale affievolirsi degli effetti dello stimolo fiscale. Nel primo trimestre dell'anno in corso, sulla base di stime preliminari, l'espansione dell'attività ha superato il 3 per cento, trainata da un recupero delle esportazioni e dal contributo delle scorte, ma con un rallentamento degli investimenti e un indebolimento dei consumi.

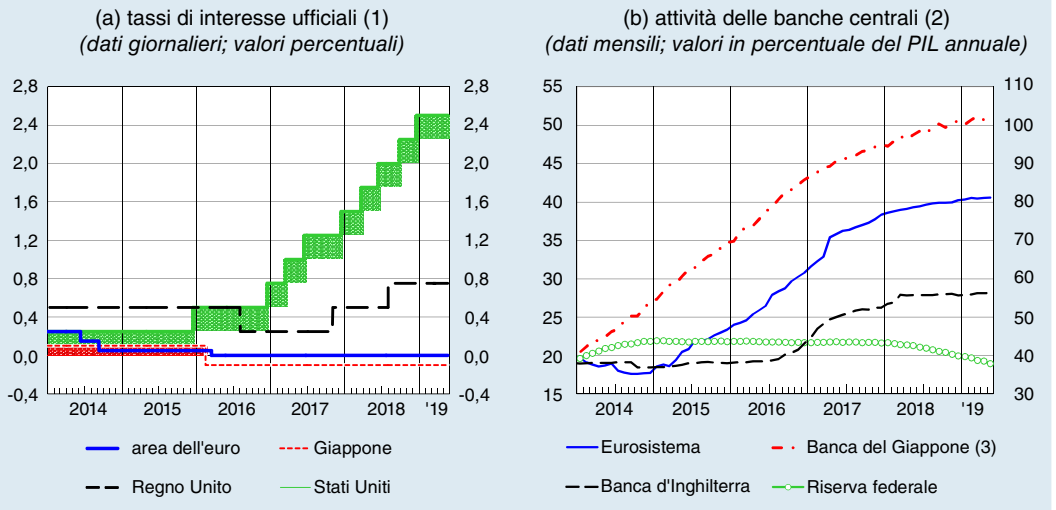
Le condizioni del mercato del lavoro hanno continuato a migliorare. Il tasso di disoccupazione è sceso al 3,8 per cento, il livello più basso da quasi cinquant'anni. Ne ha beneficiato la dinamica dei salari, salita al 3,0 per cento al termine del 2018, ma non quella dei prezzi. Nella media dell'anno l'inflazione, anche nella misura che esclude le componenti più volatili, è salita a un valore coerente con l'obiettivo della Banca centrale statunitense (fig. 1.1.b).

Nel corso del 2018 la Riserva federale ha proseguito la normalizzazione della politica monetaria, innalzando per quattro volte l'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds (per complessivi 100 punti base, al 2-2,25 per cento; fig. 1.2.a) e ridimensionando gradualmente il proprio bilancio.

Dall'inizio del 2019 l'intensificarsi dei rischi al ribasso per la crescita e la bassa inflazione hanno reso più prudente la Banca centrale che ha annunciato la sospensione della fase dei rialzi dei tassi e il completamento, entro il mese di settembre, del programma di riduzione del bilancio. Quest'ultimo è ormai prossimo a un valore che, seppure di gran lunga superiore a quello precedente la crisi finanziaria, è ritenuto coerente con l'attuale assetto operativo della politica monetaria (fig. 1.2.b).

Figura 1.2

Tassi di interesse ufficiali e bilanci delle principali banche centrali



Fonte: BCE e statistiche nazionali.
(1) Per gli Stati Uniti: intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds; per il Giappone: tasso sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati (fino al 15 febbraio 2016 la politica monetaria della Banca del Giappone si è basata solo su un obiettivo quantitativo; in seguito, anche sul tasso ufficiale di riferimento); per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra. – (2) Dal 2 ottobre 2014 la Banca d'Inghilterra include solo le attività acquisite attraverso operazioni di politica monetaria (oltre il 90 per cento del totale). – (3) Scala di destra.

La riforma fiscale varata nel dicembre 2017 ha determinato un aumento del disavanzo di bilancio federale, al 3,8 per cento del prodotto. Secondo il Congressional

Budget Office il disavanzo salirebbe al 4,4 per cento annuo nella media del prossimo quinquennio, sospingendo il debito federale a oltre l'86 per cento del PIL nel 2024; nello stesso periodo, secondo le stime dell'FMI, il debito pubblico complessivo crescerebbe dal 105,8 a oltre il 110 per cento del prodotto.

In Giappone l'attività economica ha decelerato più di quanto inizialmente atteso (allo 0,8 per cento), a causa dei disastri naturali che hanno colpito il paese in estate. Rispetto all'anno precedente si sono più che dimezzati i contributi dei consumi privati e degli investimenti e si è notevolmente ridotto quello delle esportazioni, anche per il rallentamento delle vendite in Cina. Nell'anno in corso si prevede un lieve recupero della crescita.

L'inflazione, risalita fino a ottobre soprattutto in seguito all'aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari, è ridiscesa nei mesi finali attorno allo zero; la componente di fondo è rimasta appena positiva per l'intero anno. A fronte di aspettative ancora lontane dall'obiettivo del 2 per cento, nel 2018 la Banca del Giappone ha confermato la strategia di controllo della curva dei rendimenti, iniziando anche a fornire indicazioni prospettiche (*forward guidance*) sull'andamento dei tassi ufficiali con l'annuncio dell'intenzione di mantenerli sui bassi livelli attuali per un periodo prolungato.

La dinamica assai debole dei prezzi resta uno dei principali problemi dell'economia giapponese. I salari sono scarsamente sensibili alle condizioni del mercato del lavoro, dove il tasso di disoccupazione si colloca sui livelli più bassi degli ultimi 25 anni (2,4 per cento). Secondo la Banca centrale nipponica vi contribuirebbero sia la tendenza dei lavoratori a tempo indeterminato a dare priorità alla stabilità dell'occupazione a scapito delle rivendicazioni retributive, sia l'elevata elasticità dell'offerta di lavoro dei più anziani e delle donne, impiegati con contratti più flessibili.

Nel Regno Unito la crescita nel 2018 si è ridotta all'1,4 per cento. Il rallentamento nella seconda parte dell'anno ha riflesso da un lato la debolezza degli investimenti, dovuta alle incertezze sull'esito della Brexit, e dall'altro quella delle esportazioni, in connessione con la riduzione della crescita globale e l'esaurirsi degli effetti del deprezzamento della sterlina dei trimestri precedenti.

L'inflazione, che a novembre del 2017 era risalita al 3,1 per cento a causa del forte deprezzamento della sterlina, è scesa al 2,3 nella media dell'anno, restando comunque al di sopra dell'obiettivo della Banca d'Inghilterra. La componente di fondo è stata trainata dai salari, che nel 2018 sono saliti al ritmo più elevato da dieci anni (circa il 3 per cento), a fronte di tassi di disoccupazione scesi ai minimi storici. La Banca d'Inghilterra, pur mantenendo un orientamento accomodante anche per la persistente incertezza sulla Brexit, nel mese di agosto ha aumentato il tasso di riferimento di 25 punti base, allo 0,75 per cento.

Il 14 novembre 2018 è stata raggiunta l'intesa tra l'Unione europea (UE) e il Regno Unito sull'accordo di recesso e sulla dichiarazione politica riguardante le future relazioni, poi approvati dal governo britannico e dal Consiglio europeo. Il Parlamento britannico ha ripetutamente respinto la ratifica dell'accordo di recesso (il 15 gennaio, il 12 e il 29 marzo di quest'anno); per scongiurare l'eventualità di un'uscita senza tale accordo (no-deal Brexit), il governo britannico ha richiesto e ottenuto per due volte dal Consiglio europeo un'estensione della scadenza del 29 marzo, dapprima al

12 aprile, poi al 31 ottobre 2019. Nell'ipotesi in cui il Parlamento del Regno Unito ratifichi l'accordo prima del nuovo termine, l'uscita avverrebbe il primo giorno del mese successivo. Il rischio di una Brexit senza accordo, sebbene allontanato nel tempo, non è stato però scongiurato, data l'elevata incertezza che tuttora domina il panorama politico britannico.

I paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'Unione europea. – Nel 2018 l'attività economica nei paesi UE dell'Europa centrale e orientale che non fanno parte dell'area dell'euro ha rallentato al 4,3 per cento. L'inflazione ha seguito l'andamento dei prezzi dei beni energetici, risalendo nei primi nove mesi del 2018 per poi ripiegare all'1,6 per cento alla fine dell'anno. Tra le economie che non hanno un regime di cambio fisso o di fluttuazione controllata nei confronti dell'euro, i tassi di riferimento della politica monetaria sono stati rialzati nella Repubblica Ceca e in Romania, di 125 e 75 punti base, rispettivamente; sono rimasti invariati in Polonia e in Ungheria.

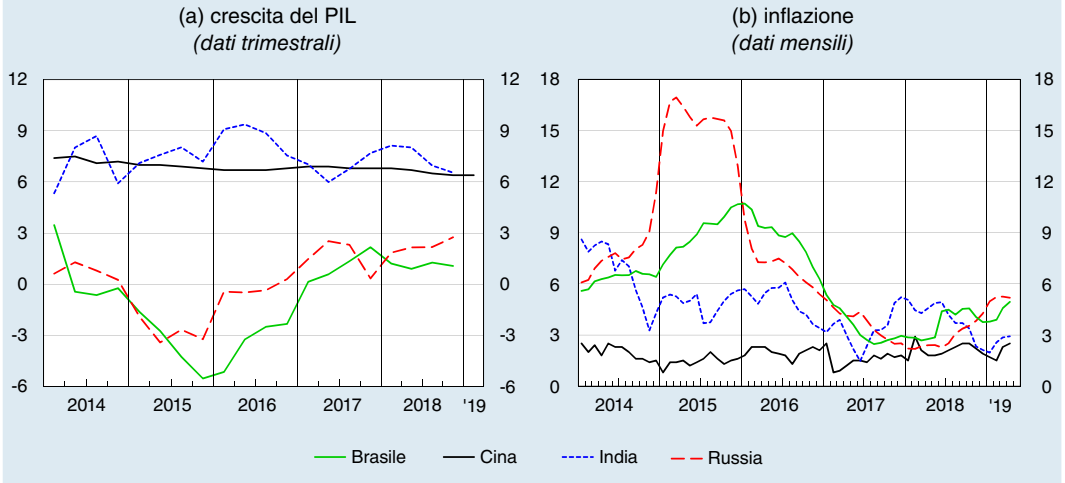
Le principali economie emergenti. – Nei paesi emergenti e in via di sviluppo l'attività economica ha nel complesso decelerato, risentendo però in misura diversa da paese a paese del deterioramento della domanda estera e di condizioni finanziarie meno favorevoli (tav. 1.1).

In Cina il PIL ha rallentato al 6,6 per cento, il valore più basso degli ultimi 25 anni (fig. 1.3.a). Il rallentamento si è intensificato nella seconda metà dell'anno per la frenata degli investimenti in infrastrutture; anche la dinamica dei consumi e del valore aggiunto nell'industria si è indebolita nel corso dell'anno.

L'inflazione al consumo è rimasta stabile attorno al 2 per cento (fig. 1.3.b), mentre si sono indebolite le pressioni sui prezzi alla produzione, con ricadute negative sui profitti delle imprese.

Figura 1.3

PIL e inflazione nei principali paesi emergenti (1)



Fonte: statistiche nazionali.
(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

Gli scambi di beni, che fino al terzo trimestre erano stati sostenuti dall'anticipazione degli acquisti in vista dell'entrata in vigore dei dazi statunitensi, si sono bruscamente contratti nell'ultimo bimestre del 2018, soprattutto quelli con gli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni*). Complessivamente la domanda estera netta ha fornito un contributo negativo alla crescita per 0,6 punti percentuali.

LE RECENTI TENSIONI COMMERCIALI E LE LORO IMPLICAZIONI

Dall'inizio del 2018 l'inasprirsi delle tensioni commerciali è sfociato in un incremento delle tariffe, che ha finora inciso su poco più del 2,5 per cento degli scambi globali. L'aumento è stato più marcato negli Stati Uniti, dove ha interessato l'11,2 per cento delle importazioni totali del paese. Alcune delle economie colpite dai nuovi dazi, tra le quali l'Unione europea (UE) e la Cina, hanno reagito introducendo a loro volta tariffe sulle importazioni dai mercati statunitensi, benché diluite nel tempo e su un più limitato insieme di beni.

Tra giugno e settembre del 2018, a seguito di una serie di indagini condotte dal Rappresentante per il Commercio degli Stati Uniti d'America sulla condotta commerciale della Cina, l'amministrazione Trump ha imposto maggiori dazi sulle importazioni da questo paese, per un valore di 250 miliardi di dollari, pari a circa la metà degli acquisti complessivi di beni cinesi. Le autorità della Cina hanno reagito annunciando nuove tariffe su un minore ammontare di importazioni dagli Stati Uniti, pari a 60 miliardi di dollari. Sotto la minaccia di un ulteriore inasprimento protezionistico da parte statunitense, dalla fine di novembre i due Stati hanno sospeso l'introduzione di nuove tariffe e avviato una più ampia negoziazione delle relazioni commerciali. Dopo numerosi incontri bilaterali il progresso sul negoziato è stato ritenuto insufficiente da parte statunitense. All'inizio di maggio di quest'anno tra i due paesi si sono quindi riaccese le tensioni, che hanno portato a un ulteriore innalzamento dei dazi sui flussi di beni già colpiti.

Nei primi tre trimestri del 2018 gli scambi internazionali hanno registrato una dinamica sostenuta, sebbene inferiore rispetto al 2017, seguita da una flessione nel quarto; tale flessione si è protratta ai primi mesi del 2019. Quasi in concomitanza con l'introduzione dei nuovi dazi, le vendite cinesi verso gli Stati Uniti hanno subito un calo, dopo il rialzo dei mesi precedenti dovuto al tentativo degli operatori statunitensi di anticipare gli acquisti in vista dell'introduzione del nuovo regime tariffario[1]. Incidendo anche sul prezzo relativo delle importazioni, l'impatto delle politiche protezionistiche si sarebbe traslato quasi per intero sui prezzi al consumo dei beni interessati, trasferendo sui consumatori statunitensi i maggiori oneri generati dalle tensioni commerciali. Ne è derivata una riduzione complessiva del reddito disponibile delle famiglie americane stimata intorno ai 20 miliardi di dollari[2]. L'imposizione delle tariffe inoltre potrebbe non favorire il rientro dei processi produttivi delocalizzati (*reshoring*), come auspicato dall'amministrazione

[1] V. Gunnella e L. Quaglietti, *Le implicazioni economiche del crescente protezionismo da una prospettiva mondiale e specifica dell'area dell'euro*, BCE, *Bollettino economico*, 3, 2019, pp. 43-67.

[2] M. Amiti, S.J. Redding e D.E. Weinstein, *The impact of the 2018 trade war on U.S. prices and welfare*, CEPR Discussion Paper, 13564, 2019.

Trump, limitandone così l'impatto sul mercato del lavoro statunitense. Ciò sarebbe ascrivibile alla tendenza delle imprese a considerare la delocalizzazione un'alternativa all'automazione delle attività routinarie e a basso contenuto di capitale umano[3].

Alla dinamica del commercio globale hanno contribuito anche l'inasprimento delle condizioni finanziarie e l'aumento dell'incertezza. Tra l'inizio di giugno, quando le tensioni tra Stati Uniti e Cina si sono concretizzate nell'applicazione delle tariffe, e la fine di novembre, quando i Presidenti dei due paesi si sono accordati per una tregua commerciale, l'indice azionario MSCI globale è sceso del 3,5 per cento, mentre quello relativo alle aziende più esposte verso la Cina si è ridotto di quasi il 15 (cfr. il riquadro: *Tensioni commerciali, incertezza e attività economica*, in *Bollettino economico*, 4, 2018).

Secondo le stime del Fondo monetario internazionale nel *World Economic Outlook* di ottobre, nel 2019 il calo dell'attività economica globale ascrivibile agli effetti diretti delle tariffe sarebbe appena superiore a un decimo di punto percentuale e le economie più colpite sarebbero Stati Uniti e Cina. Tuttavia, se le tensioni commerciali s'intensificassero, le conseguenze sarebbero più gravi: nel 2019 il PIL mondiale diminuirebbe di quasi l'1 per cento rispetto a uno scenario senza incrementi tariffari; il prodotto di Stati Uniti e Cina si ridurrebbe maggiormente (di 1,0 e 1,6 per cento, rispettivamente); la contrazione nell'area dell'euro sarebbe invece limitata (0,3 per cento). All'interno dell'area ne risentirebbero in modo particolare l'economia tedesca, più esposta al commercio internazionale, e quella italiana, fortemente integrata nelle catene regionali del valore. I modelli impiegati per tali simulazioni non si prestano comunque a fornire una valutazione dell'impatto di modifiche profonde e strutturali nell'assetto degli scambi e dell'organizzazione della produzione – con ricomposizioni settoriali e geografiche – come quelle che potrebbero verificarsi nel caso di un rialzo più deciso delle barriere tariffarie: i valori sopraindicati pertanto potrebbero sottostimare l'impatto di un significativo inasprimento delle politiche protezionistiche.

La quantificazione degli effetti indiretti di tali politiche è resa più complessa dalla frammentazione dei processi produttivi su scala globale, che nel corso degli ultimi anni ha consentito forti incrementi di produttività[4]. La presenza di catene del valore che attraversano più regimi doganali tende ad amplificare gli effetti negativi dell'introduzione di nuovi dazi sul commercio mondiale. Con riferimento alle barriere tariffarie introdotte dagli Stati Uniti, flussi di beni per circa 165 miliardi di dollari sarebbero già stati deviati per eludere le tariffe. La riorganizzazione delle attuali relazioni di fornitura potrebbe avere un costo molto elevato per le imprese che vi partecipano.

---

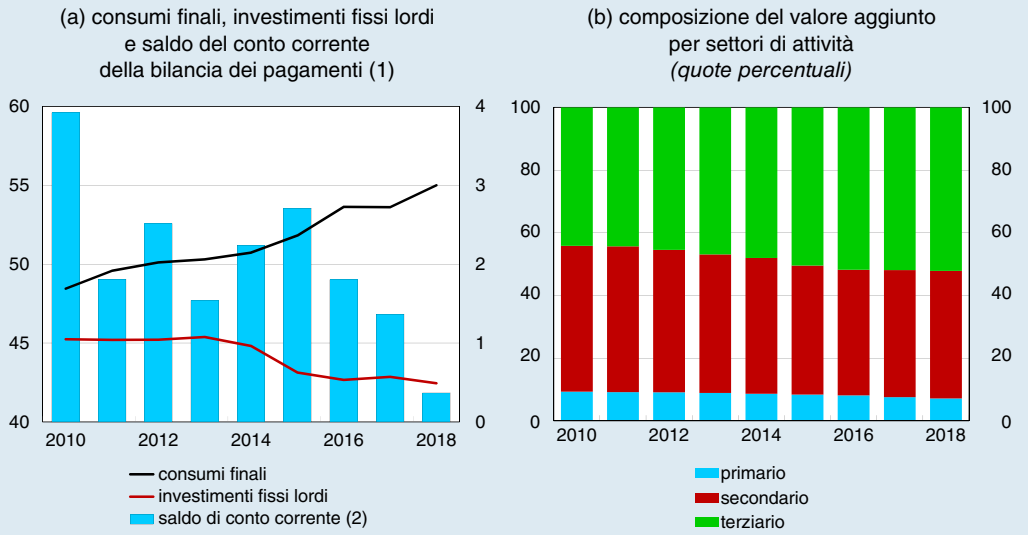
[3] *Commercio internazionale e rischi del protezionismo*, testimonianza del Capo del Servizio Economia e relazioni internazionali della Banca d'Italia G. Parigi, Senato della Repubblica, Roma, 25 ottobre 2018.

[4] S. Formai e F. Vergara Caffarelli, *Quantifying the productivity effects of global sourcing*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1075, 2016.

Nel 2018 è proseguito il ribilanciamento dell'economia cinese verso una maggiore offerta di servizi e un maggior contributo della domanda nazionale, con particolare riferimento alla spesa delle famiglie e del governo. La quota dei consumi sul PIL ha continuato a salire, raggiungendo il 55 per cento, mentre l'avanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti si è pressoché annullato (fig. 1.4).

Figura 1.4

Ricomposizione della domanda e dell'offerta in Cina



Fonte: FMI e statistiche nazionali.
(1) In percentuale del PIL. – (2) Scala di destra.

Le autorità cinesi hanno annunciato il nuovo obiettivo di crescita per il 2019, fissato nell'intervallo tra il 6,0 e il 6,5 per cento, mezzo punto percentuale in meno rispetto a quello indicato per il 2018, che appare coerente con la volontà di non interrompere la tendenza al ribilanciamento dell'economia. Nel primo trimestre dell'anno l'aumento del PIL (6,4 per cento sul periodo corrispondente) è risultato in linea con l'obiettivo.

Gli investimenti in infrastrutture hanno risentito delle politiche restrittive attuate nei confronti dei governi locali per limitare il loro indebitamento, soprattutto quello fuori bilancio che, secondo le stime dell'FMI, avrebbe raggiunto il 30 per cento del PIL. Qualora queste passività fossero incluse nel bilancio delle Amministrazioni locali, il debito pubblico consolidato arriverebbe a sfiorare il 70 per cento del prodotto[1].

Sono state introdotte misure regolamentari e prudenziali volte a ridimensionare i prestiti erogati dalle banche mediante strumenti finanziari alternativi al credito bancario tradizionale (sistema bancario ombra), con l'obiettivo di ridurre la leva finanziaria nell'economia. Tali prestiti, che avevano accelerato nel 2017, si sono contratti nella seconda metà del 2018. Il venire meno di questa fonte di finanziamento è stata solo parzialmente compensata dal ricorso alle emissioni obbligazionarie, soprattutto da parte delle imprese più grandi e di proprietà pubblica; i prestiti bancari tradizionali hanno continuato a crescere a ritmi invariati. Ne è derivato un complessivo restringimento del finanziamento all'economia: secondo i dati riportati dalla Banca dei regolamenti internazionali, alla fine del terzo trimestre del 2018, il debito delle imprese non finanziarie si collocava al 152,9 per cento del PIL, circa sette punti percentuali in meno rispetto al massimo raggiunto nel 2016. I prestiti alle famiglie hanno subito una battuta d'arresto.

[1] FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2018 e aprile 2019.

Le condizioni creditizie meno accomodanti e le tensioni commerciali con gli Stati Uniti hanno indebolito gli indicatori del clima di fiducia delle imprese cinesi; le autorità hanno risposto con misure monetarie e fiscali espansive, soprattutto a sostegno della domanda privata. Tra aprile del 2018 e maggio del 2019 la Banca centrale cinese ha abbassato ripetutamente il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche e ha adottato ulteriori misure per aumentare la liquidità e favorire il credito alle piccole e medie imprese. Il governo ha tagliato le aliquote fiscali sui redditi medio-bassi, ridotto le imposte sul valore aggiunto e stimolato gli investimenti pubblici.

Nel 2018 le autorità cinesi hanno continuato a promuovere iniziative di apertura finanziaria, innalzando le soglie di partecipazione al capitale da parte degli investitori esteri nel comparto finanziario e facilitando gli investimenti di portafoglio nel mercato azionario e obbligazionario interno, così da favorire l'inclusione di attività finanziarie cinesi nei principali indici azionari e obbligazionari globali.

In India lo scorso anno il PIL ha accelerato al 7,4 per cento, trainato dalla crescita degli investimenti pubblici in infrastrutture, aumentati di oltre il 20 per cento. Anche i consumi privati sono saliti a ritmi robusti (7,8 per cento), sostenuti dall'incremento dei redditi delle famiglie; il miglioramento delle condizioni economiche si riflette nella ricomposizione della spesa, sempre più orientata verso i consumi di beni durevoli e servizi, a scapito della componente alimentare, scesa a meno di un terzo del totale.

Tra giugno e agosto la Banca centrale indiana ha innalzato il tasso di rifinanziamento principale dal 6,0 al 6,5 per cento, per contrastare le pressioni inflazionistiche di origine esterna legate al rialzo dei prezzi del petrolio e al forte deprezzamento della rupia. La successiva rapida discesa dell'inflazione verso il limite inferiore dell'intervallo obiettivo (compreso tra il 2 e il 6 per cento) e l'indebolimento dell'attività hanno indotto l'autorità monetaria all'inizio del 2019 a riportare il tasso di riferimento sui livelli di giugno.

In Brasile la dinamica del prodotto è rimasta contenuta (all'1,1 per cento), risentendo sia del clima di incertezza politica protrattosi fino alle elezioni presidenziali dello scorso autunno, sia delle tensioni finanziarie che hanno colpito i principali paesi emergenti durante l'estate. In particolare, hanno influito i contraccolpi della crisi economica in Argentina, un mercato che assorbe circa il 20 per cento delle esportazioni manifatturiere brasiliane.

L'elevato grado di capacità inutilizzata ha limitato le pressioni inflazionistiche derivanti dal deprezzamento del real, consentendo alla Banca centrale di mantenere condizioni monetarie distese anche durante le turbolenze estive. Il disavanzo pubblico è rimasto elevato e i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche hanno continuato a evidenziare l'urgenza della riforma previdenziale: il nuovo governo ha presentato al Parlamento una proposta di riforma che prevede risparmi cumulativi per circa il 18 per cento del PIL nei prossimi dieci anni.

In Russia l'attività economica nel 2018 ha ripreso vigore (al 2,3 per cento), favorita dal rialzo dei corsi petroliferi e da un'accelerazione degli investimenti in infrastrutture. Le finanze pubbliche hanno beneficiato dei maggiori introiti derivanti dal comparto energetico. Le autorità hanno annunciato ulteriori piani di investimento in infrastrutture, anche per facilitare una maggiore diversificazione dell'economia, e

misure redistributive per ridurre l'incidenza della povertà. I vincoli dal lato dell'offerta e il deprezzamento del rublo hanno progressivamente spinto l'inflazione sopra l'obiettivo della Banca centrale (4 per cento), che dallo scorso settembre ha innalzato a più riprese il tasso di riferimento.

Il commercio internazionale e gli squilibri globali di parte corrente

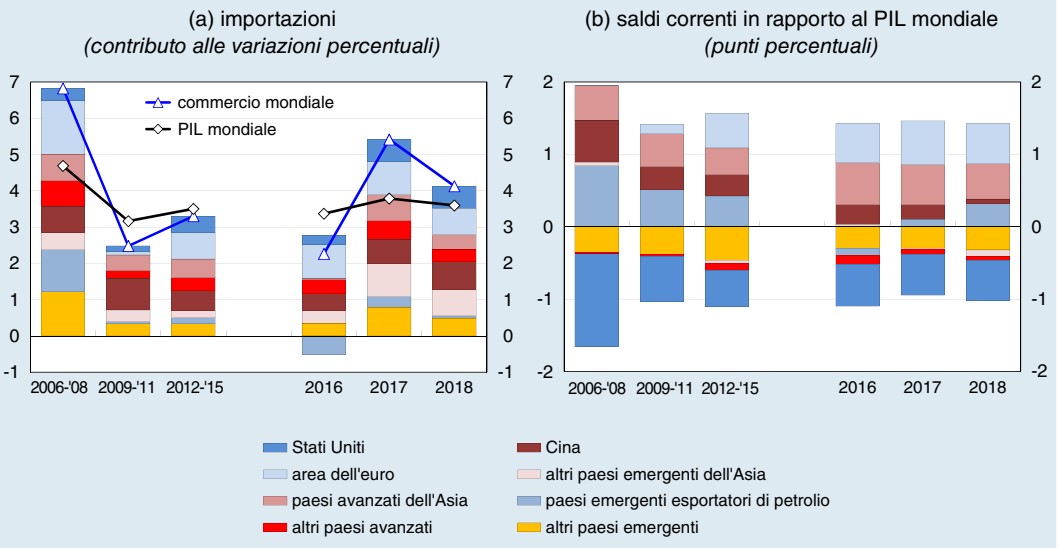
Nel 2018 le spinte protezionistiche hanno prevalso sui processi di liberalizzazione del commercio mondiale, segnando un'inversione di tendenza rispetto al biennio precedente. Secondo l'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO), nei dodici mesi terminanti in ottobre le nuove misure restrittive (tariffarie e non) alle importazioni introdotte dai paesi aderenti al WTO hanno interessato il 3 per cento degli scambi globali, il doppio degli interventi di liberalizzazione.

La crescita del commercio internazionale si è ridotta considerevolmente nel 2018, risultando appena superiore rispetto a quella del prodotto mondiale (fig. 1.5.a). Il deterioramento, concentrato soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno, ha riflesso gli aumenti tariffari introdotti da Stati Uniti e Cina sulle importazioni bilaterali (cfr. il riquadro: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni*), nonché il rallentamento dell'attività manifatturiera globale.

Gli scambi di beni e servizi hanno decelerato di oltre un punto percentuale rispetto al 2017, risentendo del rallentamento del commercio di beni soprattutto nell'area dell'euro e in Asia, che insieme pesano per quasi il 60 per cento dei flussi commerciali globali. Nel complesso dei paesi emergenti le importazioni di beni e servizi sono aumentate del 5,6 per cento, mentre quelle dei paesi avanzati sono cresciute poco più del 3 per cento.

Figura 1.5

Commercio internazionale di beni e servizi in volumi e saldi delle partite correnti nei principali paesi e aree



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2019.

Gli squilibri globali di parte corrente, valutati in rapporto al PIL mondiale, sono rimasti nel complesso invariati (fig. 1.5.b). A fronte di un incremento dell'avanzo dei paesi esportatori di petrolio, è proseguita la riduzione di quello cinese (sceso allo 0,4 per cento del prodotto interno), riflettendo sia un minore avanzo nel commercio di beni sia un ampliamento del disavanzo nella bilancia dei servizi. Anche l'avanzo del Giappone e quello dell'area dell'euro sono diminuiti marginalmente (al 3,5 e al 3,0 per cento dei rispettivi PIL); il disavanzo degli Stati Uniti è rimasto al 2,3 per cento del prodotto.

I processi di integrazione commerciale hanno continuato a essere condotti a livello bilaterale o plurilaterale, in ambito prevalentemente regionale. Le aree più attive in tal senso sono state l'Europa e l'Est asiatico. La UE ha recentemente concluso con il Giappone l'accordo regionale più ampio al mondo (*EU-Japan Economic Partnership Agreement*), coinvolgendo economie che nel complesso rappresentano quasi un terzo del PIL mondiale. L'Unione europea sta negoziando accordi commerciali anche con i paesi del Mercosur, dell'Africa e della regione caraibica e del Pacifico; ha annunciato l'avvio di negoziati con l'Australia e la Nuova Zelanda. Rimane in vigore in via provvisoria l'accordo tra la UE e il Canada (*Comprehensive Economic and Trade Agreement*, CETA), ancora in attesa della ratifica da parte dei parlamenti nazionali. In Asia, dopo la conclusione all'inizio del 2018 del *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership* (CPTPP) tra 11 paesi affacciati sul Pacifico, proseguono i negoziati per il *Regional Comprehensive Economic Partnership* (RCEP), che include l'Australia, la Cina, la Corea del Sud, il Giappone, l'India e la Nuova Zelanda e i dieci paesi dell'ASEAN.

I prezzi e i mercati delle materie prime

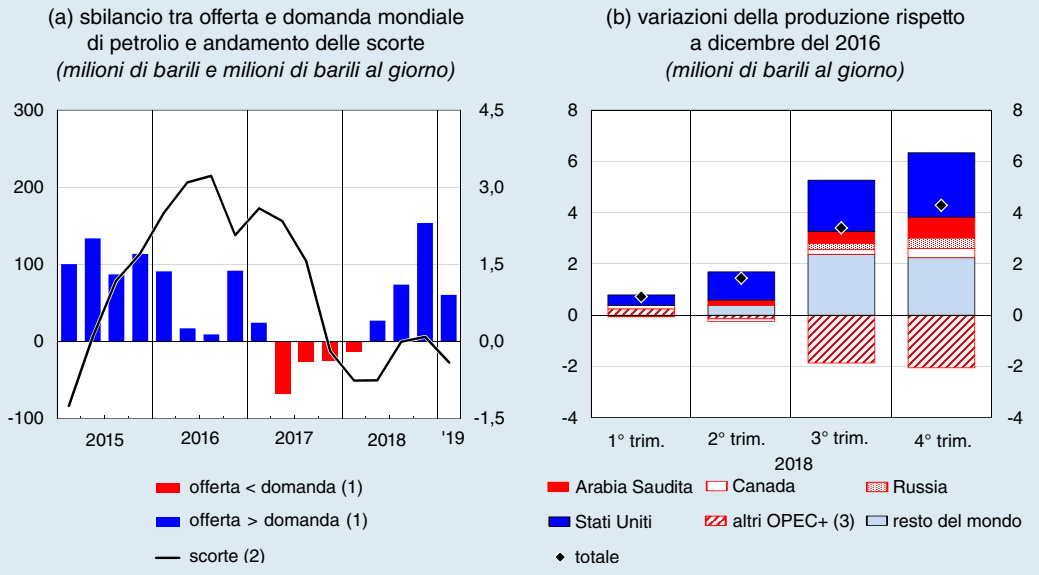
I prezzi del petrolio. – Nel 2018 i corsi petroliferi hanno subito un'ampia oscillazione, salendo fino a ottobre alla quota massima di 86 dollari al barile, poi registrando, nell'ultimo bimestre dell'anno, una flessione di quasi 40 dollari, la più marcata dal 2016. Secondo le ultime stime fornite dall'International Energy Agency (IEA) la domanda mondiale di petrolio è aumentata complessivamente di 1,3 milioni di barili al giorno (MBG) sul 2017, mentre l'offerta è cresciuta in totale di 2,7 MBG, consentendo un aumento delle scorte che dall'ultimo trimestre del 2017 erano scese al di sotto della media del quinquennio precedente (fig. 1.6.a).

L'aumento dei prezzi nella prima parte del 2018 è stato guidato da un andamento nel complesso ancora robusto dell'attività globale, dai tagli alla produzione concordati nel dicembre 2017 dall'OPEC e da altri paesi produttori tra cui la Russia (OPEC+); successivamente, ulteriori spinte al rialzo sono derivate dalla progressiva reintroduzione delle sanzioni all'Iran da parte dell'amministrazione statunitense a seguito della revoca dell'accordo sul nucleare *Joint Comprehensive Plan of Action* (JCOPA). Al termine del terzo trimestre gli operatori finanziari detenevano posizioni lunghe superiori 19 volte rispetto a quelle corte, il divario massimo registrato negli ultimi dieci anni, segnalando forti attese di un rialzo dei corsi petroliferi.

Il recupero delle quotazioni ha stimolato l'aumento della produzione di greggio negli Stati Uniti, paese che nel 2018 è diventato il primo produttore al mondo, con oltre 12 MBG (fig. 1.6.b). L'offerta statunitense è stata sospinta dal petrolio estratto con tecnologie non convenzionali (*shale*), arrivato a superare il 60 per cento

Figura 1.6

Domanda e offerta di petrolio e variazioni della produzione di greggio



Fonte: elaborazioni su dati EIA, IEA e Refinitiv.
(1) Milioni di barili al giorno. Scala di destra. – (2) Variazioni rispetto alla media del quinquennio precedente; milioni di barili. – (3) OPEC+ esclusi Arabia Saudita, Venezuela e Russia.

della produzione totale. La più elevata elasticità al prezzo della produzione *shale* ha modificato strutturalmente il settore energetico statunitense, con ricadute anche sul mercato mondiale. Il più basso rapporto tra costi fissi e costi variabili nell'estrazione da fonti non convenzionali ha consentito l'entrata sul mercato di produttori di piccola e media dimensione, che ricorrono in larga misura a finanziamenti esterni per affrontare le spese di esplorazione ed estrazione. La qualità creditizia di tali imprese è strettamente legata al valore stimato delle loro riserve di greggio e, di conseguenza, alle quotazioni del petrolio[2].

Dalla metà di ottobre le quotazioni sono scese, in seguito all'indebolimento della domanda mondiale e all'aumento della produzione in Russia, in Arabia Saudita e negli Stati Uniti. Le scorte globali sono rapidamente aumentate, riportandosi in linea con il livello medio del quinquennio precedente. Alla fine dell'anno i prezzi del petrolio hanno toccato i 50 dollari al barile; la pendenza della struttura a termine dei contratti futures è divenuta negativa, segnalando sovrabbondanza di offerta nel mercato a pronti e attese di ulteriore calo dei prezzi. La flessione dei corsi ha influito negativamente sui costi di indebitamento per i produttori non convenzionali statunitensi.

Il rinnovo degli accordi OPEC+ per nuovi tagli alla produzione a decorrere dall'inizio del 2019 – cui si sono aggiunti tagli alla produzione in Canada, nonché restrizioni alla produzione di greggio in Venezuela e in Iran per le sanzioni applicate dall'amministrazione statunitense – hanno contribuito al recupero dei prezzi del petrolio nei primi mesi dell'anno in corso e al riequilibrio del mercato.

[2] F. Ferriani e G. Veronese, *U.S. shale producers: a case of dynamic risk management,* Banca d'Italia, Temi di discussione, 1211, 2019.

I corsi delle altre materie prime. – I prezzi delle altre materie prime, in crescita dal 2017, sono nettamente diminuiti nella seconda metà del 2018: le quotazioni dei metalli sono scese del 20 per cento circa rispetto ai livelli di inizio anno, risentendo principalmente dell'indebolimento dell'attività economica in Cina. In controtendenza risultano i corsi del ferro, influenzati dall'improvvisa contrazione dell'offerta seguita al disastro ambientale a Córrego do Feijão in Brasile, da cui dipende circa il 15 per cento della produzione complessiva del paese, il secondo produttore al mondo.

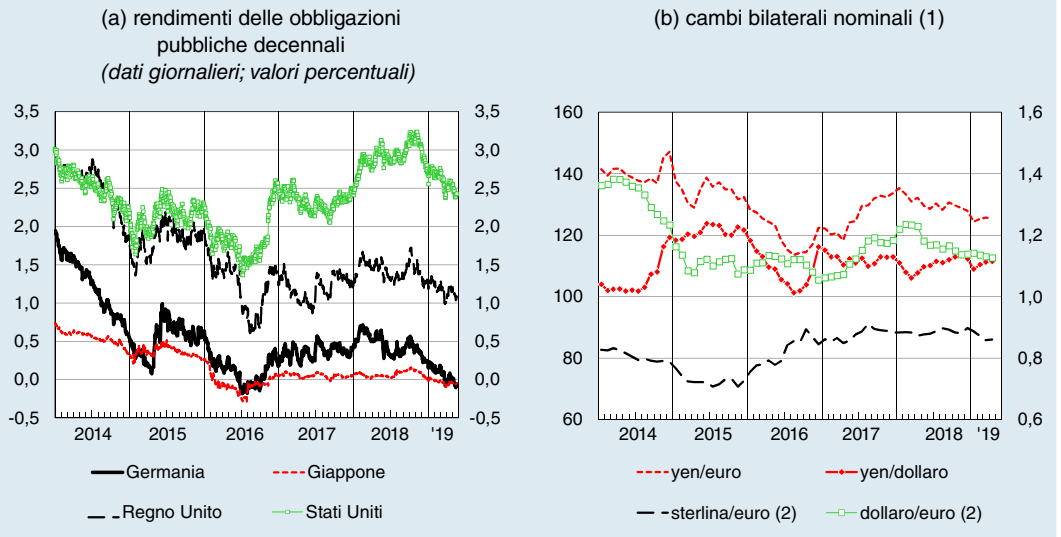
I mercati finanziari internazionali

Nel 2018 l'andamento dei mercati finanziari internazionali ha rispecchiato l'evolversi delle aspettative sull'orientamento delle politiche monetarie, le prospettive di crescita e le tensioni globali, con fasi di forte turbolenza. In febbraio i timori di una più rapida normalizzazione della politica monetaria statunitense hanno provocato un repentino aumento della volatilità e una marcata correzione al ribasso dei mercati azionari globali; nel corso dell'estate si sono verificate forti tensioni in alcuni paesi emergenti considerati più vulnerabili, come Argentina e Turchia; alla fine dell'anno una brusca diminuzione dei prezzi delle attività rischiose nei principali paesi avanzati ha riflesso l'addensarsi di rischi al ribasso sulla crescita globale e un possibile inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina.

I tassi di interesse a lungo termine nelle principali economie avanzate sono saliti in settembre, in previsione di un ulteriore rialzo del tasso di politica monetaria della Riserva federale, per poi tornare a scendere nell'ultimo bimestre con l'accentuarsi di timori di un rallentamento globale (fig. 1.7.a); la flessione è proseguita nei primi mesi del 2019, con il prevalere di un orientamento più accomodante delle principali banche centrali.

Figura 1.7

Tassi di interesse a lungo termine e tassi di cambio nei principali paesi avanzati



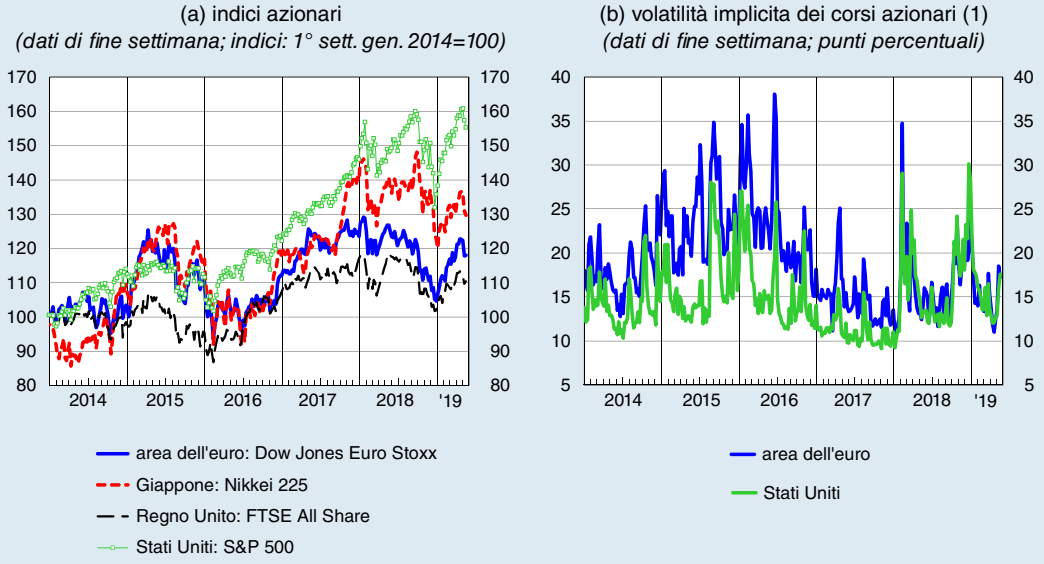
Fonte: Refinitiv, Banca d'Italia e BCE.
(1) Unità della prima valuta per unità della seconda. – (2) Scala di destra.

Dai primi mesi del 2018 il dollaro si è rivalutato nei confronti delle principali valute, per effetto sia della crescita robusta dell'economia statunitense, sia della progressiva normalizzazione della politica monetaria (fig. 1.7.b). Verso la fine dell'anno, a seguito della decisione dell'autorità monetaria di sospendere ulteriori rialzi dei tassi ufficiali, il dollaro si è deprezzato nei confronti della sterlina e dello yen; si è mantenuto invece stabile nei confronti dell'euro.

Sui mercati azionari vi sono state tensioni tra febbraio e marzo, riconducibili ai timori di una più rapida restrizione delle condizioni monetarie della Riserva federale e di un inasprimento delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina; nell'ultimo trimestre l'aumentata incertezza sulla crescita globale ha determinato una caduta degli indici azionari e un contestuale incremento negli Stati Uniti dei premi al rischio sulle obbligazioni societarie *high yield* (fig. 1.8). Nei primi mesi del 2019, in seguito all'intonazione più accomodante delle politiche monetarie dei principali paesi avanzati, la volatilità si è attenuata e i corsi azionari hanno ripreso a salire, toccando negli Stati Uniti livelli elevati.

Figura 1.8

Indici azionari e volatilità implicita nei principali paesi avanzati

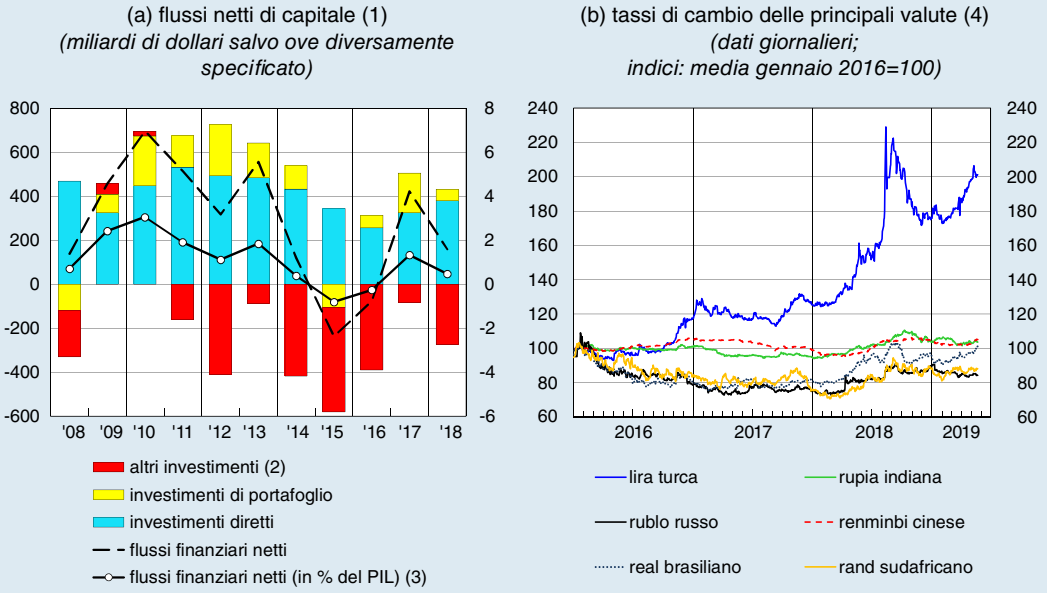


Fonte: Refinitiv.
(1) Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti.

Nelle economie emergenti le condizioni finanziarie esterne sono divenute nel complesso meno favorevoli, risentendo del processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense e della maggiore avversione al rischio degli investitori internazionali. Nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno sono stati cospicui i deflussi di capitali, il calo delle quotazioni azionarie e il deprezzamento delle valute (fig. 1.9). I fenomeni sono stati più intensi nei paesi con maggiori squilibri macroeconomici ed elevati disavanzi di parte corrente. In giugno il governo argentino, nonostante i ripetuti interventi per contrastare il deprezzamento del peso e i repentini rialzi dei tassi di interesse, ha dovuto ricorrere a un prestito dell'FMI, ulteriormente ampliato in settembre, della durata di 36 mesi, nell'ambito di un programma che prevede un drastico piano di consolidamento fiscale e di restrizione monetaria. In Turchia la

Figura 1.9

Flussi di capitali e tassi di cambio nei paesi emergenti



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Refinitiv.
(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area; esclude le variazioni delle riserve ufficiali, così come gli altri flussi riconducibili al settore ufficiale. – (2) Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività. – (3) Scala di destra. – (4) Tassi di cambio rispetto al dollaro. Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento.

Banca centrale ha attuato marcati rialzi dei tassi di interesse per contrastare i deflussi di capitale, contenere il deprezzamento della valuta e abbattere l'inflazione.

In Cina l'acuirsi delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti e il rallentamento dell'economia hanno pesato sui mercati azionari, che tra aprile e novembre hanno perso fino al 20 per cento. I flussi di capitale dall'estero sono comunque rimasti abbondanti, sostenuti dagli investimenti diretti e da quelli di portafoglio, questi ultimi soprattutto nel comparto obbligazionario attratti dalla prospettiva dell'inclusione dei titoli sovrani cinesi nell'indice globale Bloomberg-Barclays, poi avvenuta nell'aprile di quest'anno. Il renminbi si è deprezzato di circa il 5 per cento nei confronti del dollaro, ma è rimasto pressoché stabile in termini effettivi nominali. Le riserve ufficiali del paese hanno oscillato attorno ai 3.100 miliardi di dollari.

Il dibattito sulla riforma del sistema monetario internazionale e della governance globale. – Negli ultimi anni, in particolare dopo la crisi finanziaria globale, si è riacceso il dibattito sui rischi derivanti dall'elevata volatilità dei movimenti di capitale, soprattutto per le economie emergenti, caratterizzate da uno sviluppo ancora incompleto dei mercati finanziari. Si discute sull'opportunità di adottare misure di controllo sui movimenti di capitale, sulle modalità di attuazione di tali misure e sul loro coordinamento. In base al quadro di riferimento (*institutional view*) delineato dall'FMI nel 2012[3], l'eccessiva volatilità dei flussi di capitale deve essere contrastata in prima

[3] FMI, *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*, 14 novembre 2012.

istanza con appropriate politiche macroeconomiche e con un'efficace supervisione del sistema finanziario; tuttavia, in caso di rischi sistemici, è prevista la possibilità di introdurre misure restrittive sui movimenti di capitale purché trasparenti, temporanee e non discriminatorie nei confronti degli investitori esteri. L'FMI ha recentemente compilato una tassonomia delle misure sui movimenti di capitale adottate dai paesi a partire dal 2012, con l'obiettivo di integrare il quadro di riferimento e favorirne la comprensione.

Per i membri dell'OCSE la liberalizzazione dei movimenti di capitale è regolata da un Codice di condotta, definito nel 1961, con il quale i paesi si impegnano a non introdurre nuove misure restrittive e ad abolire progressivamente quelle esistenti, secondo principi di cooperazione e trasparenza. Il ricorso a misure restrittive con finalità macroprudenziali da parte di alcuni membri dell'OCSE e di importanti economie emergenti ha stimolato l'avvio di una revisione del Codice, per accrescerne la flessibilità e renderne più efficace l'applicazione. Nella versione rivista si ammette il ricorso a misure macroprudenziali, con particolare riferimento a quelle che riguardano i requisiti di liquidità in valuta per le banche.

Lo scorso anno l'Eminent Persons Group on Global Financial Governance (EPG), promosso dal G20 nel 2017, ha presentato il proprio rapporto sulla governance globale che contiene anche proposte in merito ai movimenti di capitale nell'ambito di una più ampia riforma del sistema monetario internazionale (cfr. il riquadro: *La riforma della governance globale: le proposte dell'Eminent Persons Group al G20*).

LA RIFORMA DELLA GOVERNANCE GLOBALE: LE PROPOSTE DELL'EMINENT PERSONS GROUP AL G20

Nell'aprile 2017 i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G20 avevano incaricato un gruppo di massimi esperti, denominato G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance (EPG), di elaborare delle proposte di riforma della governance dell'architettura finanziaria internazionale, volte a promuovere una crescita stabile e sostenibile e a ridefinire il ruolo del G20. Nell'ottobre 2018 è stato presentato il rapporto finale dell'EPG[1] che, in un contesto caratterizzato da spinte protezionistiche e turbolenze sui mercati finanziari globali, mira a rilanciare il dialogo multilaterale su un ampio ventaglio di tematiche. In particolare il rapporto contiene proposte per: (a) rafforzare l'impatto delle politiche per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile; (b) salvaguardare i benefici dell'integrazione finanziaria internazionale; (c) ridisegnare il ruolo del G20, il suo rapporto con le istituzioni finanziarie internazionali (IFI) e la governance di queste ultime.

Con riferimento alle politiche di sviluppo, il rapporto sottolinea che l'entità delle sfide richiede un deciso cambio di passo nella scala delle risorse, oltre che nel ruolo e nelle modalità operative delle banche multilaterali di sviluppo (BMS). L'ingente ammontare delle risorse necessarie impone un accresciuto ricorso a fonti di finanziamento private, che le BMS sono chiamate a favorire sia mediante una revisione del proprio modello di business, sia attraverso la cartolarizzazione

[1] G20-EPG, *Making the global financial system work for all. Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*, ottobre 2018.

– accuratamente condotta per realizzare un'elevata diversificazione dei rischi e il conseguente confezionamento di titoli appetibili agli investitori privati – dei prestiti erogati per il finanziamento di investimenti in infrastrutture.

Una delle proposte dell'EPG[2] sostiene tra l'altro la necessità di rivedere le metodologie per l'attribuzione del rating alle BMS nella convinzione, ampiamente condivisa, che quelle attualmente utilizzate non tengano adeguatamente conto delle peculiarità di tali istituzioni e quindi limitino oltre il dovuto la loro capacità di prestito. Un recente studio[3] valuta che l'applicazione di diverse metodologie di rating potrebbe più che raddoppiare la capacità di prestito complessiva di quattro BMS[4], mantenendo per ciascuna di esse un rating AAA. Lo stesso studio stima che, nello scenario ipotetico in cui le quattro BMS decidessero di operare con una leva finanziaria più alta accettando una riduzione marginale del proprio rating (da AAA a AA+), la loro capacità di prestito potrebbe più che triplicare, con un impatto sul costo della raccolta non superiore a 40-50 punti base[5].

Per quanto riguarda la salvaguardia dei benefici dell'integrazione finanziaria internazionale, il rapporto dell'EPG riconosce che i paesi (soprattutto le economie emergenti e in via di sviluppo) dovrebbero riuscire, con il supporto delle IFI, a dotarsi di mercati finanziari interni più strutturati, inclusivi e resilienti. Oltre a proporre il rafforzamento della sorveglianza sul sistema monetario e finanziario internazionale e una più forte e coesa rete globale di sostegno finanziario, l'EPG suggerisce di individuare un insieme di misure che possano tra l'altro limitare le eventuali ripercussioni negative sul resto del mondo delle scelte di politica economica adottate dalle maggiori economie[6].

Una recente analisi[7] mostra come i movimenti di capitale verso le economie emergenti risentano delle politiche nazionali e di quelle adottate dalle principali economie avanzate. Gli afflussi tendono a essere più consistenti nei paesi caratterizzati da una maggiore solidità finanziaria (misurata dall'indebitamento netto della Pubblica amministrazione) e in presenza di condizioni finanziarie globali particolarmente favorevoli (approssimate dalla volatilità implicita dei corsi azionari sul mercato statunitense). L'evidenza indica inoltre che la sensibilità degli investimenti di portafoglio verso i paesi emergenti a fattori sia domestici sia globali è aumentata negli ultimi cinque anni, dopo l'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense.

---

2 Proposta 5: '*Right size' capital requirements for MDBs and other infrastructure investors, given their default experience.*

3 R. Settimo, *Higher multilateral development bank lending, unchanged capital resources and triple-A rating. A possible trinity after all?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 488, 2019.

4 International Bank for Reconstruction and Development, Asian Development Bank, Interamerican Development Bank, African Development Bank.

5 Le valutazioni sull'aumento della capacità di prestito vanno considerate con cautela, poiché effettuate ipotizzando sia un'espansione del portafoglio prestiti delle BMS che ne mantenga invariata la composizione in termini di paesi prenditori di fondi, sia l'invarianza del merito di credito dei paesi prenditori di fondi e dei paesi azionisti delle BMS.

6 Proposta 11b: *Develop an understanding of policy options that enable sending countries to meet domestic objectives while avoiding large adverse international spillovers*.

7 I. Buono, F. Corneli e E. Di Stefano, *Capital inflows to emerging countries and their sensitivity to the global financial cycle*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'ECONOMIA E LE POLITICHE DI BILANCIO DELL'AREA DELL'EURO

Il PIL ha rallentato nell'area dell'euro e nei principali Stati membri, riflettendo il deterioramento del commercio mondiale e, nella fase finale dell'anno, anche un indebolimento della domanda interna. La crescita è tornata su livelli più sostenuti nel primo trimestre del 2019, ma restano deboli gli indicatori della fiducia delle imprese e delle famiglie.

La dinamica dell'inflazione si è mantenuta modesta, soprattutto per la componente di fondo, risentendo delle prospettive ancora incerte dell'economia, che hanno anche moderato la trasmissione ai prezzi dell'accelerazione dei salari.

Secondo le stime della Commissione europea la politica di bilancio dell'area è stata neutrale nel 2018 e diventerebbe lievemente espansiva nell'anno in corso; gli orientamenti di bilancio dei singoli paesi sono stati però eterogenei. Le più recenti valutazioni sugli andamenti dei conti pubblici nel lungo termine, anche sulla base delle nuove proiezioni demografiche, segnalano rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche più elevati che in passato per le maggiori economie dell'area, con l'eccezione della Germania.

La fase ciclica

La crescita, pari all'1,9 per cento nella media dell'area dell'euro, ha rallentato rispetto all'anno precedente nei principali paesi (tav. 2.1). L'attività industriale ha risentito della debolezza degli scambi con l'estero (cfr. il capitolo 1: *L'evoluzione congiunturale e il commercio internazionale*). Nel secondo semestre il settore automobilistico è stato frenato da fattori temporanei, come l'entrata in vigore della più stringente normativa sulle emissioni inquinanti, ma anche dalla flessione della domanda globale: l'impatto è stato particolarmente pronunciato in Germania e in Italia, per via dell'elevato peso del comparto e del suo indotto.

È stata accentuata la decelerazione delle esportazioni (cresciute del 3,1 per cento). Le tensioni commerciali innescate dalle misure protezionistiche, il rallentamento ciclico in Cina e l'incertezza su tempi e modi con cui il Regno Unito uscirà dall'Unione europea (UE) hanno anche contribuito a un marcato deterioramento della fiducia delle imprese, segnalato dagli esiti dei sondaggi presso i responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI). Ne è discesa una progressiva revisione al ribasso dei piani di investimento, soprattutto delle aziende più orientate alle esportazioni (cfr. il riquadro: *Tensioni commerciali, incertezza e attività economica*, in *Bollettino economico*, 4, 2018).

Tavola 2.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)
(valori concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)

PAESI	2016	2017	2018	2018				2019
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Area dell'euro (2)	2,0	2,4	1,9	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4
Francia (3)	1,1	2,3	1,7	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Germania	2,2	2,2	1,4	0,4	0,5	-0,2	0,0	0,4
Italia	1,1	1,7	0,9	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2
Spagna	3,2	3,0	2,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19 paesi. – (3) Le serie trimestrali non includono la revisione dei dati annuali diffusa il 16 maggio.

Nel complesso dell'anno la dinamica degli investimenti è rimasta comunque robusta, continuando a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli, degli ampi margini di profitto e dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva in numerosi paesi. La crescita dei consumi privati si è attenuata rispetto all'anno precedente, nonostante l'accelerazione del reddito disponibile e il buon andamento del mercato del lavoro.

Nel 2018 l'occupazione è aumentata dell'1,4 per cento e il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito, all'8,2 per cento. È in graduale crescita la quota di cittadini europei residenti in un paese diverso da quello di nascita, salita di due decimi al 5,0 per cento tra gli individui di 15-64 anni (cfr. il riquadro: *Mobilità del lavoro e assorbimento di shock nell'area dell'euro*).

MOBILITÀ DEL LAVORO E ASSORBIMENTO DI SHOCK NELL'AREA DELL'EURO

In un'area valutaria la capacità di assorbimento di fluttuazioni nella domanda di lavoro dei singoli paesi può dipendere dalla maggiore o minore mobilità geografica dei lavoratori[1]. La letteratura empirica ha tradizionalmente evidenziato come tale mobilità sia significativamente più limitata in Europa rispetto agli Stati Uniti[2]. Su tale fenomeno pesano diversi fattori, tra cui la presenza di barriere linguistiche e di limiti al riconoscimento reciproco delle qualifiche e delle esperienze professionali.

[1] E. Fahri e I. Werning, *Labor mobility within currency unions*, NBER Working Paper, 20105, 2014; C.L. House, C. Proebsting e L.L. Tesar, *Quantifying the benefits of labor mobility in a currency union*, NBER Working Paper, 25347, 2018; R.A. Mundell, *A theory of optimum currency areas*, "The American Economic Review", 51, 4, 1961, pp. 657-665.

[2] A. Arpaia, A. Kiss, B. Palvolgyi e A. Turrini, *Labour mobility and labour market adjustment in the EU,* "IZA Journal of Development and Migration", 5, 2016, pp. 1-21; R.C.M. Beyer e F. Smets, *Labour market adjustments and migration in Europe and the United States: how different?*, "Economic Policy", 30, 84, 2015, pp. 643-682; M. Dao, D. Furceri e P. Loungani, *Regional labor market adjustment in the United States: trend and cycle*, "The Review of Economics and Statistics", 99, 2, 2017, pp. 243-257.

Un recente lavoro[3], condotto sui microdati della *European Union Labour Force Survey* e dell'*American Community Survey* con riferimento al periodo 2007-2016, conferma tale risultato. Una riduzione dell'occupazione dell'1,0 per cento in un paese dell'area dell'euro[4] si associa a una maggiore mobilità verso l'estero misurata da un calo della popolazione in età da lavoro pari, in media, allo 0,2 per cento, un valore di quattro volte inferiore rispetto a quello stimato per gli Stati Uniti.

I soggetti più mobili in risposta a una variazione della domanda di lavoro sono gli individui più giovani, quelli con istruzione più elevata e quelli nati in un altro Stato (che hanno quindi già sperimentato in precedenza una migrazione). A seguito della menzionata riduzione dell'occupazione dell'1,0 per cento in un paese dell'area dell'euro, il calo della popolazione in età da lavoro è di appena lo 0,1 per cento nel caso dei nativi, ma dello 0,7 per cento per chi sia nato in un altro Stato, un valore molto simile a quello medio complessivo stimato per gli Stati Uniti[5].

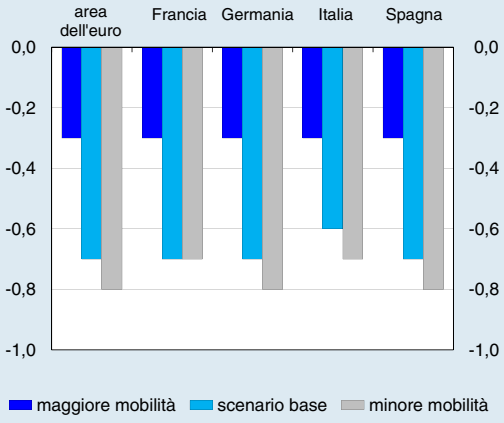
Nel periodo considerato la quota delle persone nate all'estero sul totale della popolazione in età da lavoro è aumentata in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro[6], passando in media dal 12,3 al 14,9 per cento. Sulla base delle stime ottenute, un calo dell'1,0 per cento degli occupati avrebbe comportato una diminuzione del tasso di occupazione pari a 0,8 punti percentuali in assenza di popolazione straniera (figura); la presenza di immigrati e la loro maggiore mobilità riduce di un decimo tale variazione. Gli effetti stimati sono simili nei principali paesi dell'area.

In prospettiva la maggiore integrazione tra le istituzioni del mercato del lavoro dei paesi appartenenti all'area dell'euro

Figura

Variazioni del tasso di occupazione in seguito a una diminuzione dell'1,0 per cento della domanda di lavoro (1)

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: European Union Labour Force Survey (*EU LFS*).
(1) Scenario base: variazione del tasso di occupazione in risposta a una variazione negativa dell'occupazione pari all'1,0 per cento. Scenario di maggiore mobilità: si attribuisce a tutti la mobilità stimata per i nati all'estero. Scenario di minore mobilità: si attribuisce a tutti la mobilità stimata per i nativi.

[3] G. Basso, F. D'Amuri e G. Peri, *Immigrants, labor market dynamics and adjustment to shocks in the euro area*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1195, 2018, di prossima pubblicazione su "IMF Economic Review".

[4] Una variazione dell'1,0 per cento del numero di occupati è pari approssimativamente alla metà di una deviazione standard della serie della variazione dell'occupazione nei paesi dell'area dell'euro nel periodo di analisi.

[5] G.J. Borjas, *Does immigration grease the wheels of the labor market?*, "Brookings Papers on Economic Activity", 1, 2001, pp. 69-134; B.C. Cadena e B.K. Kovak, *Immigrants equilibrate local labor markets: evidence from the Great Recession*, "American Economic Journal: Applied Economics", 8, 1, 2016, pp. 257-290.

[6] In Estonia e in Lettonia la quota di lavoratori stranieri sulla popolazione in età da lavoro è diminuita di tre punti percentuali tra il 2007 e il 2016, attestandosi rispettivamente all'11 e al 10 per cento.

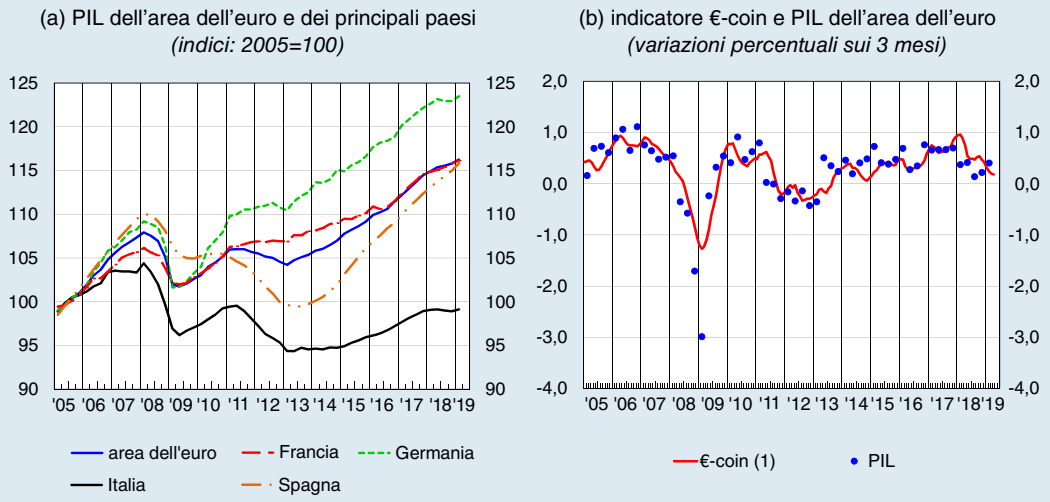
– oltre all'aumento della popolazione immigrata, più mobile di quella nativa – può ridurre l'ampio differenziale di mobilità rispetto agli Stati Uniti.

Tuttavia l'affidamento esclusivo alla mobilità della popolazione come meccanismo di aggiustamento a fronte di shock idiosincratici, in assenza di riaggiustamenti strutturali dell'economia, comporta anche rischi. Infatti i flussi migratori, che coinvolgono con maggiore probabilità i soggetti più giovani, più istruiti, e spesso anche più intraprendenti, se prolungati nel tempo potrebbero depauperare in via permanente il capitale umano di un paese, riducendone le prospettive di crescita di più lungo termine (cfr. il riquadro: *I rischi di brain drain dall'Italia dopo la Grande Recessione* del capitolo 8).

La crescita si è rafforzata nel primo trimestre del 2019, raggiungendo lo 0,4 per cento sul trimestre precedente, grazie soprattutto al miglioramento dell'attività in Germania e in Italia, i due paesi in cui l'attività era più marcatamente diminuita nel semestre precedente (fig. 2.1.a). Le prospettive restano però incerte; l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo[1], è sceso ulteriormente dall'inizio dell'anno, risentendo del calo della fiducia delle imprese e delle famiglie; si collocava nell'aprile scorso sui livelli minimi dall'inizio del 2015 (0,18; fig. 2.1.b).

Figura 2.1

PIL dell'area dell'euro e €-coin



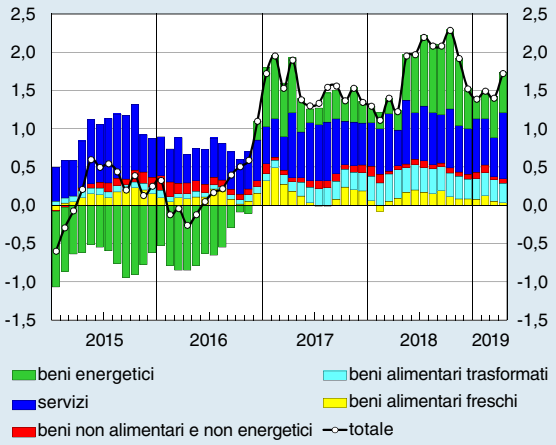
Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori coincidenti del ciclo economico dell'area dell'euro (€-coin) e dell'Italia (Ita-coin)* e sul sito della Banca d'Italia: *€-coin: aprile 2019*. La stima dell'indicatore di aprile 2019 precede la diffusione del dato di PIL relativo al 1° trimestre.

[1] L'indicatore è stato sviluppato secondo la metodologia descritta in F. Altissimo, R. Cristadoro, M. Forni, M. Lippi e G. Veronese, *New eurocoin: tracking economic growth in real time*, "The Review of Economics and Statistics", 92, 4, 2010, pp. 1024-1034, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 631, 2007. Gli aggiornamenti mensili dell'indice sono pubblicati, a partire da maggio del 2009, sul sito della Banca d'Italia e del CEPR.

Nel 2018 l'inflazione al consumo dell'area dell'euro è salita in media all'1,8 per cento, ma è tornata a indebolirsi alla fine dell'anno. Fra le maggiori economie l'incremento dei prezzi è stato robusto in Francia e in Germania (2,1 e 1,9 per cento, rispettivamente), moderato in Italia (1,2 per cento). Nell'anno l'aumento dei prezzi è stato in larga parte ascrivibile all'accelerazione di quelli dei beni energetici (fig. 2.2).

Figura 2.2

Inflazione nell'area dell'euro e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Nonostante il rafforzamento della crescita dei salari, l'inflazione al netto delle componenti più volatili si è mantenuta modesta, all'1,0 per cento, riflettendo il debole sostegno proveniente dalla domanda aggregata (cfr. il riquadro: *Perché la crescita dei salari non si è ancora trasmessa ai prezzi?*). Solo in otto paesi dell'area (che incidono per il 37 per cento sull'indice complessivo) la crescita dei prezzi non alimentari e non energetici è risultata superiore all'1,0 per cento, appena in sei (che pesano per il 5 per cento) all'1,5.

PERCHÉ LA CRESCITA DEI SALARI NON SI È ANCORA TRASMESSA AI PREZZI?

Dalla fine del 2016 la dinamica delle retribuzioni per occupato nell'area dell'euro si è sensibilmente rafforzata in tutti i principali paesi: per il complesso dell'area si è portata nel 2018 al 2,2 per cento, in Italia al 2,0, in Germania al 3,0. Al contempo l'inflazione di fondo, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto delle componenti dei beni energetici e alimentari, è rimasta debole, su valori modesti in prospettiva storica e al di sotto delle previsioni iniziali. Ciò segnala una trasmissione incompleta delle pressioni all'origine alla dinamica dei prezzi.

L'evidenza suggerisce che l'elasticità dei prezzi al consumo ai salari non è costante, ma dipende dalla natura degli shock che colpiscono l'economia; è maggiore quando le prospettive della domanda aggregata sono favorevoli e in grado di autosostenersi, minore in altri casi. Questa regolarità è confermata da valutazioni basate su un modello autoregressivo vettoriale di tipo strutturale, stimato nel periodo 1999-2018 per l'area dell'euro, che comprende le principali variabili macroeconomiche (prodotto interno lordo, inflazione di fondo, retribuzioni per occupato, produttività del lavoro, tasso di disoccupazione e una misura dell'orientamento della politica monetaria)[1].

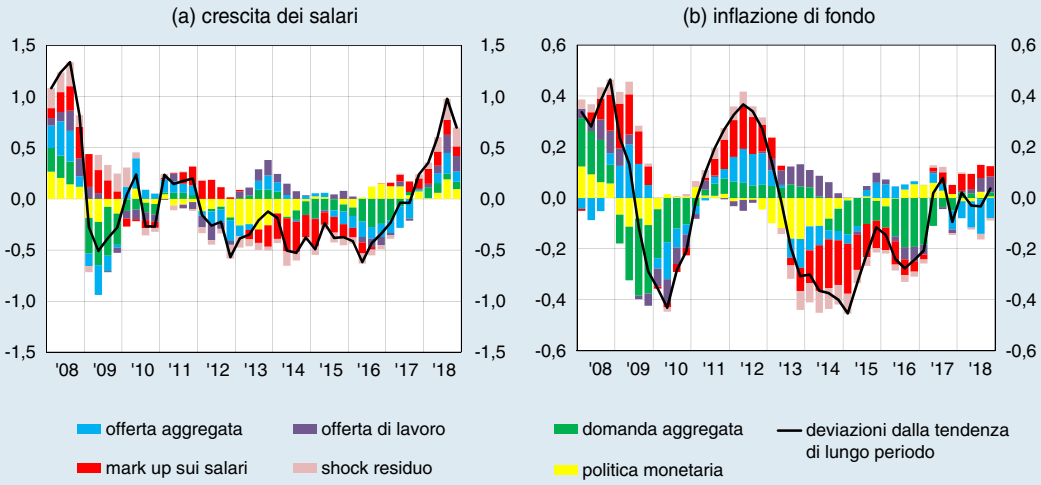
[1] A.M. Conti e A. Nobili, *Wages and prices in the euro area: exploring the nexus*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La trasmissione ai prezzi degli aumenti salarali (*pass-through*) è più forte in presenza di uno shock autonomo alla domanda aggregata; è invece più debole quando all'origine degli incrementi retributivi vi è solo l'impatto dell'orientamento espansivo della politica monetaria; può infine annullarsi nel caso di shock positivi di offerta aggregata, come le innovazioni tecnologiche o un aumento della concorrenza che determinano un incremento della produttività del lavoro e un aumento dei salari a fronte di una riduzione dei prezzi al consumo. Questi risultati sono in linea con studi recenti condotti con riferimento alle maggiori economie dell'area e ai principali settori di attività economica[2].

Nel biennio 2017-18 la dinamica dei salari nell'area è stata sostenuta in parte rilevante dalla politica monetaria particolarmente espansiva, che comporta in media un *pass-through* più debole sui prezzi, e si è associata a una riduzione dei margini di profitto delle imprese; il contributo autonomo di un aumento della domanda aggregata in grado di autosostenersi è stato molto contenuto e resta ancora tenue (figura).

Figura

Contributi di diversi *shock* alla dinamica dei salari e dei prezzi
(punti percentuali; in deviazioni rispetto alla media di lungo periodo)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

[2] E. Bobeica, M. Ciccarelli e I. Vansteenkiste, *The link between labor cost and price inflation in the euro area*, European Central Bank, Working Paper Series, 2235, 2019; J.E. Gumiel e E. Hahn, *Il ruolo dei salari nel rialzo dell'inflazione*, in BCE, *Bollettino economico*, 5, 2018.

A fronte della perdurante debolezza delle componenti di fondo, la variazione dei prezzi dei beni energetici rispetto al periodo corrispondente del 2017 è salita dal 2,2 per cento nel primo trimestre a oltre il 9 nel terzo, per poi diminuire bruscamente alla fine dell'anno (6,4 per cento nella media del 2018).

Le prospettive per l'inflazione rimangono moderate. Secondo le aspettative di medio termine degli operatori professionali censiti da Consensus Economics in maggio, nell'anno in corso la crescita dei prezzi dell'area rimarrebbe contenuta, all'1,4

per cento, e resterebbe sullo stesso valore anche nel 2020. Indicazioni di un andamento ancora più modesto sono desumibili dai mercati finanziari: alla fine di aprile le attese di inflazione ricavate dai rendimenti degli *inflation swaps* sull'orizzonte a due e cinque anni erano pari, in entrambi i casi, all'1,1 per cento.

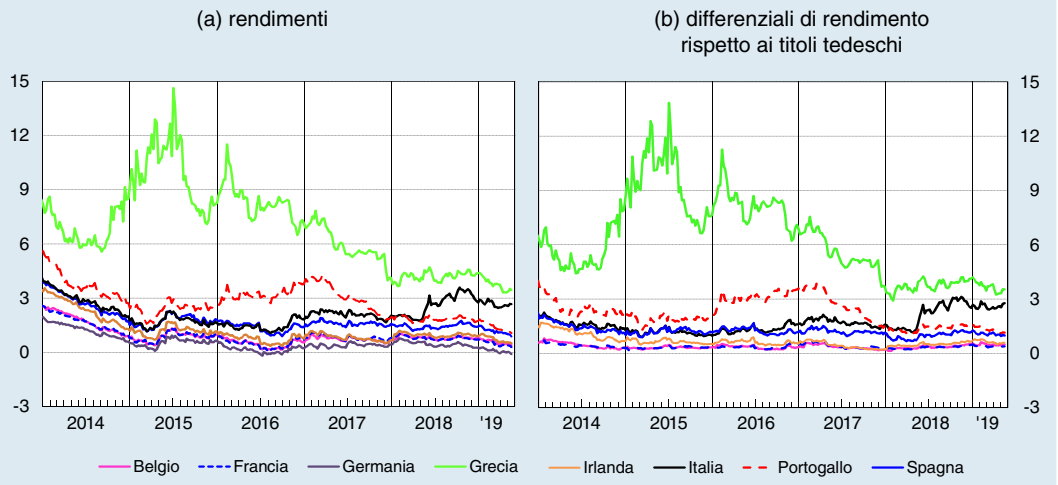
I mercati finanziari

Nel 2018 le condizioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno risentito dell'incertezza sulle politiche economiche in diversi paesi, delle tensioni commerciali a livello globale e, negli ultimi mesi, del deterioramento del quadro congiunturale.

Il rallentamento dell'economia, che ha indotto una maggiore gradualità nel processo di normalizzazione della politica monetaria, ha contribuito alla diminuzione del rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi, di circa 20 punti base (fig. 2.3).

Figura 2.3

Rendimenti e differenziali di rendimento dei titoli di Stato
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

I premi per il rischio di credito sovrano, misurati dal differenziale tra i rendimenti decennali dei titoli di Stato e quelli tedeschi, sono aumentati moderatamente, riflettendo i segnali di indebolimento della congiuntura; non si sono tuttavia trasmesse ad altri paesi le tensioni osservate nel mercato dei titoli di Stato italiani (cfr. il riquadro: *L'andamento dello spread sovrano dell'Italia* del capitolo 14).

Una ricomposizione dei portafogli da attività più rischiose verso i titoli di Stato è stata indotta dalla maggiore incertezza globale. I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie in euro sono saliti sia nel comparto *investment grade* sia in quello *high yield*.

I corsi azionari delle società dell'area sono diminuiti, sospinti dall'incertezza circa le tensioni commerciali a livello globale, l'orientamento della politica monetaria statunitense, le politiche economiche in Italia, il processo di uscita del Regno Unito dalla UE e, nell'ultima parte del 2018, dal peggioramento delle

prospettive della crescita mondiale e dell'area dell'euro. Il calo dell'indice generale di borsa, concentrato nel quarto trimestre, è risultato nell'anno pari al 15 per cento; il comparto bancario è sceso invece del 33 per cento. La volatilità degli indici di borsa implicita nelle opzioni ha registrato picchi elevati nei mesi di febbraio e dicembre dello scorso anno.

Nel primo quadrimestre del 2019 le condizioni sui mercati finanziari hanno beneficiato delle nuove misure espansive adottate dalla Banca centrale europea (BCE) e del rallentamento del processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense. I tassi di interesse a lungo termine sono diminuiti; il rendimento del titolo decennale tedesco ha raggiunto valori lievemente negativi.

I premi per il rischio sovrano sono scesi nella maggior parte dei paesi dell'area e gli spread sulle obbligazioni societarie sono diminuiti. I corsi azionari hanno recuperato le perdite registrate nel quarto trimestre e la volatilità delle quotazioni implicita nelle opzioni si è ridotta significativamente.

A partire da maggio l'acuirsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina ha tuttavia determinato un incremento dell'avversione al rischio che si è tradotto in un sensibile calo delle quotazioni azionarie, un rialzo della volatilità implicita e un aumento degli spread sulle obbligazioni pubbliche e private.

Le politiche di bilancio

L'orientamento della politica di bilancio. – Secondo le più recenti previsioni della Commissione europea, nel 2018 l'orientamento della politica di bilancio dell'area, misurato dalla variazione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, è stato sostanzialmente neutrale, in linea con quanto verificatosi dal 2014. Tale risultato è coerente con le raccomandazioni espresse nel novembre 2017 dalla Commissione che, considerando la ripresa economica allora prevista, gli alti livelli di debito pubblico ereditati dalla crisi e l'allora attesa ricalibrazione dell'acquisto di titoli da parte della BCE, valutava che un orientamento sostanzialmente neutrale della politica di bilancio nella media dell'area avrebbe garantito un equilibrio tra la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche e la stabilizzazione macroeconomica a breve.

Con riferimento alle maggiori economie, la politica di bilancio è stata restrittiva in Germania dove l'ampliamento dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo è stato pari a 0,7 punti percentuali del PIL, a fronte di uno scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (output gap) positivo e di un peso del debito pubblico pari al 60,9 per cento del PIL. Tra i principali paesi caratterizzati da un rapporto tra il debito e il prodotto superiore a quello medio dell'area l'orientamento è stato eterogeneo: in presenza di condizioni cicliche favorevoli la politica di bilancio è stata lievemente espansiva in Spagna e restrittiva in Portogallo; l'orientamento è stato invece neutrale in Belgio, in Francia e in Italia, l'unico paese dell'area insieme alla Grecia dove l'output gap è stato negativo.

Per il 2019 la Commissione europea prevede una riduzione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico pari a 0,4 punti percentuali del PIL.

Nella raccomandazione per la politica di bilancio nell'area dell'euro nel biennio 2019-2020[2], proposta al Consiglio lo scorso novembre, la Commissione auspicava il ritorno a posizioni di bilancio che consentissero in prospettiva il pieno operare degli stabilizzatori automatici nei paesi dell'area con livelli elevati di debito pubblico, il sostegno degli investimenti privati e pubblici e il miglioramento della qualità e della composizione del bilancio. Lo scorso gennaio il Consiglio della UE ha condiviso queste indicazioni[3], evidenziando anche che il rafforzamento della sostenibilità di bilancio dell'area e dei suoi Stati membri richiede politiche nazionali differenziate, tenendo conto degli spillover tra paesi.

I risultati di bilancio nel 2018 e le previsioni per il 2019. – È continuato il processo di riduzione del disavanzo nella media dei paesi dell'area; quest'ultimo è sceso allo 0,5 per cento del prodotto, dall'1,0 per cento del 2017. Il miglioramento è legato soprattutto a un avanzo primario più elevato in rapporto al PIL (1,3 per cento; 1,0 nel 2017); vi ha contribuito anche la riduzione della spesa per interessi (0,1 punti percentuali del prodotto, all'1,8 per cento). Nelle previsioni della Commissione il disavanzo aumenterebbe nel 2019: in Francia supererebbe il 3 per cento del PIL, in Italia e Spagna sarebbe rispettivamente pari al 2,5 e al 2,3; la Germania registrerebbe un avanzo dell'1,0 per cento.

Il peso del debito pubblico sul prodotto per il complesso dell'area dell'euro si è ridotto di due punti percentuali, all'87,1 per cento. Il calo riflette non solo l'avanzo primario, ma anche l'effetto di una crescita del PIL nominale superiore all'onere medio del debito; un insieme di altri fattori ne hanno determinato l'incremento per 0,3 punti percentuali del prodotto. Il rapporto tra il debito e il PIL è sceso in Germania e in Spagna; si è stabilizzato in Francia ed è aumentato in Italia.

Nelle previsioni della Commissione per l'anno in corso il peso del debito pubblico sul prodotto si ridurrebbe nell'area dell'euro. Con riferimento alle principali economie, la diminuzione del debito sarebbe più ampia in Germania (2,5 punti percentuali) e in Spagna (quasi un punto). Il rapporto tra il debito e il PIL aumenterebbe in Francia e in Italia (di 0,6 e 1,6 punti percentuali, rispettivamente).

La sostenibilità delle finanze pubbliche e la revisione degli obiettivi di medio termine. – A maggio del 2018 la Commissione ha aggiornato le stime delle spese connesse con l'invecchiamento della popolazione[4]. Alla luce di queste nuove proiezioni e delle più recenti valutazioni sull'andamento strutturale dei conti pubblici nei primi mesi del 2019 la Commissione ha rivisto sia la valutazione dei rischi connessi con le finanze pubbliche sia gli obiettivi di medio termine (OMT) minimi[5] dei diversi paesi.

---

[2] Commissione europea, *Raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2018) 759 final, 2018.

[3] Consiglio della UE, *Semestre europeo 2019: orientamenti macroeconomici e di bilancio rivolti agli Stati membri*, conclusioni del Consiglio Ecofin, 22 gennaio 2019.

[4] Commissione europea, *The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2016-2070)*, Institutional Paper, 79, 2018.

[5] La scelta dell'obiettivo di medio termine è di competenza di ciascun paese; tuttavia il valore prescelto non può essere meno ambizioso di quello minimo calcolato dalla Commissione e aggiornato ogni tre anni.

In particolare lo scorso gennaio la Commissione ha aggiornato le valutazioni periodiche sulla sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi dell'Unione europea (per le considerazioni che riguardano l'Italia, cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*)[6]. Tali valutazioni si basano su indicatori di breve, di medio e di lungo periodo; a ciascun paese viene assegnato un livello di rischio sui diversi orizzonti temporali. Secondo la Commissione vi è un basso livello di rischio nel breve periodo per tutti i paesi dell'area, ad esclusione di Cipro. Per le principali economie europee, mentre le valutazioni del rischio nel medio periodo sono rimaste invariate rispetto a quelle pubblicate nel 2016, sono peggiorate quelle relative al lungo periodo, con l'eccezione della Germania.

Lo scorso aprile[7] la Commissione europea ha inoltre effettuato la revisione triennale dei valori degli OMT minimi per i diversi paesi dell'area. Gli obiettivi sono fissati in modo tale da garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche e adeguati spazi per l'utilizzo degli stabilizzatori automatici nelle fasi cicliche avverse. Sono stati confermati, o resi meno vincolanti, gli OMT minimi delle maggiori economie, con l'eccezione dell'Italia.

La Procedura per i disavanzi eccessivi e la Procedura per gli squilibri macroeconomici. – A giugno del 2018 la Procedura per i disavanzi eccessivi è stata chiusa nei confronti della Francia; rimane aperta esclusivamente quella che riguarda la Spagna; lo scorso novembre la Commissione europea valutava che anche questa Procedura sarebbe stata chiusa nell'anno in corso, sulla base delle stime per il disavanzo del triennio 2018-2020.

Nello stesso mese, sulla base dei documenti programmatici di bilancio per il 2019, la Commissione ha indicato rischi particolarmente gravi di violazione del Patto di stabilità e crescita per l'Italia (cfr. il riquadro: *Il ciclo di bilancio nel contesto del semestre europeo* del capitolo 11); ha inoltre rilevato rischi di violazione delle regole di bilancio europee, limitatamente alla parte preventiva del Patto, in quattro paesi (Belgio, Francia, Portogallo, Slovenia).

Nell'ambito della Procedura per gli squilibri macroeconomici, lo scorso febbraio la Commissione europea ha pubblicato i risultati delle analisi approfondite relative ai 13 paesi dell'Unione per i quali aveva riscontrato nei mesi precedenti la presenza di squilibri. Tra questi si annoverano le 4 principali economie dell'area dell'euro, per 3 delle quali gli squilibri sono ritenuti non eccessivi: per la Germania continua a pesare la presenza di un ampio avanzo delle partite correnti, legato soprattutto al basso livello di investimenti; per Francia e Spagna la valutazione è determinata prevalentemente dalla presenza di un elevato debito pubblico e privato; ulteriori fattori di rischio in Spagna sono rappresentati dal tasso di disoccupazione ancora elevato e dal forte dualismo nel mercato del lavoro.

L'Italia, insieme a Cipro e alla Grecia[8], è considerata un paese che presenta squilibri macroeconomici eccessivi. Secondo la Commissione i principali fattori

[6] Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2018*, Institutional Paper, 94, 2019. Il precedente rapporto è stato pubblicato nel 2016.

[7] Commissione europea, *Vade Mecum on the Stability & Growth Pact*, Institutional Paper, 101, 2019.

[8] La Grecia, dopo essere uscita dal piano di assistenza finanziaria nell'estate del 2018, ha partecipato per la prima volta all'esercizio valutativo.

di rischio continuano a essere l'elevato debito pubblico e la debole dinamica della produttività, in larga parte dovuta agli scarsi investimenti e innovazione, alle barriere alla concorrenza, alle debolezze nel settore pubblico e a un contesto operativo non favorevole[9]. La Commissione ha anche rilevato che in Italia l'ineguaglianza è elevata, con le maggiori differenze territoriali negli indicatori relativi a povertà ed esclusione sociale; il livello di istruzione, specialmente nel Mezzogiorno, è basso.

Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà. – Nell'agosto dello scorso anno si è chiuso il programma di assistenza finanziaria erogato alla Grecia dal Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM). Nelle valutazioni della Commissione europea durante tale programma la Grecia ha realizzato un vasto insieme di riforme e ha migliorato la sostenibilità delle finanze pubbliche. Le autorità greche si sono impegnate a mantenere un avanzo primario pari al 3,5 per cento del prodotto fino al 2022; l'Eurogruppo ha valutato positivamente tale impegno.

Nel 2018 l'avanzo primario in Grecia è stato pari al 4,4 per cento del PIL e il rapporto tra il debito e il prodotto ha raggiunto il 181,1 per cento. Nelle previsioni della Commissione l'avanzo primario sarebbe pari al 4,0 per cento nel 2019 e al 3,6 nel 2020; il peso del debito sul PIL scenderebbe significativamente nell'anno in corso e nel successivo, arrivando al 168,9 per cento nel 2020.

La governance economica europea

Sono proseguite le iniziative degli Stati membri e delle istituzioni comunitarie per la riforma della governance europea. Nonostante l'adozione di diverse misure legislative in ambito finanziario, i progressi sono stati limitati.

A maggio dello scorso anno la Commissione, nell'ambito della preparazione del bilancio a lungo termine dell'Unione europea per il periodo 2021-27[10], ha proposto la creazione di una Funzione europea di stabilizzazione degli investimenti (European Investment Stabilisation Function, EISF), capace di fornire in tempi rapidi fondi per finanziare investimenti pubblici in casi di forti shock riguardanti singoli paesi. Le caratteristiche dei prestiti e delle agevolazioni sul tasso di interesse verrebbero stabilite dalla Commissione in base a criteri prefissati, tra cui la severità delle condizioni cicliche. I prestiti sarebbero assistiti da una garanzia a carico del bilancio della UE fino a un massimo di 30 miliardi. Per limitare l'azzardo morale da parte degli Stati, al finanziamento potrebbero accedere solo i paesi in regola con il quadro di sorveglianza macroeconomica e di bilancio.

Lo scorso giugno Francia e Germania hanno firmato a Meseberg una dichiarazione comune che incoraggia, tra l'altro, diverse riforme della governance dell'Unione economica e monetaria. In primo luogo la dichiarazione prefigurava un'estensione del ruolo dell'ESM per gestire una rete di protezione pubblica di ultima istanza (*backstop*)

[9] Per un'analisi di questi temi, cfr. M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *La crescita della produttività in Italia: la storia di un cambiamento al rallentatore*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

[10] *Audizione su quadro finanziario pluriennale 2021-2027 dell'Unione europea*, traccia della testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia P. Sestito, Camera dei deputati, Roma, 3 aprile 2019.

del Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM). Il *backstop* verrebbe utilizzato qualora le risorse dell'SRM non fossero sufficienti in caso di crisi bancarie. In secondo luogo si auspicava il rafforzamento dei compiti dell'ESM nel prevenire o gestire crisi sovrane, aumentando le possibilità di intervenire con prestiti a sostegno di Stati in difficoltà. Successivamente l'ESM si trasformerebbe da istituzione basata su un accordo intergovernativo a una appartenente al diritto comunitario. La posizione franco-tedesca è inoltre favorevole alla costituzione di uno schema europeo di garanzia dei depositi bancari, terzo pilastro dell'Unione bancaria, condizionata però a una preventiva e significativa riduzione dei rischi. La dichiarazione fa anche riferimento alla necessità di creare un bilancio separato dell'area dell'euro. Tale bilancio dovrebbe promuovere competitività, convergenza e stabilizzazione e prevedere la realizzazione di uno strumento di stabilizzazione macroeconomica. Su quest'ultimo punto le posizioni dei diversi paesi della UE restano tuttavia molto distanti.

Nella riunione di dicembre il vertice dei Capi di Stato ha accolto la proposta di rafforzare il ruolo dell'ESM, in particolare con riguardo alla gestione del *backstop* per le crisi bancarie. Il meccanismo sarà tuttavia reso operativo soltanto dopo la riduzione dei rischi nei bilanci delle banche, in particolare con il calo dell'incidenza dei crediti deteriorati al di sotto di soglie predeterminate. La prima verifica avrà luogo nel corso del 2020. Si è convenuto di proseguire la discussione sulla realizzazione di un bilancio dell'area dell'euro, ma non è stato raggiunto un consenso sulla creazione di uno strumento di stabilizzazione macroeconomica. Riguardo allo schema di assicurazione dei depositi, l'Eurogruppo ha costituito un gruppo di lavoro di alto livello che dovrà formulare nuove proposte entro il primo semestre di quest'anno. Infine è stata approvata l'introduzione, in prospettiva, di una modifica all'attuale disciplina delle clausole di azione collettiva che si applicano ai titoli emessi dai paesi dell'area dell'euro.

Lo scorso dicembre è stato raggiunto un accordo tra Parlamento e Consiglio sulle iniziative legislative in materia bancaria (cosiddetto pacchetto bancario), da tempo in corso di negoziazione. Il pacchetto include, tra l'altro, misure per allineare la normativa europea agli standard internazionali con l'introduzione di requisiti in materia di leva finanziaria e di liquidità, nonché di requisiti relativi alla capacità di assorbimento delle perdite[11] (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). È continuato il lavoro già promosso dal Consiglio della UE nel 2017 e finalizzato alla riduzione degli elevati livelli di crediti deteriorati che caratterizzano diversi sistemi bancari[12]; l'anno scorso la Commissione europea ha proposto diverse misure legislative, inclusa una proposta di regolamento, su cui di recente è stato trovato un accordo, per introdurre livelli minimi comuni di copertura dei crediti di nuova costituzione che successivamente dovessero diventare deteriorati.

Infine sono state approvate quasi tutte le proposte legislative della Commissione per promuovere l'Unione dei mercati dei capitali in Europa. Il progetto, avviato nel 2015, mira a integrare i mercati nazionali e a diversificare le fonti di finanziamento all'economia, attenuando l'elevata dipendenza dal finanziamento bancario delle imprese europee.

---

[11] Si tratta della capacità totale di assorbimento delle perdite (*total loss-absorbing capacity*, TLAC) per le banche globali e sistemiche e del requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) per le altre banche.

[12] Consiglio dell'Unione europea, *Conclusioni del Consiglio sul piano d'azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa*, comunicato stampa dell'11 luglio 2017.

Nei mesi scorsi il Parlamento europeo e il Consiglio hanno raggiunto accordi su diversi punti, tra cui: un regime europeo per un prodotto pensionistico individuale che ne favorisca la portabilità tra paesi; un trattamento prudenziale differenziato delle imprese di investimento, rafforzato per le più grandi e semplificato per le più piccole; la riduzione degli ostacoli alla distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento; regole uniformi per la ristrutturazione preventiva di imprese in crisi; un regime armonizzato sulle obbligazioni garantite (covered bond), per una maggiore integrazione dei mercati nazionali di questi prodotti.

La Commissione ha inoltre avviato due nuovi piani di azione che riguardano il settore finanziario. Il primo ha per obiettivo l'utilizzo di tecnologie innovative nell'offerta di servizi finanziari (FinTech); il progetto prevede l'esame degli sviluppi tecnologici e limitati interventi legislativi, tra cui la proposta per un regime armonizzato in materia di crowdfunding. L'altro piano di azione, per il quale sono già state adottate alcune misure, riguarda la finanza per la crescita sostenibile.

Nonostante i risultati sopra indicati, i progressi in direzione di un'effettiva integrazione dei mercati dei capitali sono tuttora limitati. Da un lato le misure, per iniziare a produrre effetti, dovranno essere recepite negli ordinamenti nazionali; dall'altro permangono ancora ostacoli dovuti alle forti differenze tra le normative nazionali, in particolare per quanto riguarda il diritto societario e quello fallimentare, la tassazione e le prassi di vigilanza sui mercati finanziari.

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha gradualmente ridotto gli acquisti netti condotti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), terminandoli alla fine del 2018; ha nel contempo mantenuto un significativo grado di accomodamento monetario, comunicando l'intenzione di lasciare invariati i tassi ufficiali per un periodo prolungato e di continuare a reinvestire integralmente le attività in scadenza acquistate nell'ambito dell'APP ben oltre la data del loro primo rialzo.

La rimodulazione molto graduale degli strumenti di politica monetaria ha risposto da un lato alla scomparsa dei rischi di deflazione che si erano manifestati negli anni precedenti, dall'altro alla necessità di tenere conto della persistente incertezza sull'evoluzione dell'attività economica e sulla velocità di recupero dell'inflazione verso valori inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Nell'ultima parte dello scorso anno e agli inizi del 2019, le tensioni globali si sono tradotte in un indebolimento sia delle prospettive di crescita sia dell'inflazione effettiva e attesa. In marzo il Consiglio ha annunciato un insieme di decisioni, tra cui una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, volte a prolungare il mantenimento di un orientamento monetario espansivo e a preservare la sua piena trasmissione all'economia reale. Il Consiglio ha inoltre ribadito di essere pronto a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione, intervenendo, se necessario, a sostenere l'espansione economica e ad assicurare così le condizioni per uno stabile recupero dell'inflazione.

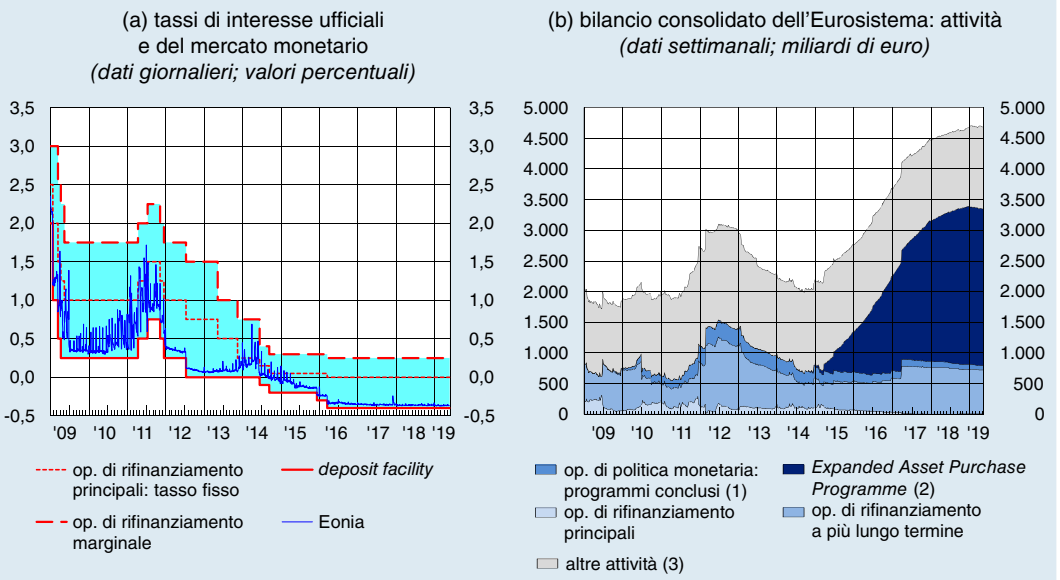
L'azione di politica monetaria

Il Consiglio direttivo della BCE ha rimodulato gli strumenti di politica monetaria seguendo un approccio prudente e paziente: ha mantenuto i tassi ufficiali invariati su un livello molto basso (a 0,0 per cento per le operazioni di rifinanziamento principali e a -0,4 per cento per la *deposit facility*; fig. 3.1) e ha comunicato l'intenzione di lasciarli su questi valori per un periodo di tempo prolungato, in ogni caso ben oltre il termine degli acquisti netti nell'ambito dell'APP. Allo stesso tempo, in considerazione della scomparsa dei rischi di deflazione, ha gradualmente ridotto il ritmo degli acquisti netti di titoli, portandoli da 60 a 30 miliardi al mese da gennaio, dimezzandoli ulteriormente da ottobre, per poi terminarli in dicembre.

È tuttavia rimasta significativa l'incertezza sulla velocità di recupero dell'inflazione e sulla sua dinamica di fondo, nonché sull'ammontare e sulla rapidità di riassorbimento della capacità produttiva e della forza lavoro inutilizzate ancora presenti nell'economia. Ciò ha reso opportuno procedere con gradualità e mantenere un significativo

Figura 3.1

Tassi di interesse ufficiali nell'area dell'euro e bilancio consolidato dell'Eurosistema



Fonte: BCE e Refinitiv.
(1) Il primo e il secondo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP e CBPP2) e il programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*, SMP). – (2) Il terzo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3), il programma di acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP), il programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) e il programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP). – (3) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera.

stimolo monetario. Il Consiglio ha rafforzato le indicazioni prospettiche (*forward guidance*) sia sui tassi ufficiali sia sulla durata del pieno reinvestimento del capitale dei titoli rimborsati nell'ambito dell'APP. In giugno ha comunicato l'intenzione di lasciare i tassi di riferimento invariati almeno fino a tutta l'estate del 2019 e in ogni caso finché necessario; in dicembre ha annunciato che il reinvestimento sarebbe proseguito per un periodo di tempo prolungato dopo il primo rialzo dei tassi, e comunque fino a quando necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli.

La conclusione degli acquisti netti non ha generato reazioni avverse nei mercati finanziari. Il perdurare di un ampio stimolo monetario, garantito anche dall'elevata consistenza dei titoli in portafoglio, ha continuato a esercitare pressioni al ribasso sulla struttura a termine dei tassi di interesse. I rischi per la stabilità finanziaria che potrebbero derivare da un prolungato periodo di bassi tassi sono finora contenuti e vengono costantemente monitorati dal Consiglio. Le condizioni dei mercati finanziari sono rimaste nel complesso distese; nel settore immobiliare sono emersi segnali di valutazioni eccessive soltanto in alcune zone dell'area, dove sono all'attenzione delle autorità macroprudenziali[1]. I bassi tassi di interesse non sembrano avere finora indotto un significativo aumento della propensione al rischio delle banche nella concessione di prestiti (cfr. il riquadro: *Politica monetaria espansiva e propensione al rischio delle banche*).

[1] BCE, *Financial Stability Review*, novembre 2018.

POLITICA MONETARIA ESPANSIVA E PROPENSIONE AL RISCHIO DELLE BANCHE

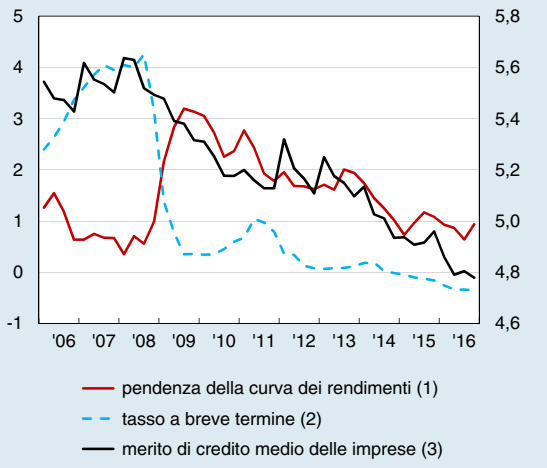
Le misure di politica monetaria non convenzionale, introdotte dalle banche centrali dei principali paesi avanzati per contrastare gli effetti della crisi finanziaria globale, hanno contribuito alla ripresa dell'attività economica e alla scomparsa dei rischi di deflazione, che nell'area dell'euro erano stati rilevanti nel 2015 e nel 2016. Secondo alcuni economisti tuttavia i tassi di interesse molto bassi e gli ingenti acquisti di attività da parte delle banche centrali, riducendo l'inclinazione della curva dei rendimenti e comprimendo il margine di interesse degli intermediari, potrebbero aver indotto questi ultimi a finanziare controparti più rischiose, alimentando rischi per la stabilità finanziaria[1].

La relazione tra pendenza della struttura a termine dei tassi di interesse e propensione al rischio delle banche è in realtà incerta: la flessione degli utili può incentivare la ricerca di rendimenti più elevati mediante una maggiore assunzione di rischio da parte degli intermediari, ma l'indebolimento dei loro bilanci potrebbe indurli a maggiore cautela[2]. I lavori empirici sinora condotti per l'area dell'euro e per alcuni dei maggiori paesi membri non hanno riscontrato una significativa correlazione negativa tra la pendenza della curva dei rendimenti e il rischio di credito[3].

L'evidenza disponibile conferma questo risultato anche per l'Italia. Dall'avvio della crisi finanziaria globale nel nostro paese, così come nel resto dell'area dell'euro, i tassi a breve termine e la pendenza della curva dei rendimenti si sono

Figura

Classe di rischio media delle imprese e tassi di interesse del mercato monetario
(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Cerved e Refinitiv.
(1) La pendenza della curva dei rendimenti è misurata dal differenziale tra il tasso Eurirs a 10 anni e il tasso Eonia. – (2) Il tasso a breve termine è il tasso Eonia. – (3) Il merito di credito medio delle imprese è calcolato come media semplice del punteggio assegnato da Cerved (z-score) alle società di capitale cui sono stati concessi nuovi prestiti in ciascun trimestre da un campione di banche selezionato dalla Banca d'Italia e rappresentativo dell'intero sistema. Lo z-score assume valori discreti, da 1 a 9, dove i punteggi maggiori sono associati alle imprese più rischiose. Scala di destra.

[1] C. Borio e H. Zhu, *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?*, BIS Working Papers, 268, 2008; F. Lambert e K. Ueda, *The effects of unconventional monetary policies on bank soundness*, IMF Working Paper, 152, 2014.

[2] G. Dell'Ariccia, L. Laeven e G.A. Suarez, *Bank leverage and monetary policy's risk-taking channel: evidence from the United States*, "The Journal of Finance", 72, 2, 2017, pp. 613-654.

[3] A. Maddaloni e J.L. Peydró, *Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: evidence from euro-area and U.S. lending standards*, "The Review of Financial Studies", 24, 6, 2011, pp. 2121-2165; G. Jiménez, S. Ongena, J.L. Peydró e J. Saurina, *Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk taking?*, "Econometrica", 82, 2, 2014, pp. 463-505; D. Bonfim e C. Soares, *The risk-taking channel of monetary policy: exploring all avenues*, "Journal of Money, Credit and Banking", di prossima pubblicazione.

progressivamente ridotti; la rischiosità media dei prestiti, misurata in base al merito di credito di un campione di oltre 400.000 società di capitale italiane[4] alle quali sono stati concessi nuovi prestiti da circa 200 intermediari italiani, ha registrato una tendenza al ribasso, che è proseguita anche durante la fase più recente di accomodamento monetario (figura).

È possibile un'analisi più accurata sulla base dei singoli rapporti creditizi tra banche e imprese, che permettono di stimare la relazione empirica tra i tassi di mercato a breve e a lungo termine e il rischio di credito associato ai nuovi prestiti bancari, controllando per altri fattori rilevanti a livello individuale. I risultati suggeriscono che all'appiattimento della curva dei rendimenti, a cui ha contribuito il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema, non ha corrisposto un aumento della propensione degli intermediari italiani ad assumere rischio di credito[5].

[4] L'attribuzione della classe di rischio delle imprese è basata sul punteggio assegnato da Cerved (z-score) agli affidatari nelle singole relazioni banca-impresa utilizzando un modello logistico per stimare la probabilità di default a due anni di un'impresa in funzione di numerosi indicatori di bilancio; lo z-score assume valori discreti, da 1 a 9, in ordine crescente con la classe di rischio.

[5] G. Ferrero, A. Nobili e G. Sene, *Credit risk-taking and maturity mismatch: the role of the yield curve*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. In aggiunta alla pendenza della curva dei rendimenti, l'analisi tiene conto di numerose altre potenziali determinanti del rischio di credito assunto dalle banche, quali l'andamento dell'attività economica, le condizioni dei mercati finanziari, le caratteristiche del bilancio degli intermediari (ad es. il modello di business, la dimensione dell'attivo, il grado di capitalizzazione, il grado di liquidità, l'incidenza dei prestiti deteriorati sull'attivo) e le caratteristiche dei singoli affidamenti (ad es. l'ammontare del prestito, il suo costo, la sua durata e il periodo di rideterminazione del tasso di interesse).

Dai primi mesi del 2019 i fattori che hanno gravato sull'attività economica nell'ultima parte del 2018 si sono rivelati più persistenti del previsto. Le prospettive per la crescita sono peggiorate e le attese di inflazione si sono ridotte. A tali sviluppi ha corrisposto la previsione di un più lento processo di riavvicinamento dell'inflazione verso l'obiettivo della BCE.

A marzo di quest'anno il Consiglio è intervenuto con nuove misure espansive; ha esteso sino alla fine del 2019 l'orizzonte minimo entro il quale i tassi ufficiali rimarranno invariati, ha ribadito che il reinvestimento delle attività acquistate nell'ambito dell'APP continuerà ben oltre la data del primo rialzo dei tassi e ha annunciato una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3). Queste operazioni avranno una durata di due anni, saranno condotte a cadenza trimestrale da settembre del 2019 a marzo del 2021 e incorporeranno incentivi per preservare condizioni creditizie favorevoli. Il Consiglio ha inoltre deciso che il soddisfacimento illimitato della domanda di liquidità delle banche, attraverso le operazioni di rifinanziamento a tasso fisso, proseguirà almeno sino a marzo del 2021.

Nel caso in cui le prospettive di medio termine dovessero peggiorare, il Consiglio ha confermato di essere pronto a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione per assicurare la convergenza dell'inflazione verso valori inferiori ma prossimi al 2 per cento.

Nel complesso, nei vent'anni trascorsi dall'avvio dell'Unione economica e monetaria l'azione di politica monetaria della BCE ha perseguito con successo l'obiettivo di mantenere nel medio termine la stabilità dei prezzi, definita come un'inflazione al consumo inferiore ma prossima al 2 per cento, nonostante le condizioni molto difficili affrontate nell'ultimo decennio[2]. La crescita dei prezzi è stata stabile, attorno al 2 per cento, fino all'avvio della crisi finanziaria globale nel 2008 e poi di quella dei debiti sovrani nel 2010; successivamente, risentendo della doppia recessione, ha registrato ampie oscillazioni (fig. 3.2). Tra l'autunno del 2013 e la fine del 2016 l'inflazione è stata al di sotto dell'1 per cento e sono emersi rischi di deflazione, riassorbiti dopo l'adozione di un ampio ventaglio di misure di accomodamento monetario, quali i programmi di acquisto di attività finanziarie, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e la riduzione del tasso di interesse sulla *deposit facility* su valori negativi[3]. In media, dal 1999 al 2018, l'inflazione nell'area dell'euro è stata pari all'1,7 per cento; in Italia è risultata di poco superiore (1,8 per cento, da valori prossimi al 20 per cento agli inizi degli anni ottanta e attorno al 5 per cento nella prima metà degli anni novanta).

Figura 3.2

Inflazione nell'area dell'euro (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)

Fonte: Eurostat.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Le operazioni di politica monetaria

Nel 2018 l'Eurosistema ha continuato a offrire liquidità alle banche mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. La liquidità fornita attraverso le operazioni di rifinanziamento, pur diminuendo di 40 miliardi, è rimasta ampia; all'inizio di maggio di quest'anno era pari a 724 miliardi. Alla flessione hanno contribuito per 9 miliardi la scadenza della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO1) e per 21 miliardi i rimborsi anticipati volontari della seconda serie di operazioni (TLTRO2).

[2] P. Hartmann e F. Smets, *The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy*, European Central Bank, Working Paper Series, 2219, 2018.

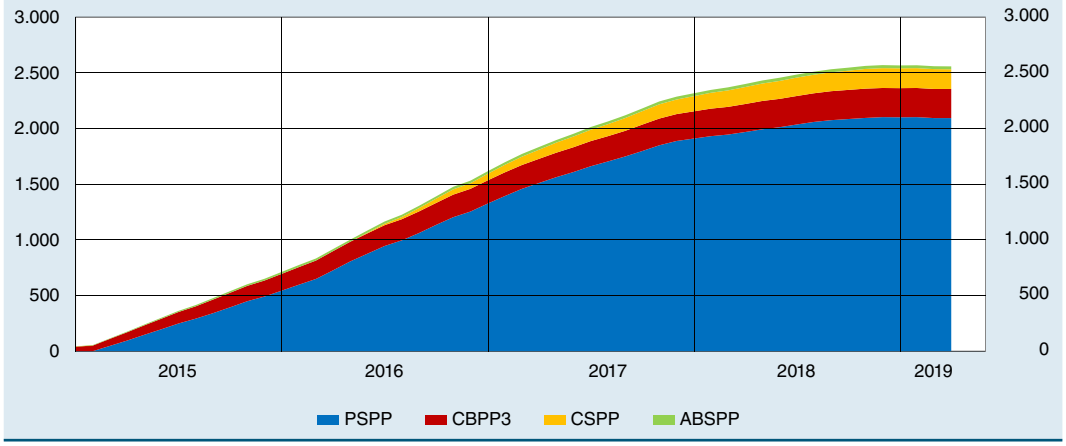
[3] S. Neri e S. Siviero, *The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks*, "Credit and Capital Markets", 51, 4, 2018, pp. 513-560, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 486, 2019.

Nel complesso la liquidità in eccesso detenuta dal sistema bancario alla fine del 2018 ammontava a 1.726 miliardi (di cui 73 da parte degli intermediari italiani).

L'Eurosistema ha effettuato acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP per un controvalore pari a circa 315 miliardi (fig. 3.3); alla fine di dicembre la dimensione dei portafogli connessi con i programmi di acquisto di titoli privati e pubblici si è portata rispettivamente a 468 e a 2.102 miliardi di euro; di questi, rispettivamente 60 e 320 erano detenuti dalla Banca d'Italia (tav. 3.1). Lo scorso anno e nei primi mesi del 2019 l'Eurosistema ha continuato a reinvestire interamente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Figura 3.3

Evoluzione dei portafogli dei titoli acquistati nell'ambito dell'APP (1)
(miliardi di euro; aprile 2019)



Fonte: BCE.
(1) Per le sigle dei programmi in legenda, cfr. la nota (2) della fig. 3.1.

Tavola 3.1

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria nell'ambito dell'APP (1)
(milioni di euro; 31 dicembre 2018)

PROGRAMMA	Eurosistema	Banca d'Italia
CBPP3	262.201	40.115
ABSPP	27.511	0
PSPP	2.102.048	320.003
CSPP	178.050	19.556

Fonte: BCE e Banca d'Italia.
(1) Per le sigle dei programmi, cfr. la nota (2) della fig. 3.1.

I tassi di interesse e il cambio dell'euro

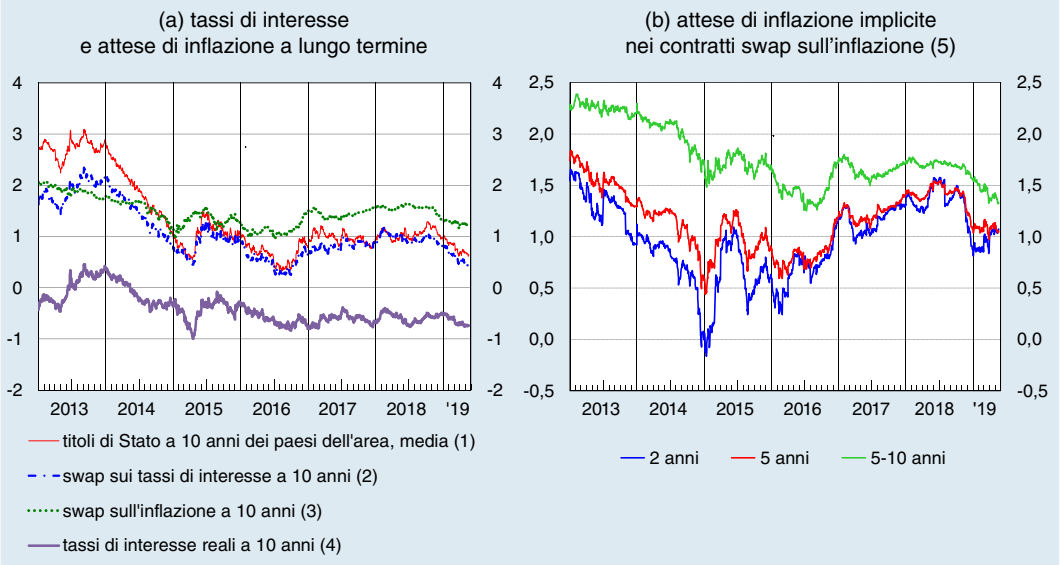
A fronte dell'abbondante liquidità detenuta dal sistema bancario presso l'Eurosistema, i tassi di interesse del mercato monetario sono rimasti stabili nel corso dell'intero anno, su valori prossimi al rendimento negativo (-0,4 per cento) della *deposit facility* (cfr. fig. 3.1).

L'ampio stimolo monetario ha contribuito a mantenere anche i rendimenti nominali a lungo termine su livelli molto contenuti. Dallo scorso autunno i tassi di interesse si sono ridotti ulteriormente, rispecchiando il calo delle attese di inflazione e il peggioramento del quadro macroeconomico. Il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni nella media dei principali paesi dell'area era pari a 0,6 per cento alla fine della seconda decade di maggio di quest'anno; alla stessa data i tassi reali a lungo termine si sono collocati a -0,7 per cento, dopo essere rimasti pressoché stabili nel 2018 e aver registrato una contrazione nei primi mesi dell'anno in corso (fig. 3.4.a).

Le aspettative di inflazione desunte dai contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi, che erano aumentate nel corso dei due anni precedenti, sono progressivamente diminuite dall'autunno, risentendo sia della flessione delle quotazioni del petrolio sia del ridimensionamento delle prospettive di crescita. Le attese sugli orizzonti a due e a cinque anni erano pari all'1,1 per cento alla fine della seconda decade di maggio del 2019; quelle sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti all'1,3 per cento, in calo di quattro decimi (fig. 3.4.b).

Figura 3.4

Tassi di interesse a lungo termine e attese di inflazione nell'area dell'euro
(dati giornalieri; valori percentuali)

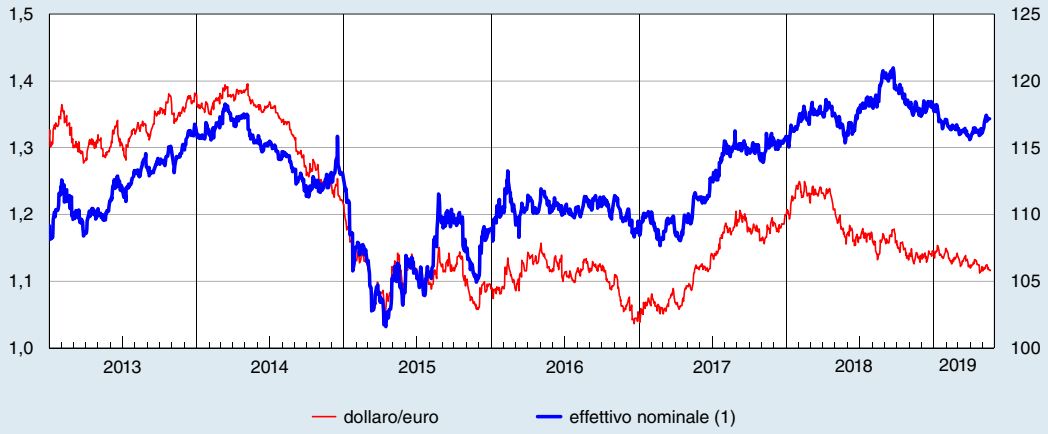


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.
(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2018. – (2) Tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro a 10 anni. – (3) Tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a 10 anni. – (4) Tasso fisso nei contratti swap di interesse a 10 anni deflazionato con il tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione a 10 anni. – (5) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swap* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

Dalla primavera del 2018 il cambio dell'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro, riflettendo i rischi di rallentamento dell'economia dell'area. Sino alla seconda decade di maggio di quest'anno l'euro si è nel complesso indebolito del 7 per cento nei confronti del dollaro; si è lievemente rafforzato in termini effettivi nominali, per la perdita di valore di alcune valute dei paesi emergenti interessati da tensioni finanziarie durante la scorsa estate (fig. 3.5; cfr. il capitolo 1: *L'evoluzione congiunturale e il commercio internazionale*).

Figura 3.5

Tasso di cambio dollaro/euro e tasso di cambio effettivo dell'euro
(dati giornalieri)



Fonte: Refinitiv.
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento. Scala di destra.

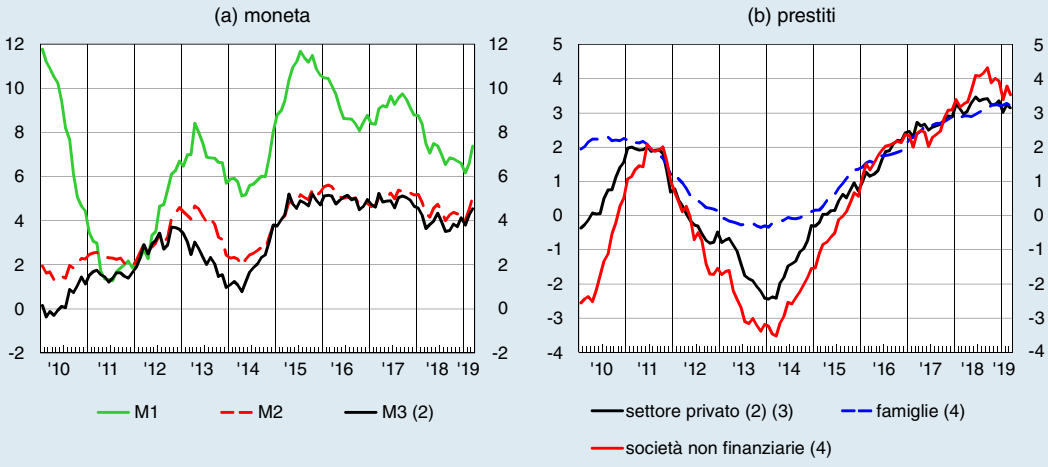
La moneta e il credito

La moneta M3 ha continuato a espandersi a ritmi prossimi al 4 per cento; la detenzione di attività liquide è stata incentivata dal suo basso costo-opportunità, a seguito del contenuto rendimento delle attività alternative (fig. 3.6.a).

La crescita dei prestiti bancari al settore privato è lievemente aumentata (3,4 per cento sui dodici mesi nel dicembre scorso, da 2,9 a dicembre del 2017; fig. 3.6.b) e si

Figura 3.6

Aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE.
(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. – (2) A partire dal giugno 2010 i dati non includono i pronti contro termine con le controparti centrali. – (3) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. Il settore privato è costituito da famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. – (4) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

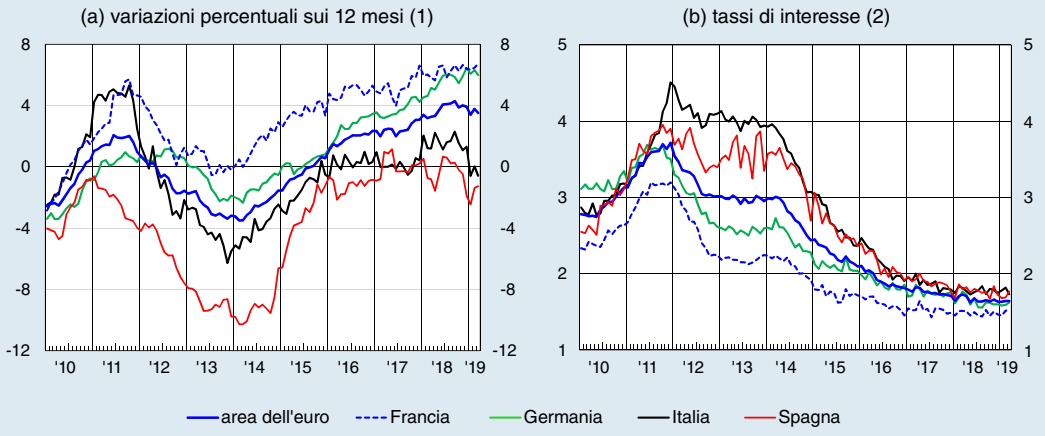
è mantenuta sugli stessi valori nei primi mesi di quest'anno (3,1 in marzo). Nei mesi più recenti, la dinamica dei prestiti alle imprese si è però indebolita, risentendo del rallentamento ciclico, ed è diventata più eterogenea tra i maggiori paesi: si è confermata robusta in Francia e in Germania, è divenuta negativa in Italia e in Spagna (fig. 3.7.a).

Le condizioni di finanziamento al settore privato sono rimaste favorevoli, continuando a beneficiare dell'orientamento ampiamente espansivo della politica monetaria e delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine avviate nel 2016 (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle TLTRO2 sul mercato del credito*). I tassi di interesse medi sui nuovi prestiti si sono mantenuti su valori minimi nel confronto storico (1,8 per cento per le famiglie per l'acquisto di abitazioni e 1,5 per le imprese a marzo del 2019; fig. 3.7.b).

Secondo l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), le condizioni di offerta del credito sono restate distese, riflettendo soprattutto l'impatto favorevole della pressione concorrenziale. Dall'autunno tuttavia le indagini indicano che i criteri di offerta per le imprese hanno risentito dell'aumento della percezione del rischio sulle prospettive economiche generali. Anche l'espansione della domanda di credito da parte delle imprese si è progressivamente indebolita, fino ad arrestarsi nei primi mesi di quest'anno.

Figura 3.7

Prestiti alle società non finanziarie nei paesi dell'area dell'euro
(dati mensili)



Fonte: BCE.
(1) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; sono inclusi i finanziamenti in conto corrente.

GLI EFFETTI DELLE TLTRO2 SUL MERCATO DEL CREDITO

Dall'avvio della crisi finanziaria globale il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha ridotto i tassi ufficiali e adottato una serie di misure non convenzionali per rafforzare lo stimolo monetario e preservare la sua piena trasmissione all'economia reale. Tra queste misure rientrano le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO), con cui l'Eurosistema ha offerto alle banche dell'area finanziamenti con

durata pluriennale e con un sistema di incentivi finalizzato a sostenere l'erogazione di credito a imprese e famiglie.

Nel corso delle prime due serie di TLTRO, annunciate a giugno del 2014 e a marzo del 2016, sono state condotte otto e quattro operazioni a cadenza trimestrale, con durata compresa tra due e quattro anni. In entrambi i programmi il finanziamento iniziale ottenibile da ciascuna banca partecipante era legato all'ammontare di prestiti a imprese e famiglie (esclusi i mutui per l'acquisto di abitazioni) già in essere alla data dell'annuncio.

I meccanismi premiali volti a incentivare l'erogazione del credito al settore privato, legati al conseguimento di un obiettivo di incremento dei prestiti definito per ciascuna banca in funzione del loro andamento nel periodo precedente l'avvio delle operazioni, sono invece stati diversi. Nel caso delle TLTRO1, alle banche che hanno raggiunto i risultati prefissati di espansione dei prestiti erogati è stata offerta la possibilità di richiedere finanziamenti aggiuntivi rispetto a quelli iniziali (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*, in *Bollettino economico*, 3, 2014); nel caso delle TLTRO2, gli intermediari che hanno conseguito i propri obiettivi hanno ricevuto uno sconto sul costo del finanziamento ottenuto (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*, in *Bollettino economico*, 2, 2016).

Stime econometriche effettuate dalla Banca d'Italia e dalla BCE indicano che le operazioni condotte nell'ambito delle TLTRO1 hanno contribuito significativamente a sostenere l'erogazione e a ridurre il costo del credito bancario alle imprese in diversi paesi, tra cui l'Italia[1]. Anche per quanto riguarda le TLTRO2 un'analisi econometrica, che utilizza i dati di bilancio delle banche italiane e quelli sulle singole relazioni banca-impresa, suggerisce che l'efficacia è stata particolarmente marcata[2].

Dopo l'avvio di queste ultime operazioni, il costo della raccolta bancaria in Italia è sceso in misura più rilevante per le banche che vi hanno partecipato rispetto alle altre, grazie a un aggiustamento della composizione delle fonti di finanziamento che ha consentito una diminuzione della quota delle passività a lungo termine più onerose, quali le obbligazioni (figura A).

Il calo del costo medio della raccolta e il sistema di incentivi delle TLTRO2 hanno contribuito a migliorare l'offerta di credito da parte delle banche partecipanti. Secondo le stime, un'impresa che ha ottenuto fondi da questi intermediari ha beneficiato in media di una riduzione nel costo del credito di circa 35 punti base e di un incremento dei prestiti ricevuti di oltre il 10 per cento (figura B) rispetto a quanto la stessa impresa ha ottenuto da banche non partecipanti. L'aumento del credito accordato ha riguardato soprattutto le aziende caratterizzate da profili di

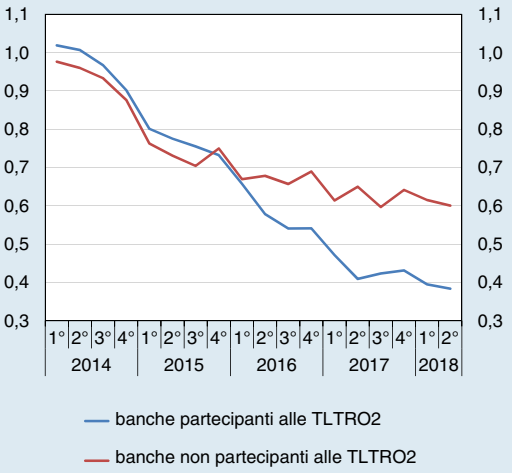
---

[1] M. Benetton e D. Fantino, *Competition and the pass-through of unconventional monetary policy: evidence from TLTROs*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1187, 2018; D. Andreeva e M. Garcia-Posada, *The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition*, Banco de España, Documentos de Trabajo, 1903, 2019; BCE, *Bollettino economico*, 3, 2017.

[2] L. Esposito, D. Fantino e Y. Sung, *The impact of TLTRO-II on the Italian credit market: some econometric evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Figura A

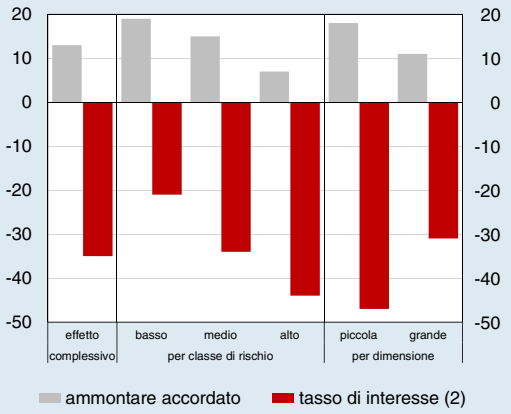
Costo medio della raccolta
(dati trimestrali; punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

Figura B

Impatto delle TLTRO2 su costo e quantità del credito alle imprese (1)
(deviazioni percentuali e punti base)



(1) L'impatto è misurato come differenza nella variazione del costo o della quantità del credito accordato alla stessa impresa da banche partecipanti o da banche non partecipanti alle TLTRO2. – (2) Scala di destra.

rischio meno elevati, mentre la riduzione del costo del credito è stata più marcata per le imprese più rischiose. I benefici sono stati generalmente più rilevanti per le imprese di minore dimensione.

Lo scorso marzo il Consiglio direttivo ha annunciato che una terza serie di operazioni (TLTRO3) sarà condotta da settembre del 2019 a marzo del 2021, con frequenza trimestrale, per un totale di sette operazioni, con un meccanismo premiante e condizioni di costo non ancora definite nei dettagli.

L'ECONOMIA ITALIANA

4. IL QUADRO DI INSIEME

La crescita dell'economia italiana ha perso slancio (0,9 per cento nella media dell'anno; tav. 4.1), risultando ampiamente inferiore a quanto atteso dai principali previsori; è stata lievemente negativa nel secondo semestre.

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia
(valori percentuali)

VOCI	Peso sul PIL nel 2017 (1)	2017			2018		
		Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (2)	Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (2)
		Valori concatenati	Deflatori		Valori concatenati	Deflatori	
Risorse							
PIL	–	1,7	0,5	–	0,9	0,8	–
Importazioni di beni FOB e servizi (3)	28,7	5,5	3,6	-1,4	2,3	2,9	-0,7
di cui: beni	22,6	5,1	4,1	-1,1	2,3	3,5	-0,5
Impieghi							
Domanda nazionale	97,2	1,4	1,1	1,3	0,9	1,2	0,9
Spesa delle famiglie residenti (4)	60,6	1,6	1,1	0,9	0,6	1,1	0,3
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	18,6	0,3	1,7	..	0,2	2,1	..
Investimenti fissi lordi	18,0	4,3	0,4	0,7	3,4	0,5	0,6
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	7,0	9,0	0,1	0,6	5,4	0,1	0,4
prodotti di proprietà intellettuale	2,9	2,5	0,1	0,1	0,8	0,6	..
costruzioni	8,1	1,3	0,7	0,1	2,6	0,8	0,2
Variazione delle scorte (5)	–	–	–	-0,4	–	–	..
Esportazioni di beni FOB e servizi (6)	31,5	5,9	1,5	1,8	1,9	1,7	0,6
di cui: beni	25,7	5,6	1,7	1,4	1,6	1,8	0,4
Domanda estera netta	–	–	–	0,3	–	–	-0,1

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Valori a prezzi dell'anno precedente. – (2) Valori concatenati. Punti percentuali. – (3) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (4) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Include gli oggetti di valore. – (6) Includono la spesa in Italia dei non residenti.

L'indebolimento dell'economia, che ha rispecchiato quello registrato in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro e segnatamente in Germania, ha riflesso l'effetto sulle esportazioni della battuta d'arresto del commercio mondiale e la revisione dei piani di investimento indotta dalle incertezze sollevate dalle tensioni sugli scambi internazionali e dall'orientamento delle politiche economiche (cfr. il riquadro: *Le determinanti dell'attività economica nel 2018 secondo il modello della Banca d'Italia*).

LE DETERMINANTI DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL 2018 SECONDO IL MODELLO DELLA BANCA D'ITALIA

Nel corso del 2018 l'espansione dell'economia italiana si è progressivamente indebolita, arrestandosi negli ultimi trimestri; nel complesso dell'anno è risultata più contenuta di quanto inizialmente anticipato da tutti i principali analisti e previsori istituzionali. Vi hanno contribuito sia il rallentamento delle vendite all'estero, sia l'indebolimento della domanda nazionale, che nella seconda parte dell'anno ha interessato soprattutto gli investimenti, in particolare quelli in beni strumentali, e in misura minore la spesa delle famiglie.

La tavola riporta lo scostamento della dinamica del PIL, degli investimenti, delle esportazioni e dell'inflazione rispetto alle proiezioni elaborate all'inizio del 2018 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2018) e valuta i contributi attribuibili a diverse determinanti, stimati mediante simulazioni del modello trimestrale dell'economia italiana[1].

Tavola

Revisioni rispetto alle previsioni e contributi delle principali determinanti
(tassi di crescita annuali; punti percentuali)

VOCI	PIL	Investimenti	Esportazioni	Inflazione
Consuntivo sul 2018 (1)	0,7	3,2	1,4	1,2
Previsione di gennaio 2018 (1)	1,4	4,3	3,4	1,1
Differenza (2)	-0,7	-1,1	-2,0	0,1
di cui: domanda estera	-0,2	-0,1	-1,1	0,0
competitività e cambi	0,0	0,0	0,1	0,0
prezzi materie prime	-0,1	0,0	-0,1	0,2
fattori finanziari	0,0	-0,1	0,0	0,0
incertezza e fiducia	-0,2	-1,1	0,0	0,0
altri fattori (3)	-0,2	0,2	-0,9	-0,1

(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; tassi di crescita calcolati sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) I contributi alle revisioni di PIL, investimenti, esportazioni e inflazione sono quelli che derivano dalle variazioni negli andamenti di ciascun fattore esogeno indicato in riga rispetto a quanto ipotizzato nello scenario previsivo formulato in *Bollettino economico*, 1, 2018. – (3) Effetti macroeconomici non spiegati dagli andamenti delle principali determinanti incluse nel modello econometrico; vi sono comprese anche le revisioni dei dati in occasione della diffusione dei nuovi conti nazionali agli inizi dello scorso marzo.

La crescita annua del prodotto è stata di 0,7 punti percentuali inferiore rispetto a quanto inizialmente previsto; tra le determinanti, hanno inciso principalmente il rallentamento della domanda globale, che si è riflesso sulle nostre esportazioni, nonché il deterioramento della fiducia delle imprese e l'aumento dell'incertezza, che hanno comportato una revisione al ribasso degli investimenti rispetto ai piani.

L'evoluzione meno favorevole della domanda proveniente dall'estero, il cui incremento è stato di oltre un punto percentuale inferiore a quanto inizialmente

[1] Una descrizione delle caratteristiche generali e delle principali equazioni del modello trimestrale dell'economia italiana è contenuta in G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

previsto soprattutto a seguito dell'acuirsi delle tensioni commerciali, ha frenato le nostre esportazioni. Le incertezze globali hanno inoltre contribuito ad alimentare un progressivo peggioramento delle attese sulle prospettive economiche, che ha inciso negativamente sulla propensione a investire delle imprese (cfr. i riquadri: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni* del capitolo 1 e *Tensioni commerciali, incertezza e attività economica,* in *Bollettino economico*, 4, 2018). Vi è evidenza che in passato a forti peggioramenti delle opinioni sul contesto internazionale si sono associate ampie revisioni al ribasso degli investimenti delle imprese rispetto a quanto prevedibile in base alle loro determinanti tradizionali.

Dalle indagini sulle imprese condotte alla fine dello scorso anno e in marzo dalla Banca d'Italia risulta un peggioramento del clima di fiducia che si è associato a una revisione dei piani di investimento (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, in *Bollettino economico*, 1, 2019). Tra gli elementi che hanno influenzato la propria attività le imprese hanno citato l'incertezza connessa con fattori economici e politici e le tensioni internazionali sulle politiche di liberalizzazione degli scambi.

Dalla metà dell'anno l'incremento del premio per il rischio sovrano del nostro paese (cfr. il riquadro: *L'andamento dello spread sovrano dell'Italia* del capitolo 14) e un aumento della volatilità sul mercato azionario possono avere ulteriormente contribuito al peggioramento del clima di fiducia. Questi sviluppi si sono riflessi sui costi di finanziamento di famiglie e imprese, pur se in misura ancora contenuta, anche per il persistere di condizioni monetarie eccezionalmente espansive.

L'andamento del PIL nella seconda parte dell'anno ha inoltre risentito di altri fattori, tra cui l'indebolimento dell'attività nel settore automobilistico. Tale andamento è stato connesso con gli effetti temporanei dell'introduzione della più stringente normativa comunitaria sulle emissioni inquinanti, che ha interessato in modo particolare la Germania e l'Italia (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2019), ma vi hanno contribuito anche determinanti più persistenti, quali il marcato rallentamento della domanda proveniente dalla Cina e le incertezze legate alla riconversione della produzione di autoveicoli verso motorizzazioni ibride ed elettriche.

L'inflazione è risultata pressoché in linea con quanto prefigurato; l'impatto dei prezzi più elevati delle materie prime importate è stato in larga parte compensato dalla persistente debolezza della componente di fondo.

Nel primo trimestre del 2019 la crescita del PIL è tornata positiva (pari allo 0,2 per cento sul periodo precedente, secondo la stima preliminare dell'Istat). Molti indicatori restano però ancora deboli; l'indicatore Ita-coin è sceso in aprile ai livelli minimi dall'estate del 2013[1]. Il prodotto rimane ampiamente inferiore al potenziale (cfr. il riquadro: *L'output gap in Italia*).

[1] L'indicatore Ita-coin, elaborato dalla Banca d'Italia, traccia la dinamica di fondo dell'economia italiana. Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano*, in *Bollettino economico*, 2, 2015.

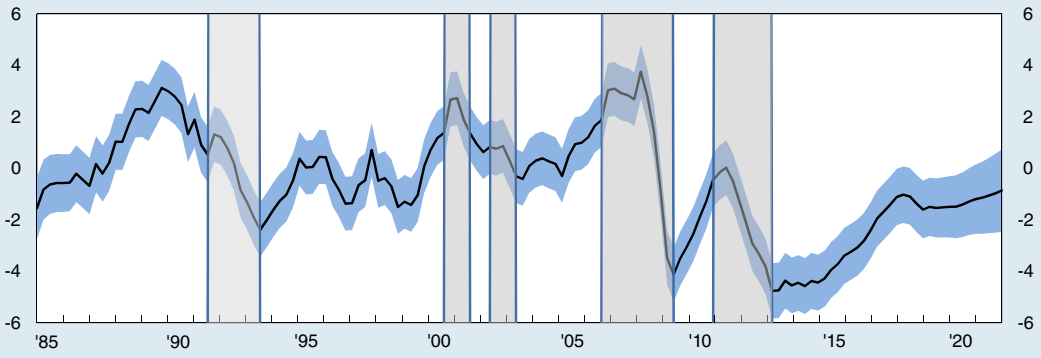
L'OUTPUT GAP IN ITALIA

L'output gap, definito come la differenza tra il livello effettivo del PIL e quello massimo sostenibile con il pieno impiego dei fattori produttivi (il prodotto potenziale), è un indicatore utilizzato per valutare le condizioni cicliche e l'intensità delle pressioni sui prezzi. Non essendo direttamente osservabile, la sua quantificazione è soggetta ad ampi margini di incertezza e dipende dalla metodologia di stima impiegata.

Secondo le valutazioni della Banca d'Italia, condotte con l'utilizzo di diversi modelli, l'output gap nel 2018 si è collocato all'interno di un intervallo compreso tra -2,5 e -0,3 per cento, con un valore centrale di -1,4 (figura). Sulla base delle proiezioni, la capacità produttiva inutilizzata resterebbe su questo livello nell'anno in corso; potrebbe riassorbirsi lentamente nel prossimo biennio, alla fine del quale l'otuput gap sarebbe tuttavia ancora pari a -1 per cento.

Figura

Output gap in Italia (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat sino al 2018, previsioni Banca d'Italia per gli anni 2019-2021.
(1) Le bande di confidenza riportate nella figura misurano l'incertezza che circonda il valore centrale della stima.

Queste valutazioni sono analoghe a quelle dell'OCSE, che indicano il permanere di un grado di capacità inutilizzata più ampio di quanto ipotizzato sia dalla Commissione europea, secondo le cui stime l'output gap dell'Italia si sarebbe pressoché riassorbito già nel 2018, sia dal Fondo monetario internazionale, che ne prevede un annullamento nel 2021.

Le stime della Banca d'Italia sono ottenute combinando i risultati di quattro approcci, basati sul metodo della funzione di produzione, su un modello autoregressivo vettoriale di tipo strutturale, su un modello a componenti non osservabili e su un modello autoregressivo a parametri variabili[1].

Le stime dell'output gap possono essere distorte da diversi fattori, come variazioni cicliche nell'utilizzo di capitale e lavoro, mutamenti nel grado di efficienza tecnica dei macchinari installati, imprecisioni nella stima del tasso strutturale di disoccupazione

[1] A. Bassanetti, M. Caivano e A. Locarno, *Modelling Italian potential output and the output gap*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 771, 2010.

e di partecipazione al mercato del lavoro. Un filone di ricerca attualmente in corso ha l'obiettivo di valutare questi effetti utilizzando dati individuali. I risultati finora disponibili[2] confermano l'esistenza di un sostanziale grado di capacità inutilizzata in Italia.

[2] R. Torrini e F. Zollino (a cura di), *Reassessing the production function approach to potential output in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

A livello territoriale, l'espansione del prodotto è stata trainata dal Nord del Paese, dove è stata quasi il doppio di quella registrata nel Centro e nel Mezzogiorno (cfr. il riquadro: *Gli andamenti territoriali*).

GLI ANDAMENTI TERRITORIALI

Nel 2018 il moderato aumento dell'attività economica ha interessato tutte le aree del Paese. In base all'indicatore trimestrale dell'attività economica regionale (Iter) elaborato dalla Banca d'Italia[1], la cui dinamica a frequenza annuale è sostanzialmente in linea con quella del PIL stimata da Prometeia, l'attività economica sarebbe cresciuta più intensamente nel Nord (1,2 per cento nel Nord Ovest e 1,0 nel Nord Est) rispetto al Centro (0,7) e al Mezzogiorno (0,5). Negli ultimi due trimestri dell'anno l'espansione avrebbe rallentato in tutte le aree, più intensamente nel Mezzogiorno, dove l'attività economica avrebbe registrato una lieve contrazione nell'ultimo trimestre rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.

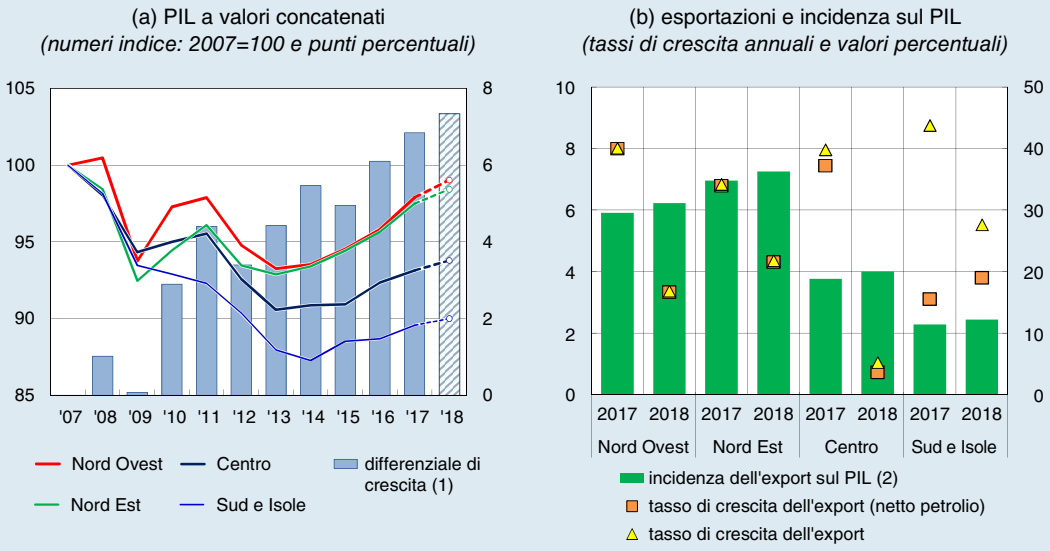
Secondo nostre elaborazioni, nel confronto con il 2007, ultimo anno precedente l'avvio della crisi globale, nel 2018 il PIL sarebbe più basso di circa tre punti percentuali nel Centro Nord e di dieci nel Mezzogiorno (figura, pannello a); a livello nazionale la perdita di prodotto è pari a poco più di quattro punti percentuali. La divergenza tra le due aree del Paese è meno accentuata in termini pro capite, a seguito di una dinamica demografica che, soprattutto nella componente migratoria, si è mantenuta positiva nel Centro Nord ed è risultata pressoché nulla nel Mezzogiorno: tra il 2007 e il 2018 il PIL per abitante sarebbe diminuito di quasi sette punti percentuali nel Centro Nord e di circa dieci nel Mezzogiorno. Nel 2018 il prodotto meridionale pro capite era circa il 55,7 per cento di quello del Centro Nord (57,7 nel 2007).

Tra il 2007 e il 2017 il Mezzogiorno ha sperimentato un deflusso netto di popolazione (con cittadinanza italiana e non italiana) verso il Centro Nord pari a quasi 540.000 persone e un afflusso netto dall'estero pari a quasi 570.000 persone. Restringendo l'attenzione ai soli cittadini italiani, il saldo del Mezzogiorno con l'estero nei dieci anni è stato negativo per circa 115.000 unità; il deflusso netto verso il Centro Nord è stato di circa 480.000 persone; per i laureati si è osservato un deflusso netto pari a 193.000 persone, di cui 165.000 verso il Centro Nord. Nello stesso periodo il Centro Nord ha sperimentato un flusso netto negativo nei

[1] V. Di Giacinto, L. Monteforte, A. Filippone, F. Montaruli e T. Ropele, *ITER: a quarterly indicator of regional economic activity in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 489, 2019.

Figura

PIL ed esportazioni



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat, *Conti economici territoriali* fino al 2017 e stime Iter per il 2018; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat.
(1) Differenziale tra il tasso di crescita del PIL del Centro Nord e del Sud e Isole. Il tasso di crescita è calcolato tra il 2007 e il tempo t. Scala di destra. – (2) Calcolata su dati relativi al 2016 e al 2017. Scala di destra.

confronti dell'estero pari a 300.000 persone; per i laureati il deflusso netto è stato di 69.000 unità (cfr. il riquadro: *I rischi di brain drain dall'Italia dopo la Grande Recessione* del capitolo 8).

Nel 2018 tutte le macroaree hanno registrato un incremento delle esportazioni, seppure inferiore a quello del 2017. Al netto dell'andamento dell'export dei prodotti petroliferi raffinati, concentrati nelle due Isole, la dinamica delle esportazioni del Mezzogiorno risulterebbe pari al 3,8 per cento, valore inferiore solo a quello del Nord Est (figura, pannello b). La bassa crescita dell'export al Centro ha riflesso le difficoltà dei settori esportatori del Lazio e delle Marche. In tutte le macroaree la dinamica delle vendite all'estero è risultata inferiore alla domanda potenziale, dopo un quinquennio caratterizzato dal progressivo rafforzamento della capacità di competere sui mercati internazionali (cfr. il riquadro: *Esportazioni, quote di mercato e domanda potenziale delle macroaree italiane*, in *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 23, 2017). Il differenziale negativo è stato più ampio verso i mercati non appartenenti all'area dell'euro, a causa della perdita di competitività di prezzo delle imprese italiane dovuta all'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività* e il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*).

Secondo l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), gli investimenti delle imprese industriali sono saliti in tutte le aree del Paese, più intensamente al Centro e nel Mezzogiorno. In base all'Indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*) condotta dalla Banca d'Italia, la domanda di credito finalizzata all'accumulazione di capitale sarebbe aumentata in tutte le aree nella prima parte dell'anno e si sarebbe indebolita nel secondo

semestre (cfr. *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Banca d'Italia, Economie regionali, di prossima pubblicazione).

La dinamica dei consumi si è mostrata più debole rispetto al 2017 in tutte le macroaree: secondo le stime di Prometeia, nel 2018 la spesa per consumi delle famiglie sul territorio è cresciuta dello 0,8 per cento nel Centro Nord e dello 0,4 nel Mezzogiorno (1,7 e 1,4 per cento, rispettivamente, nel 2017).

In base ai dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, l'occupazione è aumentata dello 0,8 per cento sia al Centro Nord sia nel Mezzogiorno (in quest'ultima area il numero degli occupati è ancora inferiore a quello del 2007). In entrambe le aree la crescita dell'occupazione è stata trainata dalla componente alle dipendenze. Il tasso di disoccupazione è diminuito di 0,4 punti percentuali nel Centro Nord; è sceso di un punto percentuale nel Mezzogiorno, dove rimane più che doppio rispetto al resto del Paese (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Le tensioni sulle politiche commerciali hanno inciso sulle esportazioni, che hanno rallentato. L'andamento delle vendite di beni nei mercati esterni all'area dell'euro ha anche risentito dell'apprezzamento dell'euro; quello sui mercati interni è stato più favorevole, grazie ai guadagni di competitività degli esportatori italiani, anche se la debolezza ciclica in Germania si è riflessa in una forte decelerazione delle vendite verso quel paese.

L'accumulazione di capitale, che è stata robusta nel primo semestre dell'anno, ha ristagnato nel secondo. Sulla base di nostri sondaggi, dall'estate le imprese hanno ridimensionato i propri piani di investimento a seguito dell'incertezza politica ed economica di origine interna, oltre che per il permanere di tensioni commerciali a livello internazionale.

Gli indicatori di fiducia sono diminuiti nel corso dell'anno; quelli dei responsabili degli acquisti sono scesi al di sotto del livello compatibile con l'espansione dell'attività nella manifattura; nei servizi si sono collocati attorno a questa soglia.

Al rallentamento della crescita ha concorso la bassa spesa per investimenti pubblici, che è rimasta su valori inferiori a quelli dei principali paesi europei; gli indicatori disponibili mostrano un ritardo nella dotazione infrastrutturale, particolarmente marcato nel Mezzogiorno (cfr. il capitolo 16: *Gli investimenti pubblici*).

L'incremento dei consumi delle famiglie è proseguito grazie al sostegno fornito dal reddito disponibile, ma si è ridotto a 0,6 punti percentuali, risentendo di un graduale peggioramento dei giudizi delle famiglie sulla situazione economica in atto dalla primavera dello scorso anno.

In rapporto al reddito lordo disponibile, il risparmio nazionale ha raggiunto il 20,4 per cento (tav. 4.2); quello delle famiglie è aumentato (al 5,2 per cento) dopo tre anni di calo, riflettendo verosimilmente motivi precauzionali legati alla maggiore incertezza sulle prospettive economiche. L'incidenza degli investimenti lordi sul reddito nazionale è moderatamente cresciuta; rimane intorno a livelli storicamente bassi, soprattutto nel settore delle costruzioni. Il saldo delle partite

Tavola 4.2

Risparmio e investimenti lordi in Italia
(quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)

VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	2014	2015	2016	2017	2018
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,7	0,3	1,0	0,5	1,1	1,0
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,4	18,8	17,9	19,7	19,1	19,4
di cui: famiglie consumatrici (1)	20,0	14,0	8,0	6,1	5,7	5,6	5,0	5,2
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	20,1	19,1	18,9	20,2	20,2	20,4
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,3	17,2	17,6	17,7	17,7	18,0
Per memoria:								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,3	1,9	1,3	2,5	2,5	2,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

correnti con l'estero è stato ampiamente positivo, come nel biennio precedente. La posizione debitoria netta con l'estero è scesa al 3,9 per cento del PIL nell'anno e di circa 19 punti percentuali negli ultimi sei anni.

L'occupazione ha continuato a espandersi, sebbene a un ritmo inferiore rispetto al 2017 (0,9 per cento, da 1,2). L'incremento, concentrato nella prima metà dell'anno, si è poi arrestato in concomitanza con il peggioramento delle condizioni cicliche (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). È proseguito l'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, sebbene in misura inferiore rispetto agli anni precedenti. Vi ha inciso prevalentemente la maggiore permanenza sul mercato del lavoro di individui appartenenti alle classi di età più elevata a seguito dei passati interventi in materia pensionistica. Il tasso di disoccupazione è diminuito al 10,6 per cento nella media del 2018 (11,2 nel 2017).

L'inflazione è stata debole, pari all'1,2 per cento, seppure con ampie oscillazioni nel corso dell'anno, legate all'andamento dei prezzi delle voci più volatili, in particolare dei beni energetici. L'inflazione di fondo, calcolata al netto di queste componenti, è stata ancora più bassa (0,6 per cento); ha risentito degli ampi margini di capacità inutilizzata e, nel secondo semestre del 2018, del progressivo peggioramento delle condizioni cicliche (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*).

Il PIL resta al di sotto dei livelli prevalenti prima dell'avvio della crisi globale (per oltre quattro punti percentuali), che sono stati invece superati dal resto dell'area nel suo complesso da più di tre anni. Il valore aggiunto risulta ancora inferiore a tali livelli di circa il 6 per cento nella manifattura, di oltre il 30 nelle costruzioni, mentre li ha interamente recuperati nel settore dei servizi, che ha beneficiato anche della dinamica favorevole nel comparto turistico (cfr. il capitolo 15: *Il turismo in Italia: numeri e potenziale di sviluppo*).

Nel 2018 la politica di bilancio è rimasta sostanzialmente neutrale. Soprattutto per effetto della dinamica del prodotto, l'indebitamento netto è ulteriormente diminuito, raggiungendo il 2,1 per cento del PIL; il debito è invece tornato a crescere, portandosi al 132,2 per cento del prodotto.

Dalla primavera dello scorso anno l'incertezza sui programmi del nuovo Governo ha contribuito a innalzare i rendimenti delle nuove emissioni di titoli di Stato italiani (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*) e ha determinato in alcune occasioni deflussi da parte degli investitori non residenti da questo mercato, con possibili ripercussioni sfavorevoli sull'economia e sul sistema finanziario (cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018). Nell'ultima parte dell'anno le tensioni sui mercati finanziari si sono parzialmente allentate, anche grazie all'accordo raggiunto dal Governo con la Commissione europea sugli obiettivi di bilancio per l'anno in corso (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Il credito bancario ha continuato a crescere in misura sostenuta per le famiglie; quello alle imprese ha registrato un'espansione elevata nella prima parte dell'anno, che si è progressivamente attenuata sia per un calo della domanda sia per un irrigidimento delle condizioni di offerta. L'elevato livello di patrimonializzazione delle banche, la ricomposizione della raccolta verso fonti di finanziamento meno costose e l'ampia liquidità hanno frenato la trasmissione del rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici al costo del credito; essa potrebbe rafforzarsi in futuro se il più alto livello dei rendimenti sovrani si mostrasse persistente.

I provvedimenti adottati nel corso dell'ultimo anno in materia di regolamentazione dei mercati sono stati prevalentemente caratterizzati dalla proroga di affidamenti diretti di beni pubblici e dal rinvio di misure di liberalizzazione. Il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, emanato nei primi mesi del 2019, opera una razionalizzazione che rende più rapide ed efficienti la gestione delle crisi di impresa e la procedura di liquidazione. Sono stati rafforzati gli strumenti di repressione penale della corruzione; la revisione dell'istituto della prescrizione potrebbe tuttavia indurre un allungamento nella durata dei processi penali (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

5. LE FAMIGLIE

La crescita del reddito disponibile delle famiglie si è rafforzata, sostenuta dall'espansione dell'occupazione, dagli aumenti salariali e dall'incremento delle prestazioni sociali. Secondo nostre stime la disuguaglianza del reddito da lavoro equivalente per le persone che vivono in nuclei attivi – dopo essere significativamente salita tra il 2009 e il 2014 – si è lievemente ridotta, soprattutto per effetto dell'aumento dell'occupazione.

L'incremento dei consumi privati, iniziato nella primavera del 2014, è proseguito a ritmi inferiori rispetto al 2017. La propensione al risparmio delle famiglie consumatrici è tornata ad aumentare, risentendo plausibilmente di moventi precauzionali legati a una maggiore incertezza, come segnalato dagli indicatori di fiducia che, pur restando su valori elevati, hanno iniziato a diminuire nella parte finale del 2018.

Sul mercato immobiliare è proseguita la crescita delle compravendite, senza però che questo abbia determinato una ripresa dei prezzi delle abitazioni. La flessione delle quotazioni, pressoché ininterrotta dal 2012, ha comportato un calo della ricchezza detenuta dalle famiglie sotto forma di attività reali.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2018 il reddito disponibile delle famiglie consumatrici ha lievemente accelerato sia a prezzi correnti sia in termini reali (tav. 5.1). Vi ha contribuito principalmente il maggiore incremento dei redditi da lavoro dipendente, sospinti dall'aumento dell'occupazione e dalla netta accelerazione dei redditi unitari; questi ultimi hanno beneficiato in particolare dei rinnovi contrattuali dei dipendenti pubblici siglati nella prima parte dell'anno (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). L'azione redistributiva delle Amministrazioni pubbliche ha sostenuto il reddito delle famiglie, grazie soprattutto alla crescita delle prestazioni sociali.

Sulla base delle stime dell'Istat riportate dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF)[1], il reddito equivalente[2] complessivamente detenuto dal 20 per cento della popolazione più abbiente sarebbe rimasto nel 2018 pari a 6,0 volte quello del 20 per cento con reddito più basso (contro un valore massimo di 6,3 volte registrato nel 2015).

[1] MEF, *Indicatori di benessere equo e sostenibile*, allegato al *Documento di economia e finanza 2019*, aprile 2019.

[2] Il reddito equivalente è pari al rapporto tra il reddito familiare complessivo e il numero di adulti equivalenti. Quest'ultimo è calcolato usando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata, che attribuisce un coefficiente pari a 1 al capofamiglia, 0,5 ai componenti con almeno 14 anni e 0,3 a quelli con meno di 14 anni.

Tavola 5.1

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1)
(a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)

VOCI	Peso in % del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2018	2016	2017	2018
		Variazioni percentuali		
Redditi da lavoro dipendente	62,2	2,5	2,3	3,2
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	0,3	0,3	1,9
Redditi da lavoro autonomo (2)	25,6	0,2	1,4	0,5
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	1,0	3,1	0,8
Redditi netti da proprietà (3)	22,0	0,1	1,2	1,1
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	32,1	1,3	1,5	1,9
di cui: prestazioni sociali nette	–	1,1	1,4	2,1
Contributi sociali netti (-)	23,6	1,6	2,2	3,9
di cui: a carico del datore di lavoro	–	1,1	2,3	4,4
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,3	1,3	1,2	0,6
Reddito lordo disponibile	**100,0**	**1,4**	**1,7**	**1,9**
in termini reali (4)	–	1,2	0,6	0,9
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	1,0	-0,5	0,3
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	1,2	0,1	0,6
		Rapporti percentuali		
Propensione media al risparmio (7)	**–**	**8,1**	**7,3**	**7,5**
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	7,9	6,1	5,9
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	7,7	6,5	6,5

Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat e Banca d'Italia.
(1) I dati si riferiscono al settore delle famiglie consumatrici. – (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (prevalentemente redditi da locazione), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato con il deflatore dei consumi delle famiglie consumatrici. – (5) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette (stimate sulla base dei risultati dell'indagine condotta da Consensus Economics). – (6) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate ex post. – (7) Rapporto tra il risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, e il reddito lordo disponibile.

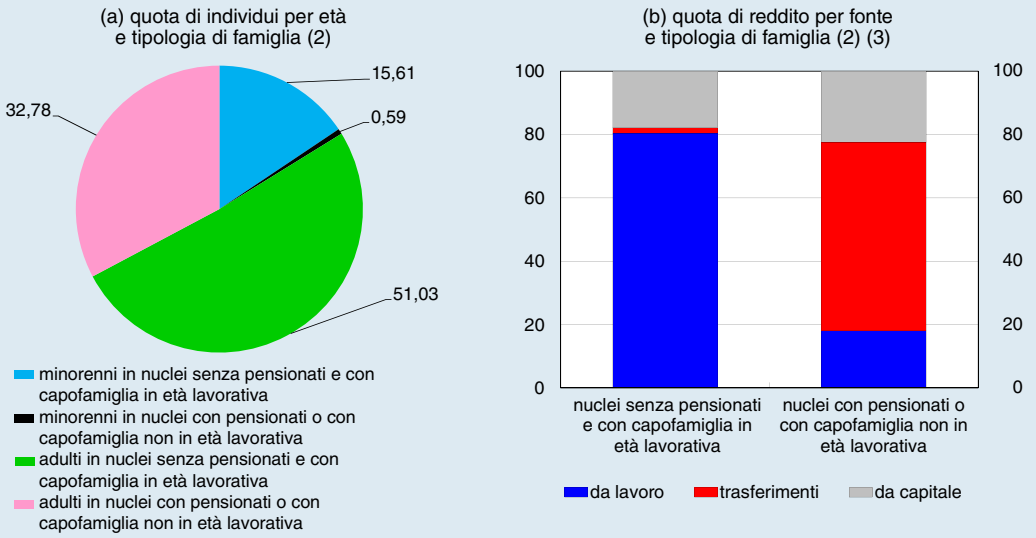
Nostre elaborazioni sui dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat segnalano che, a partire dal picco del 2014, si è lievemente ridotta la disuguaglianza del reddito da lavoro equivalente per le persone che vivono in nuclei attivi (ossia senza pensionati e con capofamiglia di età compresa tra i 15 e i 64 anni), a seguito della ripresa dell'occupazione (cfr. il riquadro: *La disuguaglianza del reddito da lavoro tra le famiglie*). Nel Mezzogiorno la disuguaglianza è rimasta più elevata rispetto al Centro Nord, riflettendo la maggiore quota di individui che vivono in nuclei senza componenti occupati (18,7 per cento nel Mezzogiorno, contro il 5,4 nel Centro Nord).

LA DISUGUAGLIANZA DEL REDDITO DA LAVORO TRA LE FAMIGLIE

Circa il 60 per cento delle famiglie italiane – comprendente il 70 per cento della popolazione e la quasi totalità dei minori (figura A, pannello a) – ha un capofamiglia in età lavorativa e non ha pensionati tra i suoi componenti. Per queste famiglie il reddito da lavoro, stimabile con elevata celerità e grande dettaglio territoriale sulla base dei microdati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL)[1], rappresenta l'80 per cento delle risorse disponibili e fornisce un quadro abbastanza completo delle loro condizioni economiche (figura A, pannello b).

Figura A

Quote di individui e di reddito per tipologia familiare (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: Rilevazione sulle forze di lavoro; Banca d'Italia, IBF, Archivio storico (versione 10.0, gennaio 2018), cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (*IBF*).
(1) Le famiglie sono distinte in base alla presenza di componenti ritirati dal lavoro nel nucleo familiare e all'età del capofamiglia. – (2) Stime ponderate con i pesi campionari. – (3) Il reddito da capitale include gli affitti imputati sull'abitazione di proprietà.

Analogamente a quanto osservato nell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF)[2], tra gli individui che vivono in nuclei con a capo una persona tra i 15 e i 64 anni e senza componenti in pensione la disuguaglianza del reddito da lavoro equivalente calcolata sulla base dei dati della RFL è significativamente aumentata nel periodo 2009-2014: l'indice di Gini è salito dal 33,7 al 36,8 per cento (figura B, pannello a). L'incremento è ascrivibile alla crescita della quota

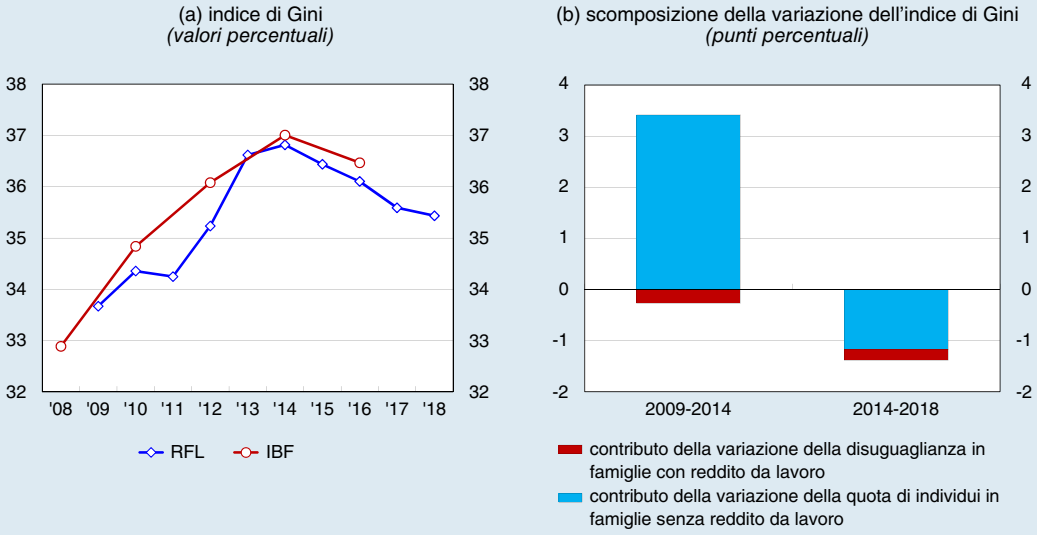
[1] F. Carta, *Timely indicators for labour income inequality*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Nella ricerca si utilizzano le informazioni contenute nella RFL sulle ore lavorate settimanalmente dagli occupati e sulle retribuzioni mensili nette dei dipendenti. Attraverso una stima del salario orario sulla base di caratteristiche individuali e familiari, è stata costruita una misura di reddito da lavoro mensile per gli occupati indipendenti. I redditi individuali sono stati poi aggregati a livello familiare.

[2] L'analisi degli andamenti distributivi in Italia è tipicamente condotta sulla base dei microdati dell'IBF della Banca d'Italia e dell'*Indagine sul reddito e le condizioni di vita delle famiglie* dell'Istat. Le relative informazioni sui redditi sono disponibili con un ritardo medio di circa due anni rispetto al periodo di riferimento; l'utilizzo dei dati della RFL consente di ridurre il ritardo a circa cinque-sei mesi.

di individui appartenenti a nuclei senza reddito da lavoro (figura B, pannello b). La successiva lieve riduzione dell'indicatore di disuguaglianza (sino al 35,4 per cento nel 2018) è riconducibile all'aumento delle posizioni lavorative: gli individui in famiglie senza occupati sono scesi al 10,0 per cento della popolazione di riferimento (dall'11,2 nel 2014); di questi il 20,9 per cento sono minori (1,6 punti in meno). A tale diminuzione ha contribuito anche il calo della disuguaglianza tra gli individui in famiglie con componenti occupati, di 0,6 punti percentuali, dovuta alla maggiore crescita dei redditi da lavoro equivalenti nei quinti più bassi della distribuzione (del 10,9 e 7,5 per cento nel quinto più basso e in quello più alto della distribuzione, rispettivamente).

Figura B

Indice di Gini del reddito da lavoro equivalente (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: Rilevazione sulle forze di lavoro; Banca d'Italia, IBF, Archivio storico (versione 10.0, gennaio 2018), cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (*IBF*).
(1) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 100 (massima disuguaglianza). In entrambe le indagini è calcolato sul reddito da lavoro equivalente sul sottocampione di individui che vivono in famiglie senza componenti ritirati dal lavoro e con capofamiglia tra i 15 e i 64 anni. Il reddito da lavoro equivalente è pari al rapporto tra il reddito da lavoro familiare e il numero di adulti equivalenti. Quest'ultimo è calcolato usando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata, che attribuisce un coefficiente pari a 1 al capofamiglia, 0,5 ai componenti con almeno 14 anni e 0,3 a quelli con meno di 14 anni. L'unità di riferimento è la persona. Tutte le stime sono ponderate con i pesi campionari.

Nei dieci anni considerati, dal 2009 al 2018, l'indice di Gini calcolato sul reddito da lavoro equivalente è aumentato di 3,6 punti percentuali nel Mezzogiorno (al 43,0 per cento), in misura più limitata al Centro Nord (1,1 punti percentuali, al 29,8 per cento). La maggiore dispersione dei redditi da lavoro nel Mezzogiorno è prevalentemente riconducibile al più basso tasso di occupazione, cui si associa sia un numero più elevato di famiglie non percettrici di reddito da lavoro, sia una minore diffusione di nuclei con più di un occupato[3].

[3] E. Ciani e R. Torrini, *The geography of Italian income inequality: recent trends and the role of employment*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 492, 2019.

Secondo l'ultima rilevazione dell'*Indagine sulle spese delle famiglie* dell'Istat, nel 2017 circa 5 milioni di persone si trovavano in condizione di "povertà assoluta"[3] (l'8,4 per cento della popolazione; 0,5 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente e 5,3 in più sul 2007). L'incidenza rimaneva significativamente superiore nel Mezzogiorno (11,4 per cento, dal 3,8 nel 2007), tra i minori (12,1 per cento, dal 3,1 nel 2007) e tra le famiglie di soli stranieri (29,2 per cento, dal 23,4 nel 2014, anno a partire dal quale i dati sono disponibili).

Nel 2018 è stato erogato il Reddito di inclusione (ReI), una misura universale per il contrasto alla povertà introdotta dal D.lgs. 147/2017; sulla base dei dati INPS ne hanno beneficiato 462.000 famiglie (1,3 milioni di persone). L'importo medio mensile percepito è stato pari a 296 euro (309 nel Mezzogiorno). Da aprile del 2019 il ReI è stato sostituito dal Reddito di cittadinanza (RdC; L. 26/2019). Anche l'RdC – che per i nuclei familiari composti esclusivamente da individui di almeno 67 anni è denominato Pensione di cittadinanza – è un reddito minimo garantito che integra, sino a una certa soglia, eventuali altri redditi.

La maggiore generosità dell'RdC rispetto al ReI – in termini sia di importi unitari, soprattutto per le persone sole, sia della platea di potenziali beneficiari – comporterà un significativo incremento della spesa e degli effetti di contenimento della povertà (cfr. il riquadro: *Un'analisi degli effetti redistributivi delle recenti misure di contrasto alla povertà*). Il trasferimento è condizionato all'adesione a un percorso di inserimento lavorativo o di inclusione sociale da parte di tutti i componenti della famiglia beneficiaria di età compresa tra i 18 e i 64 anni (cfr. il riquadro: *Il ruolo dei Centri per l'impiego nel mercato del lavoro* del capitolo 8).

UN'ANALISI DEGLI EFFETTI REDISTRIBUTIVI DELLE RECENTI MISURE DI CONTRASTO ALLA POVERTÀ

Da aprile del 2019 il Reddito di cittadinanza (RdC) ha sostituito il Reddito di inclusione (ReI) come misura di contrasto alla povertà a copertura nazionale[1]. L'RdC raggiunge potenzialmente una platea più ampia di percettori e garantisce benefici unitari di importo maggiore. La spesa complessiva nelle stime del Governo, che ipotizzano un'adesione alla misura (*take up*) parziale da parte dei potenziali aventi diritto, è pari a regime a 7,2 miliardi, all'incirca il triplo di quanto previsto per il ReI. Al 30 aprile scorso le domande già pervenute all'INPS ammontavano a un milione.

Per analizzare il disegno dell'RdC vengono riportate stime degli effetti redistributivi basate sul modello di microsimulazione delle imposte e dei benefici

[1] Il Reddito di inclusione è entrato in vigore nel gennaio 2018 e a partire dal luglio dello stesso anno ha assunto carattere di misura universale di contrasto alla povertà, essendo venute meno le restrizioni all'accesso diverse da quelle legate alla prova dei mezzi.

[3] Vivono in condizioni di "povertà assoluta" le persone che fanno parte di famiglie con una spesa inferiore a quella necessaria per acquistare un paniere di beni e servizi definito dall'Istat che, nel contesto italiano, è considerato essenziale per uno standard di vita minimamente accettabile (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Povertà assoluta*).

sociali della Banca d'Italia (*Bank of Italy Microsimulation*, BIMic)[2], in ipotesi di *take up* pieno: l'analisi si riferisce pertanto alla platea dei potenziali aventi diritto e non a quella, normalmente più circoscritta, dei beneficiari effettivi. Si può valutare che i nuclei familiari potenzialmente beneficiari sarebbero circa 2 milioni (5,3 milioni di individui), con una spesa complessiva di 10,3 miliardi (per il ReI la stima è di 1,1 milioni di nuclei e 3,1 milioni di individui, per una spesa di 3,3 miliardi).

L'RdC prevede un beneficio unitario più generoso di quello previsto dal ReI e include anche un contributo addizionale per le spese di affitto o di mutuo per l'abitazione principale. Per un nucleo con un singolo componente che vive in abitazione locata e che non percepisce altri redditi l'importo erogato raggiunge i 780 euro mensili contro i 188 euro del ReI. Tale valore teorico massimo si colloca in prossimità della soglia di povertà relativa stimata dall'Eurostat per il 2016, un livello elevato nel confronto internazionale (il rapporto tra il beneficio previsto da misure analoghe e la citata soglia raggiunge il 63 per cento in Spagna, il 50 in Francia e il 39 in Germania)[3]. Inoltre, secondo l'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) della Banca d'Italia, l'ammontare massimo del beneficio rappresenta il 58 per cento del reddito da lavoro mediano per i nuclei con un singolo componente. I conseguenti effetti di disincentivo all'offerta di lavoro potranno essere solo attenuati dal previsto potenziamento dei Centri per l'impiego (per una discussione di tali effetti, cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Nel confronto con il ReI, l'RdC è relativamente meno generoso per i nuclei con minori rispetto a quelli con soli adulti: la scala di equivalenza adottata al fine di riproporzionare il beneficio per tenere conto dell'ampiezza familiare prevede infatti maggiorazioni più basse per gli ulteriori componenti del nucleo, specie se minori[4]. L'applicazione all'RdC della stessa scala di equivalenza adottata per il ReI avrebbe innalzato la spesa del 43 per cento; il mantenimento del costo complessivo della misura avrebbe richiesto un abbattimento del massimo beneficio mensile ottenibile da un single a 680 euro.

L'RdC è poi più selettivo del ReI nei confronti dei cittadini stranieri, in quanto prevede un requisito di dieci anni (anziché due) di pregressa residenza in Italia. Tale requisito escluderebbe dalla platea degli aventi diritto circa 90.000 nuclei che avrebbero avuto invece diritto al ReI (l'8 per cento del totale). La più elevata presenza di stranieri nel Centro Nord (dove rappresentano circa la metà degli individui che si collocano nel primo decimo della distribuzione del reddito disponibile equivalente) accentua la concentrazione dei nuclei beneficiari dell'RdC nel Mezzogiorno (53 per cento, contro il 40 del ReI).

---

[2] N. Curci, G. Grasso, P. Recchia e M. Savegnago, *Anti-poverty measures in Italy: a microsimulation analysis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[3] *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 ottobre 2018.

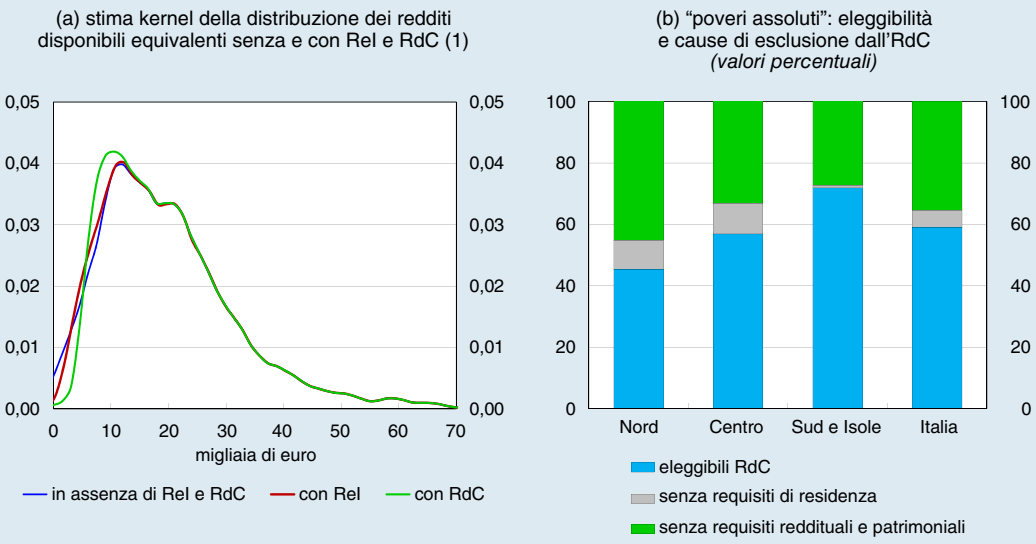
[4] La scala di equivalenza dell'RdC assegna un coefficiente pari a 1,00 al primo componente ed è maggiorata di 0,4 per ogni ulteriore maggiorenne e di 0,2 per ogni minore nel nucleo familiare, fino un massimo di 2,1 (2,2 se è presente un disabile). La scala del ReI prevedeva un coefficiente pari a 1,00 per un nucleo con un solo componente, 1,57 per due componenti, 2,04 per tre componenti, 2,46 per quattro componenti, 2,85 per cinque componenti, 3,20 per sei o più componenti.

Con l'introduzione dell'RdC la situazione reddituale della fascia della popolazione con redditi più bassi tende a migliorare (figura, pannello a). Rispetto a un'ipotetica situazione senza alcuna misura di sostegno, l'RdC comporterebbe, a *take up* pieno, una riduzione dell'incidenza della "povertà assoluta"[5] stimata con BIMic dal 7,3[6] al 4,4 per cento (con il ReI l'indicatore si attesterebbe al 6,2).

La platea dei potenziali aventi diritto all'RdC coincide solo in parte con quella degli individui classificabili come "poveri assoluti" (figura, pannello b). Tale parziale disallineamento dipende dal fatto che l'eleggibilità al beneficio è condizionata a requisiti reddituali, patrimoniali e di residenza, mentre la classificazione nella "povertà assoluta" si basa sui livelli di consumo familiare dichiarati in indagini statistiche. In particolare circa il 6 per cento degli individui classificabili come "poveri assoluti" non rispetterebbe il requisito di residenza e circa il 35 per cento non sarebbe in possesso dei requisiti reddituali e patrimoniali.

Figura

Effetti delle recenti misure di contrasto alla povertà introdotte in Italia



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic.
(1) Per tenere conto della diversa composizione dei nuclei familiari, è stata utilizzata la scala di equivalenza OCSE modificata nel calcolo dei redditi disponibili equivalenti.

La disomogeneità territoriale nel grado di sovrapposizione tra la platea degli aventi diritto all'RdC e quella degli individui classificabili come "poveri assoluti" è pronunciata: nel Mezzogiorno il 72 per cento di questi ultimi ne beneficerebbe; nel

[5] L'incidenza della povertà rappresenta la quota di individui in "povertà assoluta". Sono considerati "poveri assoluti" i nuclei che hanno una spesa complessiva inferiore alla corrispondente soglia di povertà, calcolata dall'Istat sulla base dell'*Indagine sulle spese delle famiglie* tenendo conto della composizione familiare, dell'area geografica e della tipologia del comune di residenza.

[6] Per imputare la condizione di "povertà assoluta" in BIMic, la base dati del modello – costituita a partire dall'IBF – è stata arricchita mediante una procedura di *matching* statistico con i dati sui consumi derivanti dall'*Indagine sulle spese delle famiglie* dell'Istat. La stima dell'incidenza della povertà qui riportata differisce dal valore calcolato dall'Istat per il 2017 perché fa riferimento ad anni e a basi dati diverse.

Nord e nel Centro tale quota ammonterebbe al 45 e al 57 per cento, rispettivamente. La maggiore presenza di stranieri e il più elevato costo della vita, che non si riflette in requisiti di accesso differenziati, contribuiscono a spiegare questa differenza.

I consumi

Nel 2018 la spesa delle famiglie, in ripresa dalla primavera del 2014, è cresciuta in termini reali a un ritmo più che dimezzato rispetto al 2017 (0,6 per cento; tav. 5.2 e fig. 5.1). Il rallentamento è ascrivibile soprattutto alla componente dei servizi, su cui si concentra poco più della metà del totale dei consumi privati. Anche gli acquisti di beni hanno decelerato: sono diminuiti quelli non durevoli, mentre i consumi di beni durevoli sono aumentati.

Tavola 5.2

Spesa delle famiglie
(valori concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)

VOCI	Peso % nel 2018 *(quantità ai prezzi dell'anno precedente)*	2015	2016	2017	2018
Beni	47,0	2,8	1,2	1,3	0,7
Beni non durevoli	30,1	1,4	0,3	0,4	-0,3
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	14,1	1,2	1,1	0,5	-0,1
Beni semidurevoli	9,0	2,9	1,1	1,2	1,9
di cui: vestiario e calzature	6,2	1,8	0,7	0,2	2,3
Beni durevoli	8,0	8,8	5,4	5,1	3,6
Servizi	53,0	1,5	1,3	1,8	0,7
di cui: alberghi e ristoranti	10,3	2,4	1,7	3,7	0,9
istruzione	1,0	-0,4	2,0	2,9	1,0
Totale spesa interna	**100,0**	**2,1**	**1,3**	**1,6**	**0,7**
Spesa all'estero dei residenti in Italia (1)		-4,3	3,4	8,1	2,9
Spesa in Italia dei non residenti (1)		3,8	2,4	6,4	5,0
Totale spesa nazionale		**1,9**	**1,3**	**1,5**	**0,6**
Per memoria:					
deflatore della spesa nazionale		0,2	0,2	1,1	1,1

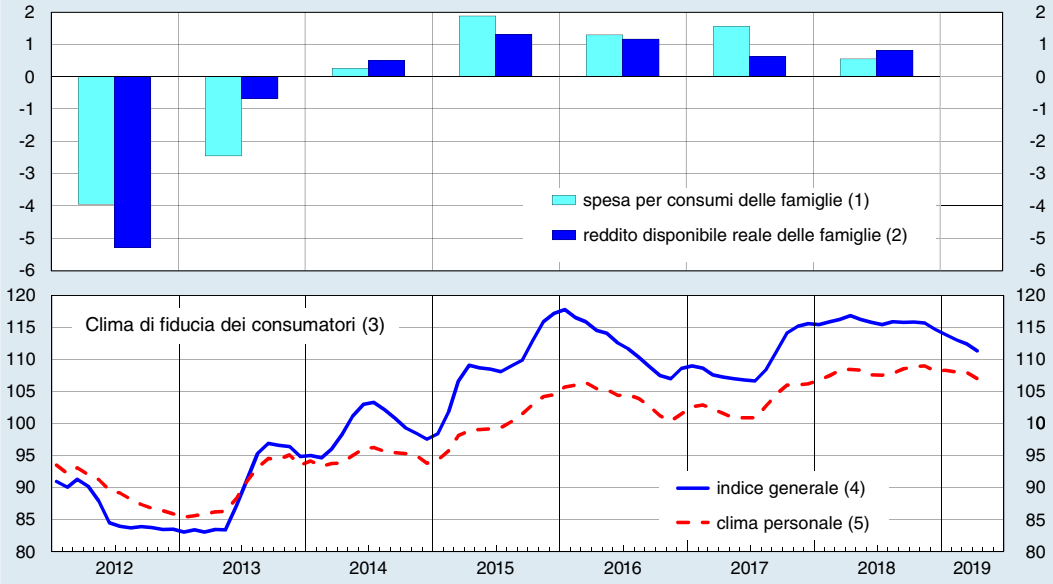
Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati.*
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2018, rispettivamente, all'1,9 e al 3,9 per cento.

I consumi hanno tratto sostegno dalla crescita del potere d'acquisto delle famiglie e da condizioni distese dell'offerta del credito al consumo. La propensione al risparmio, che si era ridotta nei tre anni precedenti, è tuttavia tornata a salire, al 7,5 per cento (fig. 5.2)[4], probabilmente per un maggiore rilievo di moventi precauzionali: nel complesso del 2018 il 91 per cento delle famiglie riteneva opportuno risparmiare (oltre sette punti percentuali in più rispetto all'anno precedente); si è anche lievemente ampliato il divario

[4] La propensione al risparmio è tornata a crescere (al 9,9 per cento) anche nella definizione Eurostat, riferita al complesso delle famiglie consumatrici e produttrici.

Figura 5.1

Consumi, reddito reale e clima di fiducia dei consumatori
(tassi di crescita e numeri indice)



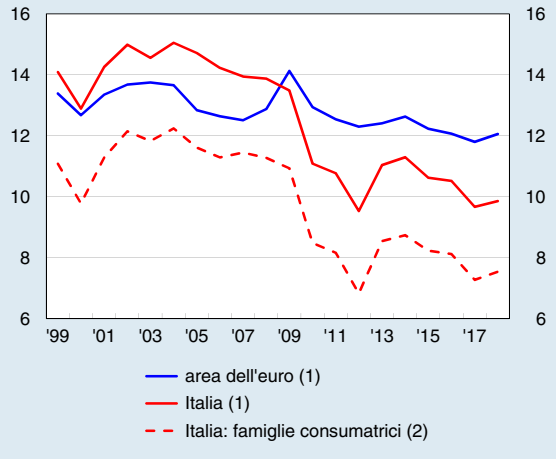
Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Spesa delle famiglie consumatrici e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp); valori concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Reddito disponibile delle famiglie consumatrici e delle Isp, deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 2010=100; dati destagionalizzati; medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento. – (4) L'indicatore è ottenuto come media dei saldi tra le risposte di miglioramento e peggioramento relative ai seguenti quesiti: situazione economica generale (a) nei passati e (b) nei prossimi 12 mesi; situazione economica personale (c) nei passati e (d) nei prossimi 12 mesi; (e) convenienza all'acquisto di beni durevoli; (f) tendenza della disoccupazione; (g) possibilità e (h) convenienza a risparmiare; (i) bilancio finanziario della famiglia. – (5) Media dei saldi relativi ai quesiti (c), (d), (e), (g), (h) e (i).

tra quanti desiderano risparmiare e quanti ritengono di essere in grado di farlo. L'indicatore del clima di fiducia, pur rimanendo su livelli elevati, è gradualmente diminuito nella parte finale dell'anno, per effetto soprattutto del deterioramento dei giudizi sulla situazione economica generale e sull'andamento dell'occupazione; queste tendenze sono proseguite nei primi mesi del 2019, portando in aprile l'indice di fiducia al valore minimo da più di un anno e mezzo.

Per alcune tipologie di famiglie, in particolare quelle più indebitate, i consumi potrebbero aver risentito, come nel recente passato, anche di aspettative di inflazione ancora deboli (cfr. il riquadro: *Il ruolo delle aspettative di inflazione nelle scelte di consumo delle famiglie italiane*).

Figura 5.2

Propensione al risparmio delle famiglie
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.
(1) Include oltre alle famiglie consumatrici quelle produttrici e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice le voci *Famiglie* e *Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie*). – (2) Il risparmio è calcolato al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione.

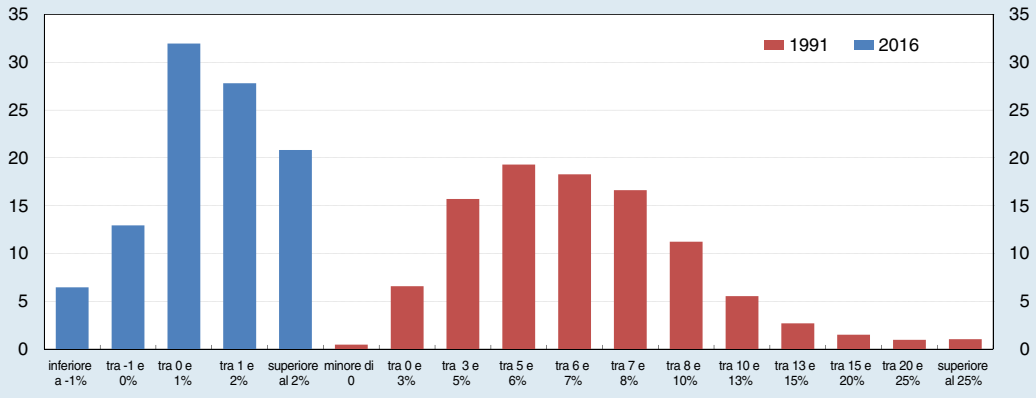
IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE NELLE SCELTE DI CONSUMO DELLE FAMIGLIE ITALIANE

Le aspettative di inflazione possono rivestire un ruolo significativo nelle scelte di consumo delle famiglie. Da un lato una più elevata variazione attesa dei prezzi comporta una flessione del tasso di interesse reale (a parità di quello nominale), che aumenta la convenienza ad anticipare i consumi (effetto di sostituzione); dall'altro ne discende (a parità delle altre condizioni e in particolare del reddito nominale) una riduzione del potere d'acquisto delle famiglie, che le induce a diminuire la spesa corrente (effetto di reddito). La risposta dei consumi a variazioni nell'inflazione attesa risente anche della posizione patrimoniale delle famiglie: una revisione al rialzo delle aspettative di inflazione comprime sia il valore reale della loro ricchezza, sia quello del loro debito, con effetti di segno opposto sulle decisioni di spesa.

Per valutare la rilevanza dei diversi canali attraverso cui l'inflazione attesa incide sulle scelte di consumo occorrono misure affidabili delle aspettative delle famiglie, la cui disponibilità è assai minore rispetto a quelle raccolte presso gli operatori professionali o a quelle desunte dai prezzi delle attività finanziarie[1]. Per il nostro paese alcune edizioni dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) della Banca d'Italia[2] hanno rilevato direttamente le aspettative di inflazione; nel complesso queste approssimano correttamente l'effettiva dinamica dell'indice dei prezzi al consumo in seguito pubblicato dall'Istat. A titolo di esempio nell'indagine sul 1991, in regime di inflazione alta e volatile, circa il 70 per cento delle attese era compreso tra il 3,0 e l'8,0 per cento, con media pari al 7,0, che si confronta con una variazione ufficiale dei prezzi in quell'anno pari al 6,2 per cento; nella rilevazione sul 2016, in presenza di inflazione stabilmente bassa, la media delle aspettative si collocava allo 0,9 per cento (contro l'1,3

Figura

Distribuzione delle aspettative di inflazione
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, IBF; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (*IBF*).

[1] Per un'analisi delle aspettative di inflazione rilevate presso le imprese italiane, cfr. il riquadro: *Le aspettative di inflazione delle imprese italiane e il mercato del lavoro* del capitolo 9 nella *Relazione annuale* sul 2017.

[2] *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 1991*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 44, 1993 e *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 marzo 2018.

dell'inflazione ufficiale) e la distribuzione era fortemente concentrata su valori molto moderati (figura).

Nostre stime per l'Italia[3] mostrano che nel 1991, anno caratterizzato da inflazione ancora relativamente alta e da elevata indicizzazione dei salari e dei redditi monetari alle variazioni dei prezzi, è prevalso l'effetto di sostituzione: aspettative di inflazione più alte si sono tradotte in un minor tasso di interesse reale e in un diffuso aumento della spesa corrente; l'effetto è stato maggiore per le famiglie più giovani e per quelle indebitate. Negli anni più recenti – per i quali si dispone di informazioni sulle intenzioni di acquisto di una sola categoria di beni durevoli, sia pur molto rilevante (le automobili) – la reazione è stata più eterogenea tra gruppi di famiglie. In un contesto caratterizzato da tassi di interesse con minori spazi di riduzione e da inflazione su livelli pressoché nulli, l'impatto di aspettative di inflazione individuali più elevate sulla propensione a spendere si conferma positivo e significativo per le sole famiglie indebitate.

[3] C. Rondinelli e R. Zizza, *Spending today or spending tomorrow? The role of inflation expectations on consumer behavior*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

Nel 2017 la ricchezza detenuta dalle famiglie consumatrici sotto forma di attività reali (quasi esclusivamente abitazioni) è scesa dello 0,6 per cento in termini nominali. Dal 2012, in corrispondenza con l'inizio della flessione dei prezzi delle case, si è cumulativamente ridotta di circa il 7 per cento; secondo nostre stime lo scorso anno sarebbe ulteriormente diminuita. La ricchezza totale, che include anche le attività finanziarie nette ed è riferita al complesso delle famiglie consumatrici e produttrici, si sarebbe ridotta di poco più del 2 per cento, scendendo a 8,1 volte il reddito disponibile (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*)[5].

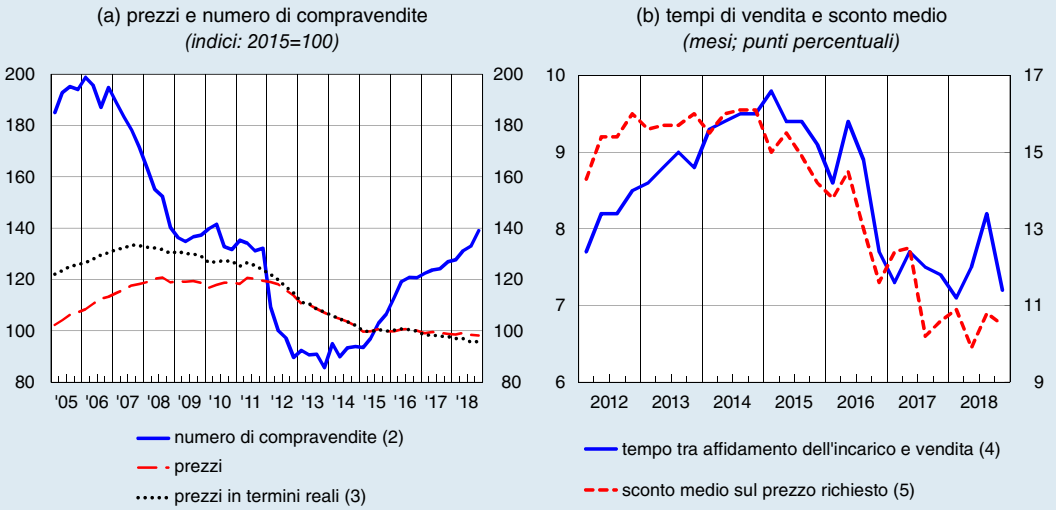
Sulla base dei dati dell'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate, nella media del 2018 le compravendite di abitazioni sono cresciute del 6,5 per cento; sono tornate sui livelli dell'estate 2010, prima della crisi del debito sovrano, ma restano ampiamente al di sotto dei valori toccati prima della crisi finanziaria globale (fig. 5.3.a). Il recupero delle compravendite non si è ancora tradotto in un rincaro dei prezzi di mercato. Indicazioni di ripresa si riscontrano però in alcune aree metropolitane, quali Milano e Torino, dove i prezzi delle abitazioni sono saliti del 2,9 e dello 0,5 per cento, rispettivamente. Nonostante la flessione dei prezzi, negli ultimi anni si è registrato un consistente aumento dei canoni di locazione nei capoluoghi di provincia (cfr. il riquadro: *Il mercato delle locazioni nelle città italiane*).

Secondo il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e OMI, nella media del 2018 sono rimasti bassi sia i tempi medi necessari alla vendita, sia lo sconto medio praticato sul prezzo iniziale (fig. 5.3.b).

[5] Per maggiori informazioni, cfr. anche Banca d'Italia e Istat, *La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane: 2005-2017*, maggio 2019.

Figura 5.3

Mercato delle abitazioni in Italia (1)



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia, Istat, *Consulente immobiliare* e *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*.
(1) Dati trimestrali. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (4) I tempi di vendita sono misurati in mesi. – (5) Scala di destra.

IL MERCATO DELLE LOCAZIONI NELLE CITTÀ ITALIANE

In Italia, come in altri paesi europei, le informazioni sulle locazioni immobiliari sono frammentarie e disponibili con forte ritardo, precludendo un'analisi tempestiva di un mercato di rilevanti dimensioni. Secondo l'ultima *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) della Banca d'Italia, nel 2016 circa il 20 per cento delle famiglie italiane viveva in affitto, una quota che raggiungeva il 38 e il 46 per cento tra quelle più giovani e meno abbienti, rispettivamente; il canone di locazione gravava in media per il 23 per cento sul reddito annuo del complesso delle famiglie affittuarie.

Informazioni tempestive sul mercato delle locazioni possono essere desunte dalle inserzioni pubblicate sui siti internet specializzati, che negli ultimi anni hanno registrato una rapida diffusione. In un recente lavoro[1] è stata impiegata un'ampia banca dati di annunci di locazione di abitazioni situate nei comuni capoluogo di provincia, pubblicati da gennaio del 2016 sul sito Immobiliare.it. A differenza delle altre fonti statistiche disponibili, principalmente di natura amministrativa o qualitativa, la banca dati utilizzata contiene informazioni particolareggiate sulle caratteristiche delle singole unità immobiliari, delle quali, data la forte eterogeneità del patrimonio abitativo italiano, bisogna tenere conto per limitare le distorsioni nella misurazione della dinamica dei valori di mercato. Sono inoltre riportati i canoni richiesti dai locatori, che approssimano fedelmente la dinamica di quelli effettivi nel segmento dei nuovi contratti di locazione. Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* – condotto trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e con l'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI)

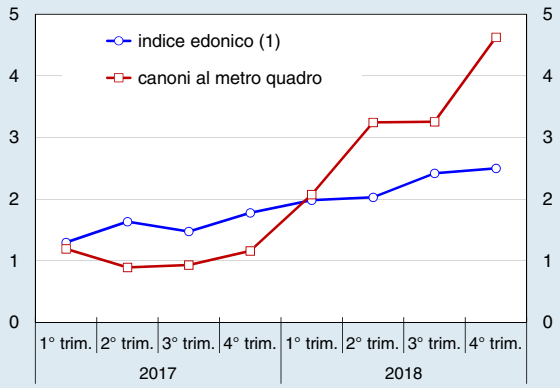
[1] M. Loberto, *Il mercato degli affitti nelle città italiane: un'analisi basata sugli annunci online*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

dell'Agenzia delle Entrate – tra la primavera del 2017 e la fine del 2018 lo sconto medio rispetto alle richieste iniziali è rimasto pressoché stabile, intorno al 3 per cento.

Sulla base di regressioni edoniche, ossia che tengono conto dell'impatto delle caratteristiche delle singole abitazioni sul costo degli affitti, nei comuni capoluogo di provincia i canoni per metro quadro sarebbero cresciuti dell'1,6 per cento nel 2017 e avrebbero accelerato al 2,2 nel 2018 (figura). Il diverso andamento dei canoni medi al metro quadro direttamente rilevati dalle inserzioni, aumentati nell'ultimo anno del 3,3 per cento, segnala che è in atto una ricomposizione dell'offerta in favore delle abitazioni di minore dimensione, arredate e in un migliore stato di conservazione; a queste caratteristiche si associano infatti più elevati canoni di locazione al metro quadro.

Figura

Canoni di locazione richiesti
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Immobiliare.it.
(1) L'indice edonico mostra l'evoluzione dei canoni di locazione tenendo conto di come questi siano influenzati dalle diverse caratteristiche delle abitazioni.

In un contesto di prolungata flessione dei prezzi di vendita, il rialzo dei canoni di locazione ha comportato un aumento del saggio di rendimento delle abitazioni. La crescita dei canoni di affitto potrebbe risentire della recente diffusione dei cosiddetti affitti brevi, che possono comportare una riduzione dell'offerta nel mercato della locazione di lungo periodo.

Le dinamiche eterogenee tra il mercato della proprietà e quello della locazione potrebbero essere indotte da una minore attrattività o accessibilità della proprietà immobiliare nell'attuale fase ciclica, soprattutto in alcune fasce della popolazione: secondo l'IBF l'incidenza di affittuari tra le coorti più giovani mostra un graduale rialzo, da circa il 31 per cento nel 2006 al 37 nel 2016.

6. LE IMPRESE

Il valore aggiunto in Italia ha rallentato sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi, risentendo della debolezza del ciclo internazionale e, soprattutto nella seconda parte dell'anno, delle incertezze che hanno frenato la domanda interna. Il valore aggiunto ha invece accelerato nel settore delle costruzioni, dove ha beneficiato della dinamica relativamente robusta della spesa per investimenti residenziali, ed è tornato a crescere nell'agricoltura.

Il numero di aziende attive ha continuato ad aumentare, ma a un ritmo inferiore rispetto al 2017, per effetto della flessione del tasso di natalità, in atto dal 2010, e di un lieve incremento del tasso di mortalità che ha riguardato quasi tutti i settori.

Nella media dell'anno la crescita degli investimenti è stata sostenuta, ma inferiore a quella del 2017: il recupero della spesa in conto capitale, avviatosi alla fine del 2014, si è arrestato nel secondo semestre, a causa dell'indebolimento del ciclo economico e del calo della fiducia delle imprese.

Secondo l'indagine svolta dalle Filiali della Banca d'Italia, poco più di metà delle imprese ha usufruito di almeno un'agevolazione per gli investimenti, che per circa un terzo dei beneficiari ha indotto un aumento dell'accumulazione. I programmi per l'anno in corso prefigurano nel complesso un lieve aumento della spesa per investimenti, nonostante nella manifattura prevalgano attese di flessione.

La produttività del lavoro nel complesso del settore privato ha ristagnato, ma con un andamento fortemente eterogeneo tra imprese: la crescita è stata più elevata per quelle di maggiore dimensione e più innovative.

Gli andamenti economici

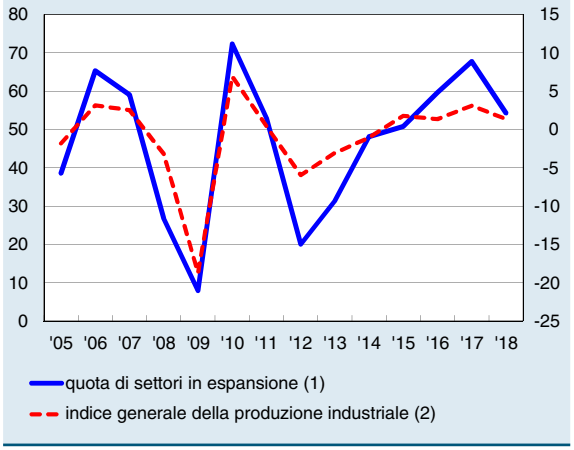
Il valore aggiunto e la produzione. – Nel 2018 il valore aggiunto dell'intera economia è aumentato dello 0,9 per cento (1,7 nel 2017). L'attività ha decelerato nel primo semestre, per effetto del brusco rallentamento nella manifattura, ed è poi diminuita lievemente nella seconda parte dell'anno, quando l'indebolimento si è diffuso a tutti i settori tranne che a quello delle costruzioni.

Nella media del 2018 la produzione industriale ha decelerato, crescendo dell'1,3 per cento (da 3,1 nel 2017). Nel corso dell'anno ha risentito inizialmente della diminuzione delle vendite all'estero; il calo si è intensificato nel secondo semestre, in corrispondenza del peggioramento della domanda nazionale.

Il rallentamento della produzione industriale ha interessato anche gli altri maggiori paesi dell'area dell'euro. Il comparto automobilistico è stato particolarmente colpito, soprattutto in Italia e in Germania, per effetto dell'adeguamento alla nuova normativa sulle emissioni inquinanti in vigore da settembre, oltre che della riduzione della domanda globale. In Italia, come negli altri principali paesi dell'area, i segnali di minore vivacità dell'attività industriale sono risultati tuttavia diffusi: nel complesso dell'anno la produzione è diminuita nei comparti dei beni di consumo durevole ed energetici, accelerando solo in quello dei beni non durevoli. La quota di settori in espansione si è ridotta di oltre dieci punti percentuali, al 54 per cento (fig. 6.1). Nel primo trimestre del 2019 la produzione ha ripreso ad aumentare, seppure recuperando solo in parte la flessione avviatasi all'inizio dello scorso anno.

Figura 6.1

Produzione industriale: diffusione settoriale della crescita
(quote percentuali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: *indice destagionalizzato della produzione industriale*.
(1) Numero di settori in espansione sul totale (a livello di classe Ateco); sono considerati in espansione i settori in crescita rispetto all'anno precedente. – (2) Scala di destra.

Nel settore delle costruzioni il valore aggiunto ha accelerato (1,7 per cento, da 0,7); rimane tuttavia su valori inferiori di circa il 30 per cento rispetto a quelli precedenti la crisi finanziaria globale. L'attività ha beneficiato della dinamica relativamente robusta della spesa per investimenti residenziali. Secondo le stime di Cresme Ricerche spa, istituto che si occupa di analisi economiche e sociali di mercato per l'edilizia e il territorio, il numero di abitazioni completate è tornato ad aumentare per la prima volta da oltre un decennio. Anche il comparto non residenziale ha contribuito all'espansione dell'attività edile, sospinto dalla ripresa degli investimenti del settore privato a fronte della perdurante debolezza di quelli pubblici (cfr. il capitolo 16: *Gli investimenti pubblici*). Nei primi nove mesi dello scorso anno i permessi di costruire, che forniscono indicazioni prospettiche sull'evoluzione dell'attività, hanno continuato a crescere su base annua, raggiungendo livelli ben superiori al minimo toccato nel 2014.

Il valore aggiunto dei servizi ha decelerato allo 0,6 per cento (1,4 nel 2017), segnando una lieve flessione nella seconda parte dell'anno. L'attività è diminuita nel settore finanziario e assicurativo, nei servizi di informazione e comunicazione e nelle attività professionali; i servizi di alloggio e ristorazione, sospinti dalla dinamica positiva delle spese legate ai flussi turistici, hanno continuato ad aumentare, seppure a un ritmo più contenuto nel confronto con il 2017 (cfr. il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti* e il capitolo 15: *Il turismo in Italia: numeri e potenziale di sviluppo*).

La redditività. – La redditività operativa delle imprese, pari al rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto, è diminuita per il secondo anno consecutivo, riportandosi al di sotto dei livelli precedenti la crisi. Tale andamento riflette un aumento del costo del lavoro più rapido di quello del valore aggiunto (cfr. il capitolo 9: *I prezzi,*

i costi e la competitività). La redditività misurata come remunerazione dell'attivo (pari al rapporto tra MOL e attivo totale) è rimasta stabile (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di imprese e famiglie*).

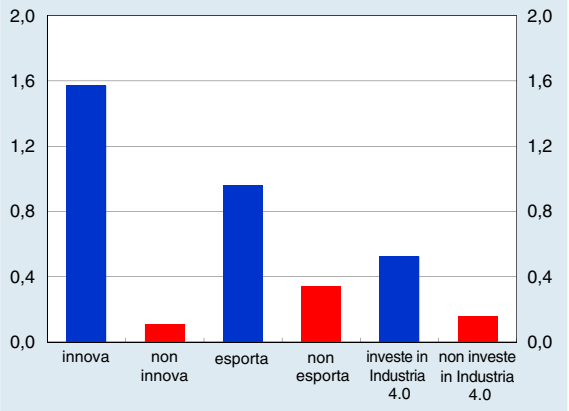
Secondo l'indagine svolta dalle Filiali della Banca d'Italia all'inizio di quest'anno su oltre 4.000 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari (*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, Invind), la quota di imprese in utile si è ridotta (al 73 per cento del totale), rimanendo tuttavia saldamente al di sopra dei livelli precedenti la crisi. La riduzione è stata più marcata nell'industria, in particolare nel metalmeccanico; all'interno dello stesso settore e della stessa area geografica, ha colpito tutte le imprese, escluse quelle molto grandi (sopra i 500 addetti). La quota delle imprese in utile ha continuato a espandersi nel Mezzogiorno (dal 69 al 71 per cento).

Secondo l'indagine, nel 2018 la crescita del fatturato si è attenuata rispetto all'anno precedente (0,6 per cento in termini reali, da 2,3 nel 2017) e con dinamiche molto diverse tra imprese: a parità di dimensione, settore e localizzazione, l'espansione delle vendite è risultata più elevata – come già nel biennio precedente – per le imprese innovatrici, esportatrici e che hanno investito in tecnologie digitali avanzate (fig. 6.2).

La demografia di impresa. – Nel corso del 2018 il tasso di natalità netta delle imprese è stato pari allo 0,6 per cento (circa 30.000 imprese in più), 0,3 punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente (fig. 6.3). È proseguita la diminuzione del tasso di natalità lordo in atto dal 2010, mentre il tasso di mortalità, dopo quattro anni di flessione, è lievemente salito.

Figura 6.2

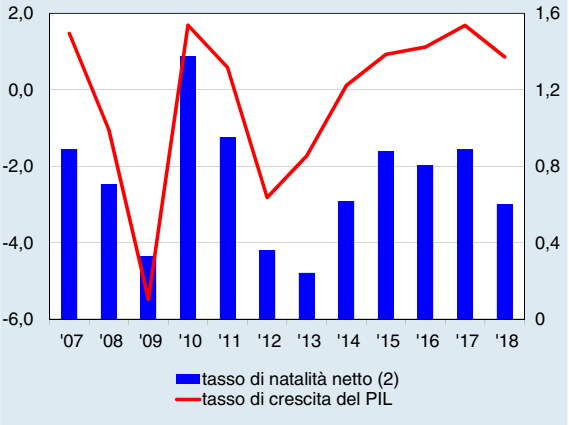
Strategia di impresa e crescita del fatturato nel 2018 (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi *(Invind)*.
(1) Per le diverse categorie di imprese gli istogrammi riportano la variazione media del fatturato a prezzi costanti calcolata a parità di dimensione, settore e localizzazione di impresa. La categoria "innova" ("non innova") include le imprese che nel 2018 (non) hanno sostenuto spese in ricerca e sviluppo; la categoria "esporta" ("non esporta") include quelle che nel 2018 hanno realizzato sui mercati esteri più (meno) di un terzo del loro fatturato; la categoria "investe in Industria 4.0" ("non investe in Industria 4.0") include quelle che nel 2018 (non) hanno sostenuto investimenti in tecnologie digitali avanzate.

Figura 6.3

Tasso di natalità netta di impresa e tasso di crescita del PIL (1)
(valori percentuali; variazioni percentuali sul periodo precedente)



Fonte Istat, *Conti economici nazionali* ed elaborazioni su dati Infocamere, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: natalità e mortalità di impresa*. Il tasso di natalità netta è calcolato come differenza tra il tasso di natalità e quello di mortalità.
(1) PIL a valori concatenati con anno di riferimento 2010. – (2) Scala di destra.

La crescita della mortalità ha interessato, pur con diversa intensità, quasi tutti i settori, ad eccezione dell'agricoltura, delle attività estrattive, dei servizi immobiliari e dei trasporti. Nel 2018 il tasso di mortalità ha registrato l'incremento maggiore per le aziende di età intermedia (11-20 anni), mentre per quelle più mature si è mantenuto stabile sui valori degli ultimi quattro anni; per le imprese più giovani (0-10 anni) la flessione della mortalità, che era iniziata nel 2014 dopo che queste erano state particolarmente colpite negli anni della crisi globale, si è interrotta.

La quota delle società di capitali sul totale delle imprese attive ha continuato a crescere (al 23 per cento; era pari al 14 nel 2007); tra le nuove nate dell'anno ha raggiunto il 33 per cento (il 21 per cento nel 2007). Si è ancora ridotta la quota di ditte individuali, la cui natalità netta è stata negativa per il settimo anno consecutivo.

Il saldo tra iscrizioni e cessazioni di imprese è stato particolarmente positivo nel Mezzogiorno (19.000 imprese), contribuendo a spiegare il 60 per cento dell'incremento a livello nazionale. Come nel resto del Paese, sono aumentate le imprese con forme giuridiche più complesse: la quota delle società di capitali sul totale delle imprese attive nel Mezzogiorno è salita al 19 per cento (dal 12 nel 2009).

Gli investimenti. – L'accumulazione di capitale è aumentata del 3,4 per cento (4,3 nel 2017; tav. 6.1), per effetto di un'accelerazione della spesa in costruzioni e di una dinamica sostenuta, ancorché inferiore a quella del precedente triennio, degli acquisti di beni strumentali. In Italia l'espansione degli investimenti è risultata meno robusta rispetto alla Spagna, ma superiore a quella registrata in Germania e in Francia. La quota

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia
(valori concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)

VOCI	Composizione % nel 2018 (1) *(quantità ai prezzi dell'anno precedente)*	Variazioni			Quote del PIL (1) *(quantità ai prezzi dell'anno precedente)*	
		2016	2017	2018	2000	2018
Costruzioni	45,0	0,9	1,3	2,6	9,8	8,1
abitazioni (2)	24,8	1,2	2,7	3,8	4,7	4,5
altre costruzioni (2)	20,2	0,6	-0,2	1,3	5,1	3,6
costi per trasferimento di proprietà	4,4	16,7	6,3	6,6	0,8	0,8
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	38,7	6,6	9,0	5,4	7,9	7,0
di cui: mezzi di trasporto	9,4	23,7	38,7	14,5	1,6	1,7
Prodotti della proprietà intellettuale	16,3	4,5	2,5	0,8	2,5	2,9
Totale investimenti fissi lordi	**100,0**	**3,5**	**4,3**	**3,4**	**20,2**	**18,0**
Totale escluse le abitazioni	–	4,3	4,9	3,3	15,4	13,6
Totale escluse le costruzioni	–	5,9	6,9	4,0	10,4	9,9

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati.*
(1) Eventuali discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti. – (2) Inclusi i costi per trasferimento di proprietà.

degli investimenti sul PIL è salita per il quarto anno consecutivo, al 18,0 per cento; il divario rispetto al valore raggiunto prima della crisi finanziaria globale, superiore a tre punti percentuali, è dovuto esclusivamente alla componente delle costruzioni.

Il recupero degli investimenti, in atto dal quarto trimestre del 2014, si è tuttavia arrestato nella seconda parte dell'anno. L'accumulazione ha risentito dell'indebolimento dell'attività economica, dell'aumento dell'incertezza e del progressivo deterioramento del clima di fiducia delle imprese.

Gli acquisti di beni strumentali e attività immateriali, seppure in rallentamento, hanno continuato a beneficiare nel 2018 della proroga di larga parte degli incentivi fiscali già previsti per l'anno precedente (cfr. il capitolo 6: *Le imprese* nella *Relazione annuale* sul 2017): circa metà delle imprese intervistate nell'ambito dell'indagine Invind ha dichiarato di aver fatto ricorso al regime di super ammortamento o a quello di iper ammortamento dei nuovi beni capitali. Quest'ultimo è stato esteso all'intero 2019 già alla fine dello scorso anno, con la legge di bilancio per il 2019, mentre il super ammortamento, inizialmente non prorogato, è stato riproposto alla fine di aprile 2019 dal DL 34/2019 ("decreto crescita"), che ha però introdotto un limite all'ammontare della spesa per cui è possibile usufruire dei relativi vantaggi fiscali.

Gli investimenti in costruzioni hanno accelerato, beneficiando sia del nuovo aumento nel segmento residenziale (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*) sia del parziale recupero in quello delle altre costruzioni. L'accumulazione in quest'ultimo comparto è stata sospinta dalla componente privata, in un contesto di attenuazione della flessione dei prezzi degli immobili non residenziali; vi si è contrapposto il calo degli investimenti delle Amministrazioni pubbliche, nonostante il nuovo rialzo degli importi posti a gara (cfr. il capitolo 16: *Gli investimenti pubblici*). La rilevazione condotta dalla Banca d'Italia su un campione di oltre 500 imprese edili conferma per lo scorso anno una riduzione della produzione di opere pubbliche.

Lo stock di capitale al netto delle abitazioni, in flessione del 3,5 per cento dal 2011, ha segnato il primo marginale rialzo.

Gli investimenti nell'indagine Invind. – Secondo l'indagine Invind, nel 2018 gli investimenti sono cresciuti soprattutto fra le imprese con oltre 200 addetti dell'industria in senso stretto (tav. 6.2). A differenza del triennio 2015-17, nell'industria la spesa effettiva è risultata superiore ai piani precedentemente formulati, mentre nei servizi è stata inferiore a quanto programmato.

Come nel 2017, la quota di imprese che ha impiegato almeno un'agevolazione per gli investimenti è risultata poco superiore al 50 per cento e per circa un terzo di queste aziende gli incentivi hanno indotto un incremento dell'accumulazione.

I programmi per il 2019 prefigurano un aumento assai modesto della spesa in conto capitale, seppure con andamenti eterogenei tra i settori: al nuovo rialzo per le imprese dei servizi e per quelle energetiche ed estrattive, di entità comunque inferiore allo scorso anno, si contrapporrebbe una decisa flessione per la manifattura, frenata in particolare dalla minore spesa delle imprese più piccole e meno orientate alle esportazioni.

Tavola 6.2

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1)
(variazioni percentuali a prezzi 2018, salvo diversa indicazione)

VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta
Industria in senso stretto									
Consuntivo per il 2018	8,6	3,9	6,3	11,9	10,9	2,8	15,2	2,3	13,9
Tasso di realizzo (4)	102,8	117,3	102,7	106,5	96,6	97,7	108,5	98,8	106,1
Programmi per il 2019	0,3	-11,7	-3,0	-1,6	8,3	1,8	-1,5	2,0	-1,4
di cui: manifattura									
consuntivo per il 2018	7,4	5,4	5,6	12,5	8,0	-4,3	16,7	-1,6	15,0
tasso di realizzo (4)	105,7	118,2	104,0	106,4	99,5	100,5	109,2	100,9	109,3
programmi per il 2019	-3,2	-12,5	-4,9	-6,9	7,1	-2,8	-3,5	-1,9	-4,2
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2018	1,2	5,9	2,6	11,5	-3,4	....	....	-4,4	7,4
Tasso di realizzo (4)	94,3	111,3	94,0	99,8	87,6	....	....	90,2	98,8
Programmi per il 2019	0,5	-13,9	-7,1	-9,2	12,0	....	....	-5,6	5,2
Totale									
Consuntivo per il 2018	4,9	5,0	4,7	11,8	2,8	....	....	-1,3	10,8
Programmi per il 2019	0,4	-12,8	-4,6	-4,3	10,3	....	....	-1,3	2,0

Fonte: Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese:* Indagine sulle imprese industriali e dei servizi *(Invind)*.
(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) della distribuzione della spesa per investimenti. Il deflatore degli investimenti è stimato sulla base di quelli forniti dalle singole imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sotto (basso/bassa) o al di sopra (alto/alta) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi, con riferimento al 2018 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, alle previsioni per il 2019 per i programmi. – (3) Riferito alle sole imprese industriali. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine dello scorso anno) per il 2018. – (5) Servizi privati non finanziari.

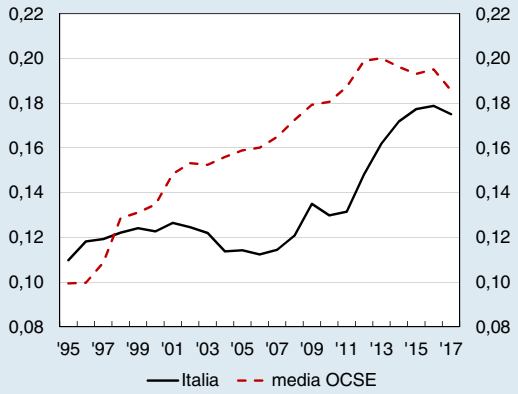
L'innovazione. – Gli investimenti nei prodotti della proprietà intellettuale hanno decelerato per il secondo anno consecutivo (sono aumentati dello 0,8 per cento; tav. 6.1), dopo la crescita sostenuta del biennio 2015-16 (cfr. il riquadro: *Crisi finanziaria e cambiamento tecnologico: il ruolo delle start up*). La spesa per questi investimenti ha avuto un andamento simile in Germania, mentre ha accelerato in Francia; in rapporto al PIL, è rimasta costante in Italia (al 2,9 per cento), lievemente scesa in Germania (al 3,7 per cento) e aumentata in Francia (al 5,7 per cento).

CRISI FINANZIARIA E CAMBIAMENTO TECNOLOGICO: IL RUOLO DELLE START UP

Nella media dei paesi OCSE l'incidenza delle spese in ricerca e sviluppo, software e altri prodotti della proprietà intellettuale sul totale degli investimenti è quasi raddoppiata negli ultimi vent'anni, fino a raggiungere il 20 per cento, sostenendo l'innovazione tecnologica e la crescita (figura A)[1]. In Italia invece la quota degli investimenti in beni immateriali è rimasta costante fino al 2007; è fortemente aumenta solo a partire dalla crisi finanziaria, quando alla crescita degli investimenti in capitale immateriale (complessivamente pari al 20 per cento tra il 2007 e il 2018) si è associata la caduta di quelli in capitale fisico (circa il 25 per cento).

Figura A

Quota di beni immateriali sul totale degli investimenti fissi lordi (1)

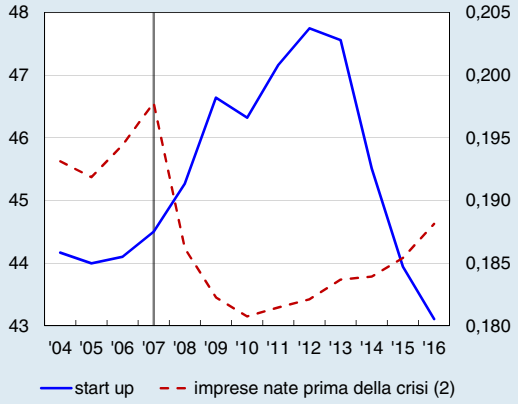


Fonte: Istat e OCSE.
(1) Rapporto tra la spesa in beni della proprietà intellettuale e investimenti fissi lordi per il totale dell'economia. Serie a valori concatenati.

Sulla base di un'analisi dei dati di bilancio per l'universo delle società di capitali italiane[2], si può affermare che l'incremento della quota degli investimenti in beni immateriali registrato durante la doppia recessione (2008-2013) è interamente attribuibile alle imprese nate in quegli anni[3], a fronte di un calo tra le aziende già presenti sul mercato[4] (figura B).

Figura B

Quota di beni immateriali sul totale del capitale fisso (1)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci.
(1) I beni immateriali e il capitale fisico sono calcolati dai dati di bilancio, utilizzando il metodo dell'inventario permanente. La figura riporta la quota media di beni immateriali sul totale del capitale fisso (beni immateriali e capitale fisico) per le start up (imprese con età uguale o inferiore a un anno) e per le imprese nate prima dell'anno 2007 (al netto delle start up). – (2) Scala di destra.

[1] J. Haskel e S. Westlake, *Capitalism without capital: the rise of the intangible economy*, Princeton, Priceton University Press, 2018.

[2] G. Gonzales-Torres, F. Manaresi e F. Scoccianti, *Born in hard times: startups and intangible investments*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[3] In particolare tra il 2008 e il 2013 le start up, pur rappresentando meno del 15 per cento del campione analizzato, hanno contribuito per oltre il 50 all'accumulazione di capitale immateriale. Per un'analisi del contributo delle start up e delle giovani imprese italiane all'accumulazione del capitale nelle diverse fasi cicliche, cfr. F. Manaresi e F. Scoccianti, *Battle scars. New firms' capital, labor, and revenue growth during the Double-dip Recession*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 390, 2017.

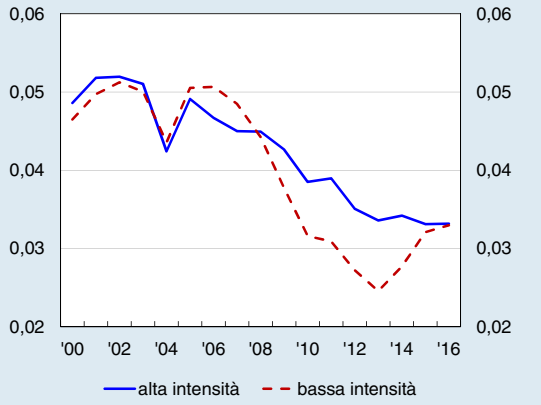
[4] Il calo degli investimenti immateriali delle imprese già presenti sul mercato durante la crisi, in Italia e negli altri paesi sviluppati, è stato oggetto di alcuni studi che hanno mostrato come le imprese più fragili e indebitate abbiano preferito investire nel capitale materiale perché più facilmente collateralizzabile. Per maggiori dettagli, cfr. F. Manaresi e N. Pierri, *Credit supply and productivity growth*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1168, 2018 e R. Duval, G.H. Hong e Y. Timmer, *Financial frictions and the great productivity slowdown*, IMF Working Paper, 129, 2017.

Le prime risultano essere mediamente più produttive, con un minore rapporto tra capitale e prodotto, e più orientate verso gli immobilizzi immateriali sia nel confronto con i valori osservati per le imprese già esistenti sia rispetto a quelli prevalenti tra le start up nate prima della crisi.

L'evidenza empirica e la simulazione di un modello macroeconomico con imprese eterogenee mostrano come le restrizioni nell'offerta di credito registrate negli anni della crisi abbiano non solo esacerbato la caduta nei tassi di entrata indotta dal calo della domanda aggregata, ma anche determinato una più accentuata selezione a favore di nuove imprese dotate di una tecnologia ad alta intensità di beni immateriali. I loro tassi di natalità sono diminuiti meno di quelli delle altre tipologie di aziende (figura C), nonostante il più difficile utilizzo del capitale immateriale come garanzia per il finanziamento a debito.

Figura C

Natalità delle imprese secondo l'intensità di beni immateriali (1)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci.
(1) L'intensità di beni immateriali è misurata sulla base della distribuzione della quota di beni immateriali sul totale del capitale fisico alla nascita nel periodo precedente la crisi globale (anni 1999-2006). Nella figura è riportato il rapporto tra nuove imprese dell'anno e stock di imprese esistenti nell'anno precedente. Le nuove imprese sono distinte tra quelle la cui intensità di beni immateriali alla nascita è uguale o superiore alla mediana della distribuzione stessa (imprese ad alta intensità di immateriali) e quelle la cui intensità è inferiore a tale valore (imprese a bassa intensità di immateriali).

Le start up che fanno un uso intensivo dei prodotti della proprietà intellettuale hanno sofferto in misura minore la stretta creditizia grazie a una capacità di autofinanziamento più elevata, frutto da un lato di una minore domanda di capitale complessivo per unità di prodotto e dall'altro di una maggiore profittabilità dei loro investimenti.

A partire dal 2014, con il normalizzarsi delle condizioni di credito, la selezione all'entrata in favore di tali imprese è venuta meno (figura B). Le coorti di aziende nate durante la crisi hanno però continuato a sostenere l'accumulazione di beni immateriali, ponendo le basi per un rilancio dell'innovazione tecnologica e della crescita.

Nel 2018 la spesa in ricerca e sviluppo misurata a valori concatenati è lievemente diminuita; in rapporto al PIL risulta pari all'1,5 per cento, circa la metà di Germania e Francia. Nel 2017, ultimo anno per il quale si dispone di dati a livello di settore istituzionale, le imprese italiane avevano accresciuto la loro spesa in ricerca e sviluppo dell'1,8 per cento, un tasso superiore a quello di università e altre istituzioni pubbliche: l'incidenza del settore delle imprese sulla spesa complessiva è salita al 61,5 per cento (era il 52,8 nel 2009). Tale tendenza è riscontrabile anche nelle altre maggiori economie europee; il peso del settore privato ha raggiunto il 54,9 per cento in Spagna, il 65,0 in Francia e il 69,8 in Germania. In base a nostre elaborazioni sui dati dell'indagine Invind, nel 2018 la spesa in ricerca e sviluppo, tenuto conto della classe dimensionale, è diminuita per le imprese dei servizi mentre ha continuato ad aumentare nella manifattura, sebbene con un forte rallentamento dal 2017.

Nel 2018 il numero di brevetti italiani depositati presso il competente ufficio europeo (European Patent Office) è cresciuto per il quarto anno consecutivo, a ritmi più elevati nei settori dell'ingegneria elettronica (in particolare nei semiconduttori) e della chimica; l'ingegneria meccanica resta il comparto con il numero più elevato di brevetti registrati. Nonostante il recente miglioramento, permane un marcato divario tra l'Italia e i maggiori paesi europei: i brevetti italiani rappresentano il 2,6 per cento di quelli totali depositati in Europa (il 15,4 e il 6,6 per i brevetti tedeschi e francesi, rispettivamente).

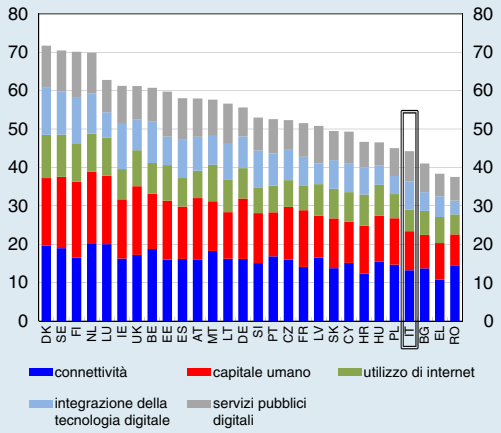
Secondo i dati dell'indagine Invind, nell'ultimo anno è aumentata la quota di imprese che investe in tecnologie digitali avanzate (dal 38 al 44 per cento): per quasi la metà di queste aziende si tratta comunque di una spesa inferiore al 5 per cento degli investimenti totali effettuati nell'anno. Nel confronto internazionale rimane evidente il ritardo dell'Italia nell'adozione e utilizzo di tecnologie digitali (cfr. il riquadro: *Il ritardo digitale dell'Italia*).

IL RITARDO DIGITALE DELL'ITALIA

A partire dalla metà degli anni novanta il divario di produttività tra Europa e Stati Uniti si è ampliato, principalmente a causa della lentezza con cui si sono diffuse nelle economie europee le tecnologie dell'informazione e comunicazione (*information and communication technology,* ICT*)* e quelle digitali (ad es. robotica avanzata e intelligenza artificiale). In questi campi il nostro paese ha accumulato un ritardo particolarmente marcato[1]. L'indice elaborato dalla Commissione europea che riassume il livello di digitalizzazione dell'Europa e degli Stati membri (*digital economy and society index,* DESI*)* pone il nostro paese al 25° posto nell'Unione (figura A).

Figura A

Indice di digitalizzazione dell'economia e della società nel 2018 (1)



Fonte: Commissione europea, 2018.
(1) DK=Danimarca; SE=Svezia; FI=Finlandia; NL=Paesi Bassi; LU=Lussemburgo; IE=Irlanda; UK=Regno Unito; BE=Belgio; EE=Estonia; ES=Spagna; AT=Austria; MT=Malta; LT=Lituania; DE=Germania; SI=Slovenia; PT=Portogallo; CZ=Repubblica Ceca; FR=Francia; LV=Lettonia; SK= Slovacchia; CY=Cipro; HR=Croazia; HU=Ungheria; PL=Polonia; IT=Italia; BG=Bulgaria; EL=Grecia; RO=Romania.

Nel 2010 in Italia il settore dell'economia digitale[2] contribuiva per il 5,7 per cento al valore aggiunto del totale dell'economia, un livello inferiore al 6,5 per cento della media europea. Tale quota in Italia è diminuita al 5 per cento nel 2017, in controtendenza rispetto alla Germania e alla media dell'Unione europea (UE).

[1] OCSE, *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2017: the digital transformation*, 2017.

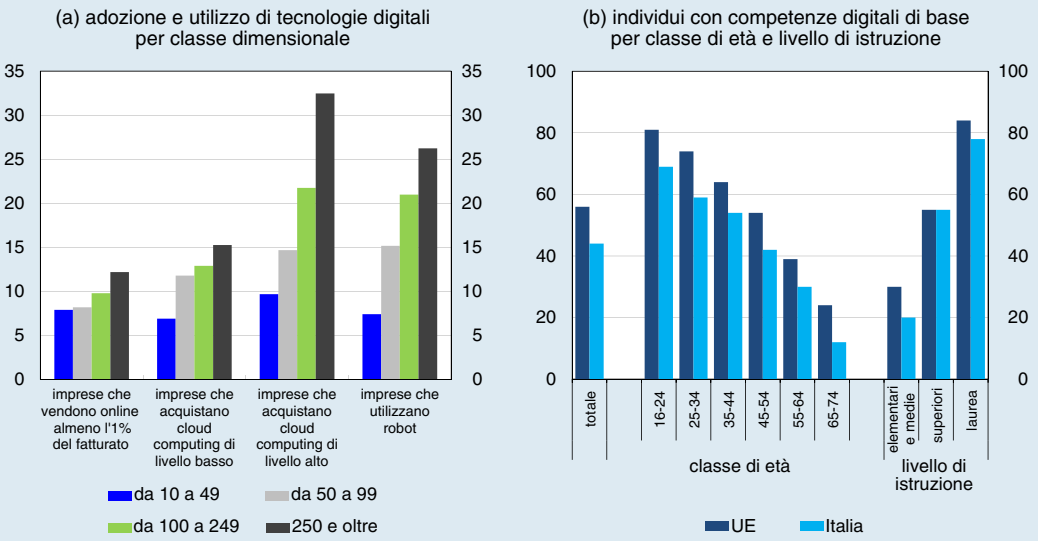
[2] L'economia digitale comprende i seguenti settori: informazione e comunicazione, telecomunicazioni, servizi di informazione e comunicazione, attività di programmazione e trasmissione, attività editoriali, fabbricazione di apparecchiature elettriche, fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica.

L'impiego delle nuove tecnologie nelle diverse attività economiche è basso. Nel 2018 solo il 10 per cento delle aziende italiane ha realizzato almeno l'1 per cento del fatturato attraverso il commercio elettronico, contro il 17 della media europea e il 20 in Germania. Rimane inferiore in Italia, seppure meno distante dagli standard internazionali, la quota di imprese che utilizzano servizi di cloud computing (23 contro 26 per cento nella media UE). In Italia la presenza di robot industriali (2,6 robot ogni 1.000 addetti) risulta superiore rispetto alla Francia e alla Spagna, ma resta discosta dai valori raggiunti in paesi con una specializzazione produttiva simile (4,5 robot per 1.000 addetti in Germania).

Il ritardo nell'adozione e nell'utilizzo delle tecnologie digitali si associa non solo al peso che in Italia hanno le piccole imprese – tendenzialmente meno portate a ricorrere a tali tecnologie, specie quelle più avanzate[3] (figura B, pannello a) – ma anche al divario tra i tassi di adozione di nuove tecnologie delle imprese medio-grandi italiane rispetto a quelle dei principali paesi europei[4].

Figura B

Tecnologie digitali e competenze
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

La modesta digitalizzazione del sistema produttivo si riflette anche nella composizione della domanda di lavoro (cfr. il riquadro: *L'impatto della rete internet a banda larga sulle imprese italiane* del capitolo 8). Nonostante i progressi registrati negli ultimi anni, nel 2018 solo il 33 per cento della popolazione italiana ha utilizzato strumenti digitali nello svolgimento delle proprie mansioni; nella media UE la percentuale è pari al 42 per cento. Un divario analogo è riscontrabile nella percentuale di specialisti ICT sul totale dell'occupazione. Solamente il 17 per cento delle imprese

[3] Si considerano di livello basso i servizi di cloud computing, di posta elettronica, software per ufficio, archiviazione di file. Si definiscono di livello alto i servizi di cloud computing di applicazioni software di finanza e contabilità, gestione dei rapporti con la clientela (*customer relationship management*, CRM), potenza di calcolo.

[4] M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

ha fornito ai propri dipendenti una formazione sul posto di lavoro relativa all'utilizzo delle tecnologie digitali, 6 punti percentuali al di sotto della media UE.

È bassa anche la diffusione di competenze digitali nella popolazione (cfr. il riquadro: *Online banking e scelte di portafoglio* del capitolo 7): solo il 41 per cento degli adulti possiede abilità digitali di base, 15 punti in meno rispetto alla media UE; il gap interessa tutte le fasce di età ed è particolarmente ampio tra gli individui che non hanno terminato il ciclo di studi superiori (figura B, pannello b). Il basso fabbisogno di competenze digitali nel mercato del lavoro e la scarsa dimestichezza della popolazione con le tecnologie digitali interagiscono influenzandosi a vicenda[5]: da un lato, gli individui possono trovare infatti poco conveniente acquisire capacità scarsamente richieste dalle imprese, dall'altro, la difficoltà di reperire forza lavoro con competenze adeguate può scoraggiare l'adozione di processi produttivi innovativi da parte delle aziende.

Il lento adeguamento dei processi produttivi al nuovo paradigma tecnologico ha ripercussioni negative sulla dinamica della produttività e contribuisce ad amplificare il divario di efficienza tra le imprese medio-grandi e quelle di minore dimensione. A causa dei ritardi nella trasformazione digitale, l'Italia rischia dunque di perdere un'occasione che potrebbe consentirle di recuperare competitività.

[5] P. Sestito, *Understanding human capital in Italy: an introduction*, "Politica economica", 33, 1, 2017, pp. 3-12.

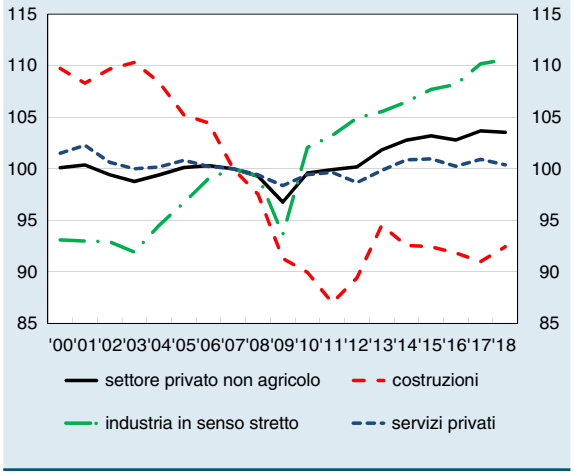
La domanda di lavoro. – Lo scorso anno il monte ore lavorate dai dipendenti del settore privato non agricolo è salito del 2,1 per cento, principalmente per effetto dell'incremento del numero degli occupati. Le ore lavorate per dipendente si sono pressoché stabilizzate da due anni su livelli inferiori del 4,6 per cento a quelli registrati prima della crisi (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Il monte ore è aumentato in maniera uniforme a livello settoriale. Secondo nostre elaborazioni sui dati dell'indagine Invind, nel 2018, come nel biennio precedente, la crescita delle ore lavorate è stata maggiore per le imprese con un'elevata propensione alle esportazioni e all'adozione di tecnologie digitali avanzate.

La produttività. – Nel 2018 la produttività oraria del lavoro nel settore privato non agricolo ha ristagnato, dopo il recupero del 2017 (0,9 per cento; fig. 6.4). Alla crescita nell'industria in senso stretto, che ha proseguito la tendenza in atto dal 2010, si è contrapposto il calo nei servizi privati (-0,5 per cento); nelle costruzioni, la produttività è tornata a salire, interrompendo la flessione iniziata nel 2013.

Figura 6.4

Produttività oraria del lavoro in Italia

(numeri indice; indici: 2007=100)



Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*.

La dinamica della produttività in Italia è fortemente eterogenea tra imprese (cfr. il riquadro: *Le caratteristiche delle imprese ad alta produttività in Italia*). Secondo l'indagine Invind nell'ultimo biennio la crescita della produttività del lavoro è stata maggiore tra le imprese più grandi e, tenuto conto della dimensione, tra quelle più innovative. La produttività di impresa, a parità di altri fattori, si associa positivamente anche alla qualità di manager e amministratori (cfr. il riquadro: *Gli amministratori e la performance di impresa*).

LE CARATTERISTICHE DELLE IMPRESE AD ALTA PRODUTTIVITÀ IN ITALIA

A partire dai primi anni duemila in molti paesi OCSE la crescita della produttività media è stata modesta. Secondo alcuni studi, basati prevalentemente su dati statunitensi, questo andamento sarebbe imputabile alle imprese più produttive (imprese alla frontiera) che, avendo acquisito un elevato potere di mercato, sarebbero meno incentivate a innovare ulteriormente[1]. Altri studi suggeriscono invece che sarebbe stata la crescente complessità delle nuove tecnologie a frenarne la diffusione[2].

In Italia, dove l'evoluzione della produttività è deludente da oltre un ventennio, si è registrata una sempre maggiore divergenza di performance tra imprese, in particolare in base alla dimensione aziendale, alla capacità innovativa e alla propensione all'internazionalizzazione[3].

In un recente lavoro, basato sull'universo delle società di capitali italiane nel periodo tra il 1995 e il 2016, si identificano le imprese alla frontiera – definite come quelle la cui produttività totale dei fattori (PTF) si colloca, in ciascun anno, nel decimo più elevato della distribuzione nazionale del settore di appartenenza – e se ne studiano le principali caratteristiche, l'andamento della produttività e la rilevanza economica in termini di ricavi e di addetti[4].

Le imprese alla frontiera in Italia si connotano per un tasso di investimento, una redditività misurata dal rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) e un'intensità di capitale (rapporto tra capitale e attivo) più elevati; pur essendo più grandi della media in termini di addetti, sono più piccole rispetto alle aziende che si collocano nell'ottavo e nel nono decimo della distribuzione. Queste imprese sono più giovani della media e ricorrono meno al credito bancario a lungo termine per finanziarsi, mentre non mostrano differenze rilevanti nell'utilizzo del credito bancario a breve. Tali caratteristiche presentano una scarsa variabilità settoriale, nonostante le differenze nell'impiego della tecnologia e nella struttura di mercato. La condizione di imprese alla frontiera è relativamente persistente: circa tre quarti delle imprese nella manifattura e due terzi di quelle nei servizi restano alla frontiera anche nell'anno successivo; su un orizzonte quinquennale queste quote scendono, fisiologicamente, al 43 e al 33 per cento, rispettivamente.

---

1 G. Gutiérrez e T. Philippon, *Declining competition and investment in the US*, NBER Working Paper, 23583, 2017.

2 D. Andrews, C. Criscuolo e P.N. Gal, *The best versus the rest: the global productivity slowdown, divergence across firms and the role of public policy*, OECD Productivity Working Papers, 5, 2016.

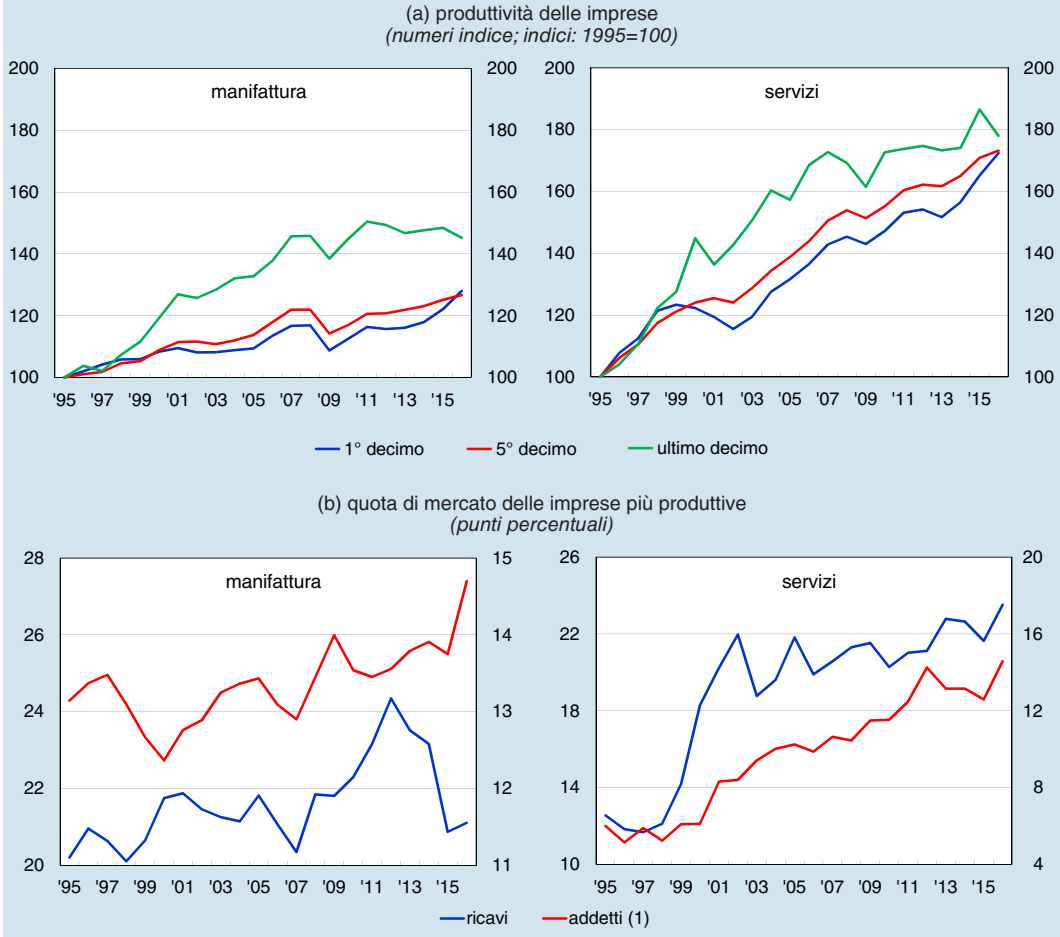
3 M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

4 F. Lotti e E. Sette, *Frontier and superstar firms in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Tra il 1995 e il 2007 la produttività media delle imprese alla frontiera è aumentata sia nella manifattura sia nei servizi; con l'avvio della crisi finanziaria globale, si è arrestata nel comparto manifatturiero, mentre ha continuato a espandersi nei servizi, seppure a ritmi più contenuti (figura, pannello a). Le imprese manifatturiere alla frontiera hanno costantemente registrato tassi di crescita della produttività superiori a quelle appartenenti al quinto decimo e a quello più basso della distribuzione della PTF, ad eccezione degli anni successivi alla fase più critica della crisi (2013-16), quando l'intensificarsi delle uscite dal mercato delle aziende peggiori ha ridotto le distanze[5]. Nei servizi il differenziale di crescita è rimasto più stabile[6].

Figura

Produttività e quota di mercato delle imprese



Fonte: elaborazioni su dati Cerved e INPS.
(1) Scala di destra.

[5] A. Linarello e A. Petrella, *Productivity and reallocation: evidence from the universe of Italian firms*, "International Productivity Monitor", 32, 2017, pp. 116-136.

[6] La dinamica osservata nella manifattura, comparto per il quale esistono dati idonei per effettuare un confronto internazionale, è simile a quella della media dei paesi OCSE e non rappresenta dunque una specificità delle imprese del nostro paese. Per maggiori dettagli, cfr. D. Andrews, C. Criscuolo e P.N. Gal, *Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries*, OECD Working Paper, 2015.

Recenti analisi, condotte prevalentemente su dati statunitensi, documentano la presenza degli "effetti superstar", riferendosi con questa espressione a una crescente quota di mercato facente capo a poche imprese molto produttive[7]. Il fenomeno rifletterebbe, da un lato, una più efficiente allocazione dei fattori verso le aziende a più elevata produttività e, dall'altro, un incremento del potere di mercato di poche imprese che potrebbe avere conseguenze negative sulla crescita complessiva di medio e lungo periodo.

Nella manifattura italiana le imprese alla frontiera hanno aumentato la propria quota di addetti, in particolare a partire dalla crisi finanziaria globale; il loro peso è salito anche in termini di fatturato, anche se con un andamento più volatile (figura, pannello b). Questa evoluzione risulta più pronunciata nel comparto dei servizi. La somma delle quote di mercato delle prime quattro imprese alla frontiera della PTF (un indice di concentrazione comunemente utilizzato nella letteratura) nel 2016 era pari a circa il 2 per cento in termini di ricavi e allo 0,7 in termini di addetti nella manifattura (1,5 e 1,3 per cento nei servizi alle imprese); nel confronto internazionale tali valori denotano un debole peso degli "effetti superstar"[8].

Nel complesso, questa evidenza suggerisce che la deludente evoluzione della produttività dell'economia italiana non è dovuta a una debole crescita delle imprese alla frontiera, né a un loro eccessivo potere di mercato, ma può essere riconducibile a più generali debolezze strutturali del sistema produttivo nel suo insieme[9].

---

[7] D. Autor, D. Dorn, L.F. Katz, C. Patterson e J. Van Reenen, *The fall of the labor share and the rise of superstar firms*, NBER Working Paper, 23396, 2017.

[8] Non sono disponibili stime prontamente comparabili che consentano un confronto internazionale. Come indicato in G. Gutierrez e T. Philippon, *How EU markets became more competitive than US markets: a study of institutional drift*, NBER Working Paper, 24700, 2018, la concentrazione nei settori economici dell'Unione europea è molto inferiore rispetto a quella degli Stati Uniti.

[9] M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), 2018, op. cit.

GLI AMMINISTRATORI E LA PERFORMANCE DI IMPRESA

La performance delle imprese è una delle determinanti della crescita potenziale del paese nel lungo termine. La produttività e l'avanzamento tecnologico delle imprese sono influenzate, tra gli altri fattori, dalla qualità degli amministratori e dei manager, anche attraverso le pratiche gestionali da questi adottate[1].

Secondo interviste ad alcuni imprenditori condotte dalle Filiali della Banca d'Italia, le aziende che utilizzano moderni sistemi di gestione – fondati su obiettivi di produzione e su sistemi incentivanti di remunerazione del personale – si collocano alla frontiera tecnologica dei settori in cui operano, indipendentemente dalla loro dimensione. Queste imprese mostrano non solo tassi di adozione più elevati delle tecnologie digitali avanzate, ma anche una maggiore capacità di integrarle all'interno

---

[1] M. Bertrand e A. Schoar, *Managing with style: the effect of managers on firm policies*, "The Quarterly Journal of Economics", 118, 4, 2003, pp. 1169-1208; N. Bloom e J. Van Reenen, *Measuring and explaining management practices across firms and countries*, "The Quarterly Journal of Economics", 122, 4, 2007, pp. 1351-1408.

dei processi produttivi. Tra le imprese di proprietà familiare, prevale una gestione affidata a amministratori esterni.

Alcune recenti analisi sull'universo delle società di capitali in Italia, che occupano oltre la metà degli addetti del settore privato non agricolo, esaminano le principali caratteristiche degli amministratori e ne valutano gli effetti sull'efficienza aziendale[2].

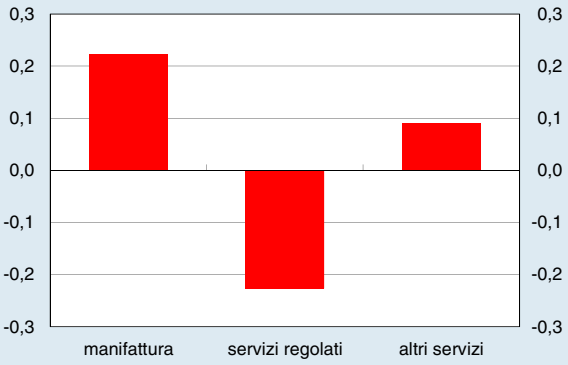
Nel 2016 gli amministratori in carica nelle società di capitali italiane erano circa un milione, oltre il 75 per cento di sesso maschile, meno del 10 per cento di età inferiore ai 35 anni, e in quasi due casi su tre originari della stessa provincia sede dell'impresa.

Molti amministratori ricoprono la carica in più aziende lungo la carriera lavorativa (ogni anno circa l'11 per cento degli amministratori entra o esce dal Consiglio di amministrazione di una società) o anche contemporaneamente (il 15 per cento riveste cariche in imprese diverse nel medesimo anno). Le aziende interessate da questo fenomeno sono prevalentemente "vicine", in senso geografico (in circa nove casi su dieci distano meno di 100 chilometri l'una dall'altra) e settoriale (in quasi un caso su tre appartengono allo stesso settore di attività economica)[3].

Il coinvolgimento dello stesso amministratore nella gestione di più società consente di ricavare, a parità di diverse caratteristiche dell'impresa[4], una stima del contributo alla produttività dei singoli amministratori. Tale contributo è rilevante, in quanto risulta pari a oltre la metà di quello attribuibile al livello di istruzione del complesso dei dipendenti, fattore quest'ultimo considerato una delle determinanti principali della produttività[5]. Dall'analisi emerge inoltre che la "qualità" media degli amministratori è più elevata nel settore manifatturiero, esposto alla concorrenza internazionale, e minore nei servizi regolati (figura).

Figura

Qualità degli amministratori per settore (1)
(indice)



(1) La figura riporta un indice della qualità degli amministratori misurata come il loro contributo relativo alla produttività totale dei fattori dell'impresa; l'indice è in media pari a zero. I servizi regolati sono definiti come quelli soggetti alla *product market regulation* (definizione dell'OCSE) e quelli in cui la maggioranza degli occupati appartiene a professioni regolate.

[2] A. Baltrunaite, E. Brodi e S. Mocetti, *Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; A. Baltrunaite, G. Bovini e S. Mocetti, *Directors' talent and firm productivity*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[3] I settori sono definiti in base alla classificazione Ateco 2007 a due digit.

[4] Tali caratteristiche comprendono sia fattori osservabili che variano nel tempo, sia quelli non osservabili ma costanti.

[5] M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

7. LE CONDIZIONI FINANZIARIE DI FAMIGLIE E IMPRESE

Le condizioni finanziarie delle famiglie hanno risentito del rallentamento ciclico e delle tensioni sui mercati finanziari che hanno caratterizzato la seconda metà dell'anno; in questi mesi si è indebolita la crescita del reddito disponibile ed è notevolmente diminuito il valore delle attività in portafoglio. È proseguito l'aumento dei debiti verso le banche e le società finanziarie, favorito dai bassi tassi di interesse.

Con il peggioramento del quadro congiunturale si è interrotto il recupero della redditività delle società non finanziarie in atto dal 2012. La crescita dei debiti verso le banche ha toccato, nella prima parte dell'anno, il livello più elevato dalla crisi dei debiti sovrani; successivamente si è ridotta a causa del calo della domanda e dell'adozione di politiche di offerta più prudenti da parte degli intermediari. Le imprese più piccole appaiono finanziariamente più vulnerabili al rallentamento dell'economia rispetto alle aziende di maggiore dimensione, a causa della limitata capacità di autofinanziamento e delle condizioni meno favorevoli di accesso al credito.

LE FAMIGLIE

La ricchezza e gli investimenti finanziari

L'indebolimento del ciclo economico si è associato a un rallentamento del reddito disponibile, cresciuto nella seconda metà del 2018 dell'1,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (2,3 nel primo semestre).

Sulla base di nostre stime la ricchezza netta, ossia la differenza tra le attività reali e finanziarie e le passività, si è ridotta di poco più del 2 per cento ed è scesa a 8,1 volte il reddito disponibile (8,4 nel 2017), il valore più basso dal 2005. Anche in ragione del contenuto livello di indebitamento, la ricchezza netta valutata in rapporto alla popolazione rimane prossima a quella della Francia e della Germania[1].

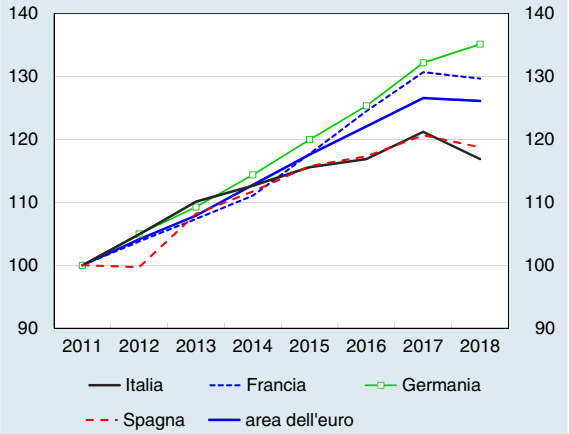
Il calo della ricchezza netta delle famiglie italiane nel 2018 ha riguardato soprattutto la componente finanziaria ed è stato determinato dalla forte caduta delle quotazioni dei titoli azionari e obbligazionari. La perdita di valore delle attività finanziarie, pari nell'anno al 4,4 per cento e a oltre 190 miliardi, è stata recuperata

[1] Gli ultimi dati disponibili per il confronto internazionale sono riferiti al 2017; cfr. Banca d'Italia e Istat, *La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane: 2005-2017,* maggio 2019.

per meno della metà con l'aumento dei corsi nei primi mesi del 2019. Tra le principali economie dell'area dell'euro, l'Italia è il paese che nel 2018 ha registrato il maggiore calo delle attività finanziarie nel portafoglio delle famiglie (fig. 7.1). Dal 2011 l'aumento di tali attività è stato di entità comparabile con quello della Spagna, ma nettamente inferiore a quello medio dell'area. I divari di crescita sono principalmente riconducibili alla più debole dinamica dei redditi e alla flessione della propensione al risparmio nei paesi direttamente colpiti dalla crisi del debito sovrano.

Figura 7.1

Attività finanziarie nel portafoglio delle famiglie
(numeri indice: 2011=100)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari) e BCE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*.

I dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) indicano che i nuclei familiari esposti alla volatilità dei prezzi dei titoli (ossia quelli con investimenti in azioni, obbligazioni e quote di fondi comuni) rappresentano poco più del 10 per cento della popolazione; rispetto alle altre, queste famiglie hanno redditi più elevati e dispongono di maggiori riserve di attività liquide.

Le tensioni sui mercati emerse nella seconda parte dell'anno si sono associate a una riduzione degli investimenti netti in attività finanziarie di circa il 20 per cento (37 miliardi; tav. 7.1) e a un atteggiamento prudente da parte delle famiglie. Sono rimasti elevati i depositi a vista e gli acquisti di polizze assicurative a rendimento minimo garantito, mentre sono state vendute azioni e sono fortemente diminuite le sottoscrizioni di quote di fondi comuni. Anche gli investimenti nei fondi che rispettano la normativa sui piani individuali di risparmio (PIR), sostenuti fino al mese di giugno, si sono in seguito progressivamente azzerati (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019). Nonostante la volatilità dei prezzi, sono tornati a crescere gli acquisti di titoli di Stato che garantiscono rendimenti alti ai risparmiatori che li mantengono in portafoglio fino alla scadenza.

Gli strumenti del risparmio gestito (polizze assicurative, quote di fondi comuni e previdenziali diversi dal TFR) nel portafoglio delle famiglie restano molto elevati rispetto al passato (31 per cento delle attività finanziarie; 17 nel 2008). Questi strumenti hanno consentito ai risparmiatori di diversificare maggiormente i rischi del portafoglio, anche attraverso più ampi investimenti sui mercati internazionali (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito*).

Le innovazioni nei canali distributivi delle banche hanno facilitato la diversificazione degli investimenti verso strumenti finanziari diversi dai depositi (cfr. il riquadro: *Online banking e scelte di portafoglio*).

Tavola 7.1

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2018	Composizione percentuale		2017	2018
		2017	2018		
ATTIVITÀ (2)					
Biglietti e circolante	162.421	3,5	3,9	5.724	8.146
Depositi (3)	1.227.640	27,6	29,1	25.287	20.968
Italiani	1.198.877	26,9	28,4	25.955	22.895
depositi a vista	760.798	16,6	18,0	38.874	35.206
altri depositi	438.079	10,3	10,4	-12.919	-12.311
Esteri	28.763	0,7	0,7	-668	-1.927
Titoli obbligazionari	292.682	7,2	6,9	-38.966	-8.654
Italiani	209.188	5,3	5,0	-35.506	-10.900
di cui: pubblici	137.567	3,0	3,3	4.754	13.525
bancari	64.074	2,0	1,5	-42.599	-21.063
Esteri	83.494	1,9	2,0	-3.460	2.247
Quote di fondi comuni	486.514	12,0	11,5	48.891	1.362
Italiani	221.381	5,7	5,2	8.837	-9.824
Esteri	265.133	6,3	6,3	40.054	11.186
Azioni e partecipazioni	900.271	23,7	21,3	-28.430	-17.092
Italiane	828.135	22,1	19,6	-28.897	-20.909
Estere	72.137	1,6	1,7	467	3.816
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.000.728	22,7	23,7	31.805	26.489
di cui: riserve ramo vita	717.166	16,3	17,0	24.139	23.725
Altre attività emesse dai residenti (4)	147.639	3,2	3,5	2.187	5.859
Totale attività	**4.217.895**	**100,0**	**100,0**	**46.498**	**37.078**
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine	49.005	5,5	5,2	-736	-1.036
di cui: bancari	44.621	5,3	4,7	-1.830	-3.240
Debiti a medio e a lungo termine	671.443	70,9	71,3	17.675	18.013
di cui: bancari	581.720	62,6	61,8	12.136	5.622
Altre passività (5)	220.614	23,6	23,4	3.081	2.719
Totale passività	**941.062**	**100,0**	**100,0**	**20.020**	**19.696**
SALDO	**3.276.833**			**26.478**	**17.382**

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le gestioni patrimoniali non sono evidenziate. Le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include i conti correnti BancoPosta e le passività della Cassa depositi e prestiti spa. – (4) Crediti commerciali e altre partite minori. – (5) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

GLI INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE ATTRAVERSO I PRODOTTI ITALIANI DEL RISPARMIO GESTITO

Alla fine del 2018 le quote di fondi comuni e i prodotti assicurativi e della previdenza privata rappresentavano circa un terzo della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Oltre a consentire di accumulare risparmio a fini previdenziali e di acquistare protezione contro i rischi, gli strumenti del risparmio gestito agevolano la diversificazione del rischio di portafoglio.

È possibile ricostruire la composizione delle attività sottostanti agli investimenti in strumenti del risparmio gestito allo scopo di descrivere la destinazione finale del risparmio delle famiglie e di fornire elementi per la valutazione dei vari tipi di rischio cui tali attività sono esposte (metodo del *look-through*)[1]. L'incompletezza delle statistiche disponibili non ha consentito di ricostruire la composizione del portafoglio delle quote di fondi comuni detenute dagli investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione) per conto delle famiglie.

Il confronto tra la composizione del portafoglio detenuto indirettamente nel 2014, primo anno per il quale le informazioni di dettaglio sono disponibili, e nel 2018 indica una forte riduzione (14 punti percentuali) del peso delle obbligazioni, che rimangono comunque la componente prevalente (65 per cento), e un aumento dell'incidenza delle azioni (5 punti percentuali) e delle quote di fondi comuni per i quali non è possibile risalire alla composizione (9 punti percentuali). Il calo delle obbligazioni è riconducibile ai titoli di Stato italiani e alle obbligazioni bancarie; è invece aumentato il peso delle obbligazioni estere, in particolare di quelle emesse da società non finanziarie. All'ampliamento della componente azionaria hanno invece contribuito i titoli delle società finanziarie sia italiane sia estere, anche se il peso delle società non finanziarie estere rimane prevalente. Attraverso i prodotti del risparmio gestito alla fine del 2018 le famiglie investivano in obbligazioni e azioni emesse dalle società non finanziarie statunitensi e francesi il doppio di quanto investivano in quelle italiane. Il forte aumento della componente investita in quote di fondi comuni è quasi interamente dovuta ai fondi di diritto estero, in prevalenza di diritto lussemburghese, ed è in larga parte riconducibile agli investimenti a copertura delle polizze unit linked.

La riclassificazione degli investimenti indiretti comporta due principali cambiamenti nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie (tavola): l'aumento del peso delle obbligazioni italiane, attribuibile ai titoli di Stato (9 punti percentuali nel 2018); la maggiore diversificazione geografica degli investimenti attraverso i titoli di debito (6 punti percentuali) e le quote di fondi di investimento (5 punti percentuali). Sebbene le attività verso residenti rimangano largamente prevalenti, dopo la riclassificazione le attività verso non residenti registrano un aumento rilevante (dall'11 al 24 per cento del portafoglio finanziario).

---

[1] A. Cardillo e M. Coletta, *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 409, 2017. Sono analizzati gli investimenti di portafoglio dei fondi comuni aperti di diritto italiano, dei fondi pensione negoziali e aperti e dei prodotti assicurativi italiani, che alla fine del 2018 ammontavano a circa 1.000 miliardi di euro (il 75 per cento della componente gestita). Il grado di rischio connesso con gli investimenti indiretti non è uniforme: i rischi derivanti dalle attività detenute indirettamente ricadono interamente sulle famiglie solo nel caso dei fondi di investimento, dei fondi pensione a contribuzione definita e delle polizze assicurative unit e index linked. Alla fine del 2018 il peso sulla componente gestita degli investimenti di portafoglio analizzati sottostanti questi prodotti era pari al 33 per cento.

Tavola

Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane prima e dopo il *look-through* dei prodotti italiani del risparmio gestito
(valori percentuali)

	2014		2018	
	prima	dopo	prima	dopo
	Attività verso residenti			
Circolante e depositi	29,7	29,7	32,3	32,3
Titoli di debito	10,2	19,7	5,0	14,2
di cui: pubblici	3,9	12,1	3,3	11,4
bancari	6,1	6,9	1,5	2,1
altri	0,2	0,7	0,2	0,8
Azioni e partecipazioni	21,4	21,5	19,6	20,5
di cui: quotate	1,6	1,7	1,0	1,9
altre	19,8	19,8	18,6	18,6
Quote di fondi comuni (1)	5,3	1,5	5,2	1,7
Riserve assicurative (2)	20,4	6,8	23,7	4,4
Altre attività (3)	3,3	3,3	3,5	3,5
Totale	**90,3**	**82,5**	**89,3**	**76,5**
	Attività verso non residenti			
Circolante e depositi	0,9	0,9	0,7	0,7
Titoli di debito	2,4	6,7	2,0	8,2
Azioni e partecipazioni	1,5	2,3	1,7	3,2
di cui: quotate	0,5	1,4	0,6	2,1
altre	1,0	1,0	1,1	1,1
Quote di fondi comuni (4)	4,9	7,6	6,3	11,4
Altre attività (3)	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale	**9,7**	**17,5**	**10,7**	**23,5**
Totale attività finanziarie *(milioni di euro)*	**4.064.274**		**4.217.895**	

(1) Dopo la riclassificazione compiuta con il metodo *look-through*, la voce comprende: i fondi chiusi italiani detenuti direttamente; gli investimenti non di portafoglio dei fondi italiani; i fondi italiani detenuti mediante intermediari. – (2) Dopo la riclassificazione compiuta con il metodo *look-through*, la voce comprende: gli investimenti non di portafoglio a copertura delle riserve vita e danni delle famiglie; i fondi di quiescenza presso imprese; discrepanze tra fonti statistiche. – (3) Prestiti, derivati, crediti commerciali e attività residuali. – (4) Dopo la riclassificazione compiuta con il metodo *look-through*, la voce comprende i fondi esteri detenuti direttamente e indirettamente.

ONLINE BANKING E SCELTE DI PORTAFOGLIO

Dal 2011 la quota di territorio nazionale raggiunto dalla rete internet a banda larga veloce è considerevolmente aumentata[1]. Questa tecnologia, che consente di trasmettere e ricevere dati molto rapidamente, sta modificando anche le modalità di accesso ai servizi bancari e finanziari (per una descrizione e una stima degli effetti sulle imprese non finanziarie, cfr. il riquadro: *L'impatto della rete internet a banda larga sulle imprese italiane* del capitolo 8). Secondo i dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) la quota di famiglie che utilizza servizi bancari via internet (online banking) è salita al 30 per cento circa (figura, pannello a).

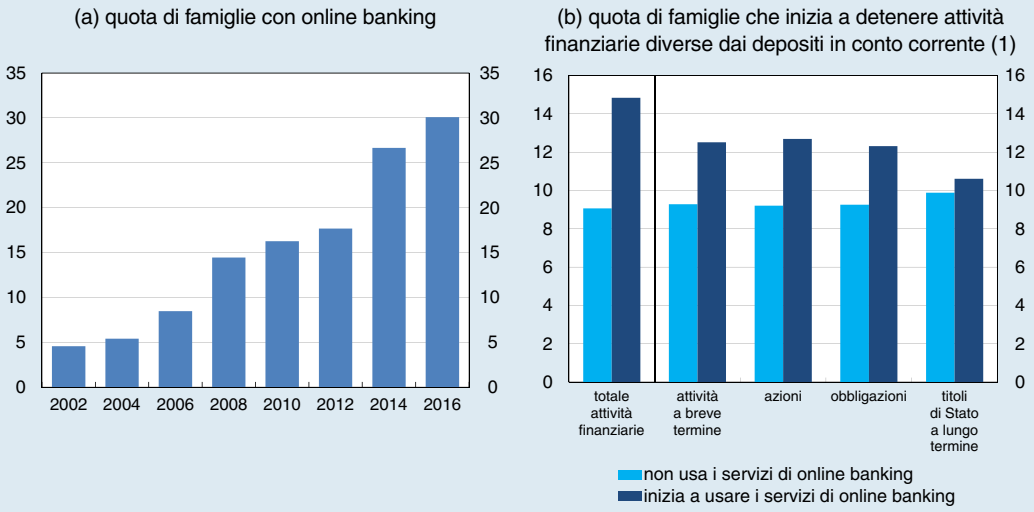
[1] Secondo i dati della Commissione europea, dopo un avvio lento nella prima parte degli anni 2000, la quota della popolazione con accesso a una connessione internet con una velocità di almeno 30 Mbps è passata dal 10 per cento nel 2011 al 90 nel 2017.

I servizi di online banking permettono ai risparmiatori di controllare saldi e transazioni registrate nei propri conti correnti ed eseguire bonifici e operazioni di investimento. La diffusione di questi servizi ha avuto un impatto anche sulle scelte di portafoglio delle famiglie.

Un'analisi svolta sui dati 2012-16 dell'IBF indica che, a parità di altre condizioni, i nuclei familiari che usano per la prima volta i servizi bancari via internet hanno una probabilità di iniziare ad acquistare strumenti finanziari diversi dai depositi in conto corrente[2] superiore di oltre la metà rispetto alle famiglie che non li utilizzano (15 e 9 per cento, rispettivamente; figura, pannello b)[3]. L'aumento della probabilità è maggiore per i clienti che risiedono in centri urbani di piccola e media dimensione dove l'offerta di servizi bancari è verosimilmente meno ampia rispetto alle grandi città.

Figura

Online banking e investimenti delle famiglie
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati IBF; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (*IBF*).
(1) L'acquisto dei diversi strumenti finanziari si riferisce a un periodo non superiore ai 2 anni successivi a quello in cui si iniziano a usare i servizi di online banking. Le stime si riferiscono ai valori medi registrati nel periodo 2012-16.

[2] I depositi in conto corrente sono esclusi dall'analisi perché sono uno strumento necessario per usare i servizi di online banking.

[3] Le stime tengono conto delle variabili socio-demografiche (età, istruzione e sesso), della provincia di residenza e della banca utilizzata dalla famiglia. I risultati sono confermati anche considerando che la relazione tra i due fenomeni potrebbe essere di segno opposto, ossia che la scelta di adottare l'online banking dipenda dalla volontà delle famiglie di iniziare a effettuare investimenti finanziari. Per maggiori dettagli, cfr. V. Michelangeli e E. Viviano, *Online banking and portfolio choices*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

L'indebitamento

Nel 2018 i debiti delle famiglie verso le banche e le società finanziarie sono cresciuti del 3,2 per cento (tav. 7.2); in rapporto al PIL sono pari al 41 per cento, un livello più basso di tre punti percentuali rispetto al picco del 2012 e nettamente inferiore a quello medio dell'area dell'euro (58 per cento).

Tavola 7.2

Credito alle famiglie consumatrici (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali e milioni di euro)

VOCI	Variazioni sui 12 mesi					Consistenze marzo 2019 (2)
	2015	2016	2017	2018	marzo 2019	
			Prestiti per l'acquisto di abitazioni			
Banche	0,4	2,0	2,3	2,6	2,6	364.650
			Credito al consumo			
Banche	5,2	8,6	9,2	8,8	8,8	105.995
Società finanziarie	-2,0	1,2	3,2	3,9	5,2	35.945
Totale banche e società finanziarie	**2,1**	**6,4**	**7,6**	**7,5**	**7,9**	**141,940**
			Altri prestiti (3)			
Banche	1,3	-0,5	0,8	0,2	-0,1	101.455
			Prestiti totali			
Totale banche e società finanziarie	**0,9**	**2,4**	**3,1**	**3,2**	**3,3**	**608,045**

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2019 sono provvisori. Per la definizione delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

I prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno lievemente accelerato. La domanda è stata favorita dal livello ancora contenuto dei tassi di interesse e da condizioni di offerta accomodanti. Secondo gli intermediari che partecipano all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), la quota di richieste di prestito interamente respinte si è ridotta. I nuovi mutui con un rapporto tra prestito e valore dell'immobile (*loan-to-value ratio*) superiore all'80 per cento hanno rappresentato il 10 per cento del totale delle erogazioni, una quota più elevata rispetto agli anni precedenti (meno del 7 per cento in media nel periodo 2008-2017).

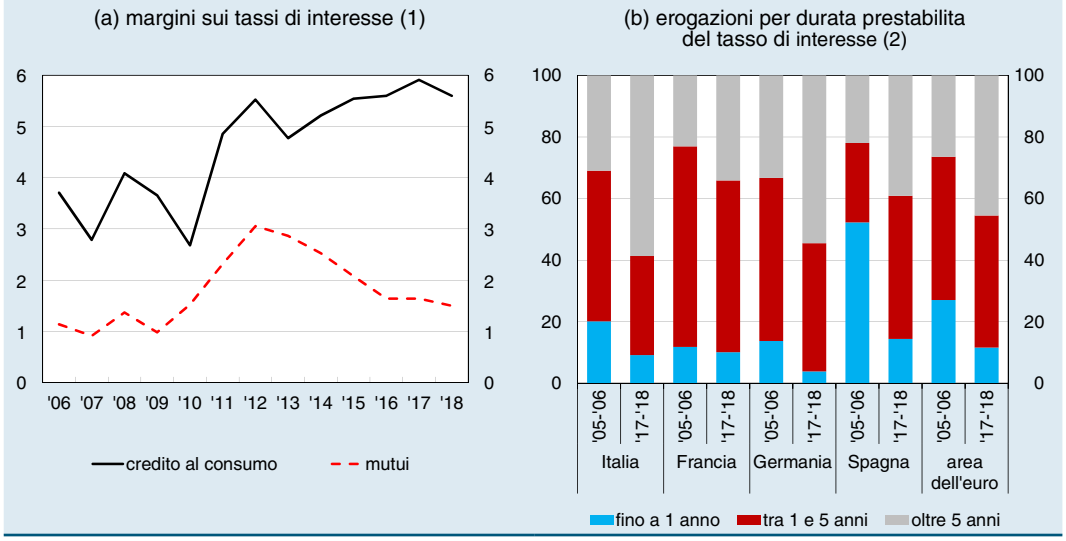
A partire dall'ultimo trimestre dell'anno tuttavia sono emersi segnali di un moderato irrigidimento dei criteri di offerta: hanno ripreso ad ampliarsi i margini applicati ai nuovi mutui a tasso fisso ed è lievemente aumentata la percentuale delle richieste di finanziamento non accettate dalle banche.

L'indebitamento per finalità di consumo è cresciuto a un ritmo ancora sostenuto; gli intermediari ne stanno favorendo l'espansione per i margini elevati che questi finanziamenti consentono di realizzare (fig. 7.2.a). La quota di nuove erogazioni con tasso predeterminato per almeno cinque anni ha raggiunto il 60 per cento circa, riducendo l'esposizione dei debitori ai rischi di rialzo dei tassi di interesse; l'aumento della percentuale dei contratti a tasso fisso è diffuso anche negli altri paesi dell'area dell'euro (fig. 7.2.b)[2].

[2] Per maggiori dettagli, cfr. S. Magri, V. Michelangeli, S. Pastorelli e R. Pico, *The expansion of consumer credit in Italy and in the euro area: what are the drivers and the risks?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura 7.2

Credito al consumo
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza e BCE.
(1) I margini sono calcolati sottraendo al tasso annuo effettivo globale (TAEG) il tasso di mercato di riferimento e la perdita attesa per l'intermediario (per maggiori dettagli, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: margini sui tassi di interesse corretti per il rischio*). – (2) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie.*

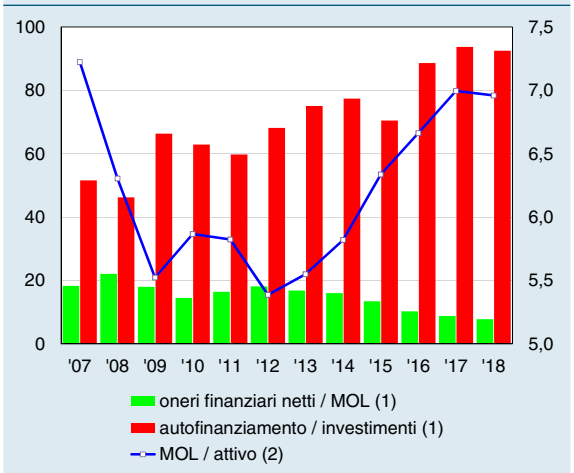
LE IMPRESE

La redditività e il saldo finanziario

Con il rallentamento ciclico dell'economia, nel 2018 si è interrotta la crescita della redditività delle imprese. Il margine operativo lordo (MOL) è rimasto pressoché invariato dopo il sostenuto aumento del biennio precedente (6 per cento in media); in rapporto all'attivo, è stabile al 7 per cento, un livello di poco inferiore a quello osservato prima della crisi finanziaria (fig. 7.3).

Figura 7.3

Redditività e copertura degli investimenti
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Cerved e Istat, *Conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: redditività e copertura degli investimenti*.
(1) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati Istat. – (2) Il rapporto tra il MOL e l'attivo nel 2018 è stimato sulla base dei bilanci delle imprese nel 2017 (dati Cerved) e della variazione nell'anno del rapporto tra il MOL e le passività finanziarie, al netto dell'effetto dei prezzi di mercato (dati Istat e Conti finanziari). Scala di destra.

Gli oneri finanziari in rapporto al MOL hanno continuato a diminuire, soprattutto in ragione del calo in media d'anno dei tassi di interesse. I risultati dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) condotta dalla Banca d'Italia mostrano che la quota di imprese in utile si è lievemente

ridotta, al 73 per cento: la diminuzione è stata marcata per le imprese più grandi (con almeno 50 addetti) e per quelle manifatturiere (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Le risorse finanziarie generate internamente sono rimaste molto elevate rispetto alle spese per gli investimenti. Il saldo finanziario del settore, ancora positivo e pari all'1,1 per cento del PIL, ha contribuito ad ampliare le scorte di liquidità, che hanno raggiunto il 9,6 per cento delle passività (tav. 7.3) e il 20,5 del PIL (5,6 e 13,1 per cento nel 2007, rispettivamente). L'indagine Invind segnala che il saldo tra le imprese che hanno aumentato le proprie disponibilità liquide e quelle che le hanno ridotte è risultato negativo solo per le imprese con 250 o più addetti.

Tavola 7.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2018	Composizione percentuale		2017	2018
		2017	2018		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	360.778	18,7	19,5	28.559	17.037
Titoli	58.714	3,5	3,2	-2.616	-3.864
di cui: pubblici italiani	47.612	2,9	2,6	1.597	-2.281
Azioni e partecipazioni	683.993	37,9	36,9	39.983	35.410
Crediti commerciali	619.696	33,1	33,5	72.918	11.021
Altre attività (2)	129.266	6,8	7,0	-6.395	991
Totale attività	**1.852.447**	**100,0**	**100,0**	**132.448**	**60.595**
di cui: sull'estero	521.873	26,7	28,2	20.072	35.606
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.220.533	31,7	32,4	3.610	10.695
Prestiti bancari	678.503	18,7	18,0	-34.262	-38.554
Altri prestiti (3)	391.226	8,7	10,4	16.301	53.429
Titoli	150.803	4,3	4,0	21.571	-4.180
Azioni e partecipazioni	1.777.848	48,9	47,2	22.033	10.650
Debiti commerciali	565.476	14,3	15,0	69.583	10.597
Altre passività (4)	199.727	5,1	5,3	6.502	3.632
Totale passività	**3.763.584**	**100,0**	**100,0**	**101.727**	**35.575**
di cui: sull'estero	670.273	17,4	17,8	20.131	18.812
SALDO	**-1.911.137**			**30.721**	**25.020**

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.
(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Crediti a breve termine sull'estero, crediti infragruppo, riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing e di factoring, i prestiti infragruppo e quelli cartolarizzati. – (4) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

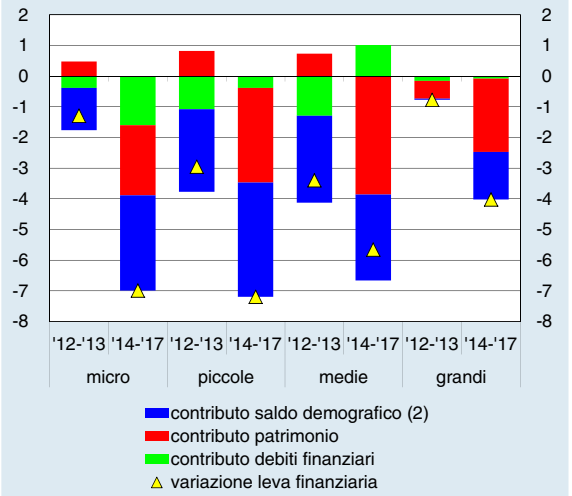
Le fonti di finanziamento

La struttura finanziaria. – Nel 2018 i debiti finanziari delle società, in rapporto al PIL, sono diminuiti di due punti percentuali, al 69,5 per cento. La leva, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, è aumentata solo per effetto della riduzione dei corsi azionari; rispetto al picco del 2011 è inferiore di nove punti percentuali, oltre la metà dei quali è ascrivibile al calo dei debiti e ai nuovi apporti di capitale.

Nel biennio 2012-13 il riequilibrio della struttura finanziaria ha riguardato soprattutto le società piccole e medie, a causa dell'uscita dal mercato di quelle più indebitate e della forte contrazione dei debiti (fig. 7.4). Tra il 2014 e il 2017, durante la ripresa ciclica, il calo della leva è stato più generalizzato in ragione dei maggiori utili conseguiti; l'aumento del capitale proprio è stato favorito anche dal potenziamento degli incentivi fiscali (Aiuto alla crescita economica, ACE). La riduzione dei debiti finanziari in questo secondo periodo è stata rilevante solo per le microimprese.

Figura 7.4

Leva finanziaria e contributi alla sua variazione (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.
(1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato a valore di bilancio. Per la definizione delle modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: leva finanziaria per classe dimensionale e contributi alla sua variazione*. – (2) Contributo netto di imprese entrate e uscite dal mercato nel periodo considerato.

Il credito. – Nel 2018 i debiti verso le banche e le società finanziarie sono aumentati dell'1,0 per cento (tav. 7.4), il valore più elevato dall'inizio del 2012. Nella seconda parte dell'anno, con il rallentamento congiunturale e le tensioni sui mercati finanziari, la crescita si è progressivamente indebolita per il calo della domanda e per l'adozione di politiche di offerta più prudenti da parte delle banche (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2019). I risultati dell'indagine Invind mostrano che la quota di aziende che hanno dichiarato di non avere ricevuto i finanziamenti richiesti è aumentata in particolare tra quelle più piccole con bilanci vulnerabili (fig. 7.5.a). Nei primi mesi del 2019 i prestiti ricevuti dalle banche sono tornati a ridursi (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

Durante la ripresa ciclica dell'economia le aziende di minore dimensione hanno incontrato difficoltà di accesso al credito superiori a quelle registrate nel periodo antecedente la crisi finanziaria globale. Dal 2012 il volume dei finanziamenti diretti alle imprese con meno di 20 addetti si è costantemente ridotto; il calo è soltanto in parte riconducibile a fattori di domanda e di rischio.

Tavola 7.4

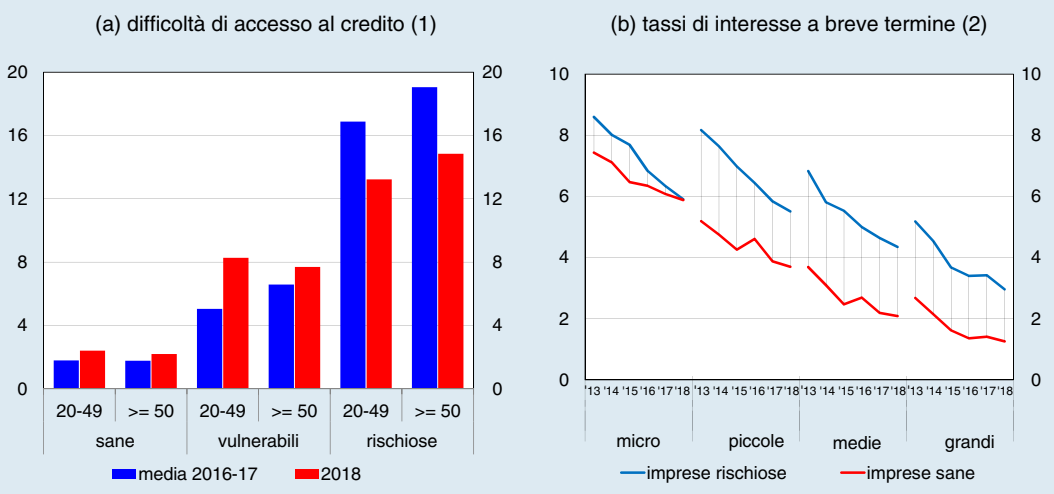
Credito alle imprese (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali)

VOCI	Variazioni sui 12 mesi					Composizione dicembre 2018 (2)
	2015	2016	2017	2018	marzo 2019	
			Banche			
Attività economica						
Manifattura	1,7	-0,6	2,6	2,4	0,4	22,4
Costruzioni	-2,9	-5,2	-3,5	-2,8	-3,5	12,6
Servizi	0,2	3,4	1,7	4,6	1,9	36,6
Attività immobiliari	-1,9	1,0	-3,1	-4,6	-4,8	10,6
Altro	-4,4	-1,8	-0,8	-2,9	-4,4	9,2
Dimensione						
Imprese piccole (3)	-2,3	-2,1	-0,9	-1,1	-2,3	16,4
Imprese medio-grandi	-0,3	0,7	0,5	1,6	-0,3	74,9
Totale	**-0,7**	**0,2**	**0,2**	**1,1**	**-0,7**	**91,4**
			Società finanziarie			
Leasing	-3,8	-2,7	-4,0	-3,5	-3,9	5,5
Factoring	4,0	11,0	4,3	8,6	10,5	2,8
Altri finanziamenti	-13,8	-4,6	7,5	1,2	10,2	0,4
Totale	**-2,7**	**0,6**	**-1,2**	**0,3**	**0,6**	**8,6**
			Banche e società finanziarie			
Totale	**-0,9**	**0,2**	**0,1**	**1,0**	**-0,6**	**100,0**

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I dati di marzo 2019 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Figura 7.5

Condizioni di accesso al credito, per dimensione e classe di rischio delle imprese
(valori percentuali)



Fonti: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: condizioni di accesso al credito*.
(1) Quota di aziende che hanno dichiarato di non aver ricevuto i finanziamenti richiesti per classi di addetti e di rischio; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese:* Indagine sulle imprese industriali e dei servizi *(Invind)*. – (2) Tassi di interesse medi sulle consistenze dei prestiti bancari a breve termine.

Per le imprese minori la quota di prestiti assistiti da garanzie personali o reali è salita di oltre sei punti percentuali dalla fine del 2012, al 78 per cento, mentre quella delle società di maggiore dimensione si è ridotta al 51 per cento. I tassi di interesse sono in media più elevati di oltre 300 punti base rispetto a quelli applicati alle imprese più grandi, anche a parità di classe di rischio (fig. 7.5.b). Si sono inoltre annullate le differenze tra i tassi pagati dalle microimprese finanziariamente più fragili e da quelle sane. Ciò potrebbe riflettere la crescente difficoltà degli intermediari nella valutazione di questo segmento di clientela caratterizzato da rilevanti asimmetrie informative e da costi fissi elevati rispetto al volume molto contenuto dei prestiti.

Gli ostacoli nell'accesso al credito incontrati dalle aziende di minore dimensione continuano a essere mitigati dall'intervento del Fondo di garanzia, che negli ultimi dieci anni ha garantito erogazioni per più di 120 miliardi di euro. In questo periodo l'attività del Fondo si è concentrata maggiormente verso le micro e le piccole imprese, la cui quota di finanziamenti garantiti è aumentata di circa dieci punti percentuali, al 73 per cento.

Il finanziamento sui mercati. – Le tensioni sui mercati finanziari emerse nel corso del 2018 si sono tradotte in un calo dei collocamenti obbligazionari, in un aumento del loro costo e in una riduzione della durata dei titoli; il numero di società e di gruppi italiani emittenti è sceso a circa 220 e il valore delle obbligazioni emesse a 33 miliardi (230 e 47 miliardi nel 2017, rispettivamente). Il miglioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato nei primi mesi del 2019 ha riflesso soprattutto l'accresciuta partecipazione di grandi gruppi industriali ai quali gli investitori richiedono premi per il rischio più bassi (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019). Nonostante l'andamento negativo dei corsi nel 2018 si sono quotate sul mercato azionario 29 società non finanziarie, un numero di poco superiore a quello del 2017.

Negli ultimi anni è aumentata la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, anche grazie a interventi normativi che ne hanno incentivato l'avvicinamento ai mercati. La partecipazione al mercato si è ampliata anche tra le società di media dimensione, benché tra queste resti relativamente molto limitato il numero delle società in grado di emettere strumenti negoziabili. I collocamenti di tali imprese sono infatti ostacolati dal maggiore peso dei costi fissi, dalla scarsa liquidità dei titoli e da livelli di rischiosità e di opacità dei bilanci generalmente superiori a quelli dei grandi emittenti.

Dalla fine del 2011 la quota di debiti finanziari rappresentata da obbligazioni è salita dal 7 al 12 per cento, favorita anche dall'estensione di vantaggi fiscali ai titoli delle società non quotate (minibond), collocati da circa 210 imprese per un valore di 12 miliardi. La dimensione media delle emissioni di minibond, molto più contenuta rispetto a quella delle altre obbligazioni (34 e 135 milioni, rispettivamente), rispecchia la partecipazione al mercato di imprese di minore dimensione.

Negli ultimi cinque anni le nuove quotazioni sono state elevate rispetto al passato, principalmente per le piccole e medie imprese; persiste tuttavia un ampio divario con i principali paesi europei nelle dimensioni del mercato azionario (cfr. il riquadro: *La quotazione in borsa delle società non finanziarie: un confronto tra i principali paesi europei).*

LA QUOTAZIONE IN BORSA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE: UN CONFRONTO TRA I PRINCIPALI PAESI EUROPEI

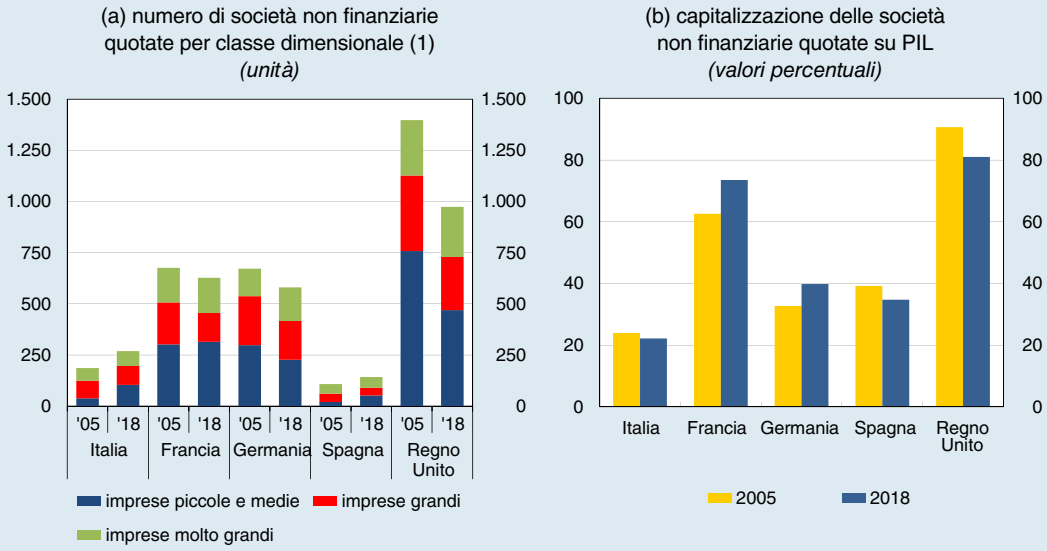
In Italia l'accesso al mercato mediante quotazione in borsa, storicamente limitato, si è ampliato negli ultimi anni. Tra il 2005 e il 2018 il numero delle società non finanziarie quotate è aumentato del 45 per cento (a circa 270 unità), un incremento superiore di oltre dieci punti percentuali rispetto a quello registrato in Spagna (figura A, pannello a); in Francia, in Germania e nel Regno Unito il numero di imprese quotate si è invece ridotto[1].

L'aumento del numero di aziende quotate in Italia ha riguardato prevalentemente quelle con meno di 250 addetti, il cui peso sul totale è quasi raddoppiato, al 39 per cento. Le società di minore dimensione hanno scelto di collocare le azioni soprattutto sull'Alternative Investment Market (AIM), segmento creato nel 2009 con l'obiettivo di incentivare il ricorso al finanziamento azionario attraverso procedure e requisiti di accesso semplificati (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

Nonostante i recenti progressi, il mercato azionario italiano è ancora piccolo rispetto ai principali paesi europei in termini di capitalizzazione in rapporto al PIL (figura A, pannello b). Le ragioni di questo divario sono riconducibili sia alla diversa propensione delle imprese italiane ad accedere al mercato, sia alla limitata dimensione media delle aziende quotate.

Figura A

Indicatori di sviluppo del mercato azionario
(dati di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.
(1) Sono definite piccole e medie imprese quelle con meno di 250 addetti. Le imprese con un numero di addetti compreso tra 250 e 2.000 sono classificate come grandi; le rimanenti sono considerate imprese molto grandi.

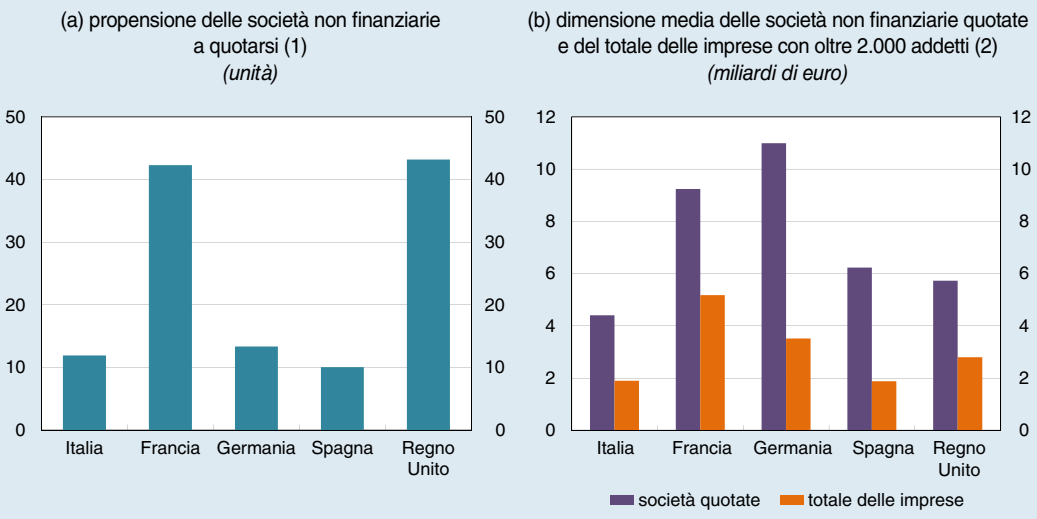
[1] Il numero delle società quotate è diminuito in modo significativo anche negli Stati Uniti; il calo ha interessato soprattutto le imprese di minore dimensione (cfr. C. Doidge, G.A. Karolyi e R.M. Stulz, *The U.S. listing gap*, "Journal of Financial Economics", 123, 3, 2017, pp. 464-487).

Con riferimento al numero delle società quotate rispetto al totale delle imprese, emergono differenze significative nel confronto con Francia e Regno Unito (figura B, pannello a), che permangono anche controllando per la specifica composizione dimensionale e settoriale del tessuto produttivo di ciascun paese[2]. I divari nella propensione a quotarsi riguardano ampie fasce di aziende, ma sono particolarmente marcati per quelle di minore dimensione.

In Italia l'incidenza delle imprese quotate sul totale è invece simile a quella osservata in Germania e in Spagna: le differenze nella capitalizzazione di borsa rispetto a questi paesi sono quindi attribuibili principalmente alla diversa dimensione media delle aziende quotate. Tale divario è particolarmente elevato per le società quotate con oltre 2.000 addetti: in Germania e in Spagna infatti il fatturato medio di queste aziende è pari rispettivamente a 11 e 6 miliardi di euro, valori tre volte superiori a quelli rilevati per l'insieme delle imprese nella stessa classe dimensionale. In Italia invece il fatturato medio delle società quotate con più di 2.000 addetti è pari a circa 4 miliardi di euro, solo il doppio di quello relativo a tutte le imprese di analoga dimensione (figura B, pannello b). Queste differenze sono difficilmente colmabili per l'assenza in Italia di gruppi di dimensione molto grande non ancora presenti in borsa: secondo nostre stime infatti anche se le 30 società con il fatturato più elevato decidessero di quotarsi, la dimensione media delle aziende quotate con oltre 2.000 addetti non aumenterebbe.

Figura B

Numero e dimensione delle società non finanziarie quotate nel confronto con il totale delle imprese
(dati relativi al 2016)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Eurostat e Orbis Bureau van Dijk.
(1) Numero di società quotate ogni 10.000 imprese. – (2) Fatturato medio.

[2] I risultati di un'analisi condotta per valutare l'importanza relativa della diversa composizione settoriale e dimensionale tra paesi (*shift and share analysis*) indicano che i divari con Francia e Regno Unito sono ascrivibili per oltre due terzi alla minore propensione a quotarsi delle imprese italiane e solo per la restante parte alla diversa struttura economica.

Nel complesso le evidenze indicano che per attenuare i divari con i principali paesi europei in termini di sviluppo del mercato dei capitali è necessario accrescere ulteriormente la propensione a quotarsi delle imprese italiane, soprattutto di quelle di minore dimensione per le quali vi sono più ampi margini di intervento. Vanno in questa direzione alcune recenti misure come il credito di imposta previsto per i costi di quotazione sostenuti dalle piccole e medie imprese[3].

[3] Il credito di imposta, pari al 50 per cento delle spese di consulenza sostenute per l'ammissione in borsa, è stato introdotto con la legge di bilancio per il 2018 (L. 205/2017). L'ammontare complessivo stanziato per l'attuazione della misura nel triennio 2019-2021 è pari a 80 milioni di euro e potrebbe consentire la quotazione di almeno altre 160 piccole e medie imprese.

8. IL MERCATO DEL LAVORO

L'occupazione è aumentata nella media dell'anno, ma la crescita si è arrestata nel secondo semestre, risentendo della debolezza dell'economia; ha mostrato qualche segnale di ripresa nel primo trimestre del 2019.

È salita soprattutto l'occupazione dipendente a tempo indeterminato. Diversi fattori hanno favorito le trasformazioni di contratti a termine in rapporti permanenti: il numero elevato di posizioni a tempo determinato ereditate dal 2017, l'introduzione di sgravi contributivi per i giovani sotto i 35 anni di età e, negli ultimi mesi dell'anno, i nuovi vincoli sui contratti temporanei introdotti dal "decreto dignità". Per i lavoratori assunti con un contratto a termine la probabilità di restare occupato a dodici mesi dall'avvio del contratto si è tuttavia ridotta lievemente.

Il tasso di disoccupazione è sceso in media d'anno al 10,6 per cento, dall'11,2 nel 2017. È proseguito l'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, soprattutto per via del posticipo dell'età di pensionamento per le classi più mature introdotto dalle riforme degli ultimi dieci anni. Questo effetto è destinato a diminuire a causa dei recenti interventi normativi che hanno temporaneamente allentato i requisiti per l'accesso alla pensione (L. 26/2019).

Le retribuzioni di fatto sono tornate a crescere dopo due anni di sostanziale stagnazione, trainate dai rinnovi contrattuali avvenuti tra la fine del 2017 e l'inizio del 2018. Nel secondo semestre, con il peggioramento delle condizioni cicliche, ha ripreso a salire la quota di dipendenti con un contratto scaduto e non ancora rinnovato, inducendo un rallentamento delle retribuzioni contrattuali che si sta protraendo nell'anno in corso.

L'occupazione e le ore lavorate

Nel 2018 il numero di occupati è aumentato dello 0,9 per cento, meno che nel 2017 (1,2 per cento). Le ore lavorate per addetto sono rimaste stabili (tav. 8.1). Seguendo l'evoluzione congiunturale, la crescita dell'occupazione si è arrestata nel secondo semestre dell'anno per poi tornare lievemente positiva nei primi tre mesi del 2019. Nel settore manifatturiero il numero degli addetti è salito marcatamente; è proseguito il calo degli occupati nel settore delle costruzioni in atto da un decennio.

Per il quinto anno consecutivo l'incremento dell'occupazione è stato sospinto dai dipendenti (1,3 per cento). Vi ha contribuito – secondo i dati amministrativi dell'INPS – la componente a tempo indeterminato, tornata a salire dopo un biennio di stagnazione (fig. 8.1.a). L'aumento ha riguardato prevalentemente il Centro Nord, dove si è concentrato oltre l'85 per cento delle nuove posizioni (fig. 8.1.b).

Tavola 8.1

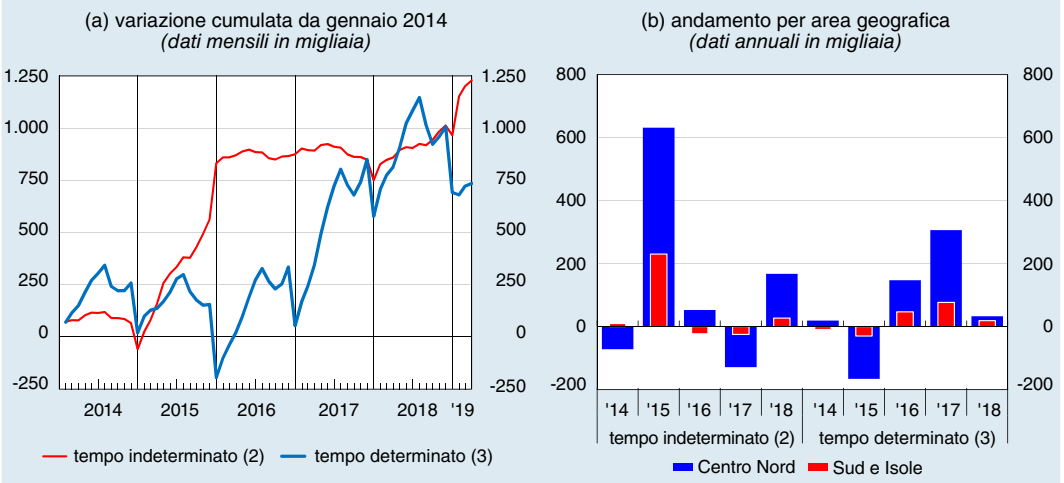
Input di lavoro nei settori dell'economia italiana
(variazioni percentuali annuali)

VOCI	Occupati			Ore lavorate al netto degli effetti di calendario (1)		
	2008-2014	2014-17	2017-18	2008-2014	2014-17	2017-18
Totale	**-0,7**	**1,1**	**0,9**	**-1,5**	**1,1**	**0,9**
Dipendenti	-0,6	1,7	1,3	-1,5	2,1	1,4
Indipendenti	-0,9	-1,0	-0,3	-1,6	-1,0	-0,4
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-1,3	0,8	0,6	-1,6	0,4	0,5
Industria in senso stretto	-2,5	0,3	1,4	-3,5	1,1	1,1
di cui: attività manifatturiere	-2,7	-0,2	1,4	-3,8	1,1	1,0
Costruzioni	-3,6	-0,3	-0,3	-4,8	0,7	-0,6
Servizi	0,1	1,4	0,9	-0,6	1,2	1,0
di cui: prevalentemente pubblici (2)	-0,3	0,9	0,4	-0,5	0,7	0,6

Fonte: elaborazione su dati Istat, *Conti economici nazionali* per gli occupati e *Conti economici trimestrali* per le ore lavorate.
(1) Le variazioni percentuali annuali sono calcolate come le variazioni della somma delle ore destagionalizzate e corrette per gli effetti di calendario nei 4 trimestri dell'anno. Tale aggiustamento è necessario per tenere conto del maggior numero di giorni lavorati nel 2018. – (2) Include difesa e assicurazione sociale obbligatoria, istruzione, sanità e assistenza sociale.

Figura 8.1

Variazione netta delle posizioni lavorative a tempo indeterminato e determinato (1)



Fonte: elaborazioni su dati INPS, *Osservatorio sul precariato*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: Osservatorio sul precariato.
(1) I dati fanno riferimento alle posizioni lavorative nel settore privato non agricolo. – (2) La variazione netta dei contratti a tempo indeterminato è calcolata come la somma delle attivazioni di nuovi rapporti e delle trasformazioni di contratti temporanei e di apprendistato già in essere, al netto delle cessazioni. – (3) La variazione netta dei contratti a tempo determinato è calcolata come la differenza tra le attivazioni e le cessazioni; queste ultime includono anche i rapporti di lavori temporanei trasformati in permanenti.

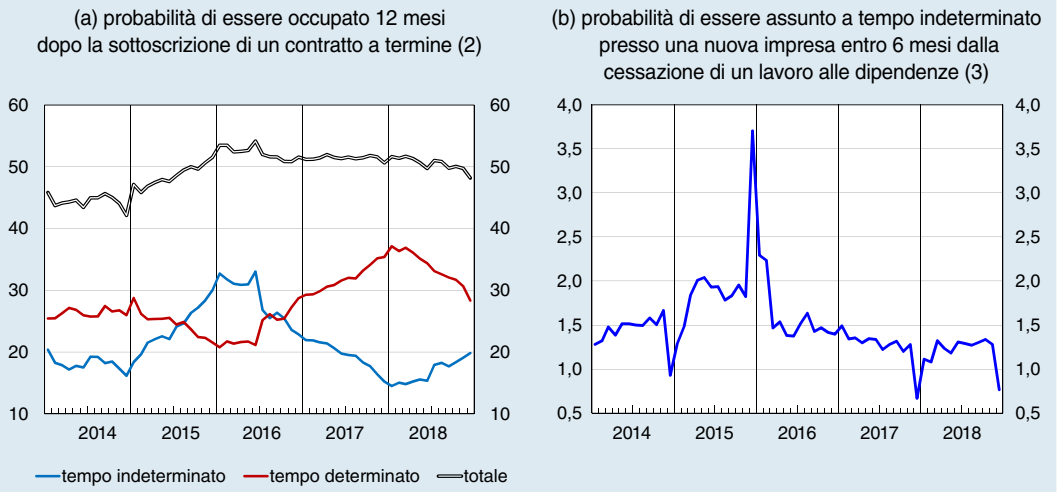
La creazione di posizioni permanenti ha beneficiato soprattutto dell'aumento delle trasformazioni dei rapporti a tempo determinato, per effetto sia dell'elevato numero di rapporti a termine avviati nel corso del 2017, sia di una maggiore probabilità di trasformazione presso la stessa impresa.

L'aumento del tasso di trasformazione ha risentito del mutato quadro normativo. La legge di bilancio per il 2018 (L. 205/2017) ha previsto sgravi contributivi per i

giovani con meno di 35 anni, operativi da gennaio. Il DL 87/2018 ("decreto dignità"), convertito in agosto dalla L. 96/2018, ha introdotto diverse limitazioni al prolungamento dei rapporti a termine con la stessa impresa (la loro durata massima complessiva è stata portata da 36 a 24 mesi, è stata reintrodotta la causale per durate superiori ai 12 mesi e sono stati innalzati gli oneri sociali in caso di rinnovo). Al netto dei fattori stagionali la probabilità di rimanere occupato per chi aveva iniziato un rapporto di lavoro a termine nei precedenti 12 mesi è passata dal 51 per cento in agosto al 48 in dicembre (fig. 8.2.a). Al calo avrebbero contribuito, in parti uguali, il peggioramento delle condizioni cicliche e i nuovi vincoli. La riduzione è stata più intensa tra gli individui per i quali non sono previsti incentivi in caso di trasformazione a tempo indeterminato (quelli con almeno 35 anni di età residenti nelle regioni del Centro Nord).

Figura 8.2

Transizioni tra condizioni occupazionali (1)
(dati destagionalizzati)



Fonte: comunicazioni obbligatorie; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: *comunicazioni obbligatorie*.
(1) Settore privato non agricolo (esclusa istruzione, sanità, assistenza sociale e lavoro domestico); non sono inclusi i contratti in somministrazione. – (2) Probabilità di essere occupato a 12 mesi di distanza dalla sottoscrizione di un contratto a termine. Valori stimati al netto di effetti riconducibili alle caratteristiche socio-demografiche del lavoratore, del mercato del lavoro locale e del settore di operatività dell'impresa. – (3) Probabilità di assunzione a tempo indeterminato da un datore di lavoro non conosciuto in precedenza, entro 6 mesi dalla fine del precedente contratto.

Il decreto ha inoltre elevato del 50 per cento i limiti minimo e massimo dell'indennità risarcitoria dovuta dalle imprese con almeno 15 addetti in caso di licenziamento individuale giudicato illegittimo, innalzandoli rispettivamente a 6 e a 36 mensilità. Sulla materia è successivamente intervenuta anche la sentenza della Corte costituzionale n. 194/2018, dichiarando illegittimo l'articolo 3, comma 1, del D.lgs. 23/2015 che aveva introdotto un criterio quantitativo, predefinito e certo – legato all'anzianità di servizio – per la determinazione dell'indennità spettante al lavoratore illegittimamente licenziato (cfr. il riquadro: *Il Jobs Act: alcune valutazioni preliminari* del capitolo 8 nella *Relazione annuale* sul 2015). La sentenza ha restituito al giudice una maggiore discrezionalità nel definire l'ammontare del risarcimento nei limiti minimo e massimo innalzati dal "decreto dignità".

Dai due interventi, di natura legislativa e giurisprudenziale, sono scaturiti sia un aumento dell'ammontare medio, sia un'accresciuta incertezza dei costi per l'impresa in caso di

licenziamento illegittimo. Ciò potrebbe comportare una minore probabilità che al lavoratore venga offerto in prima istanza un contratto a tempo indeterminato, in particolare nel caso in cui questi non abbia avuto un rapporto di impiego con l'impresa in passato (fig. 8.2.b).

La contrazione dell'occupazione autonoma è proseguita nel 2018 (-0,3 per cento); la sua quota sul totale degli occupati (23,7 per cento nel primo trimestre dell'anno), pur avendo toccato il minimo dell'ultimo decennio, rimane di quasi dieci punti più alta rispetto a quella dell'area dell'euro, seconda solo a quella della Grecia. Sulla base delle più recenti indicazioni desumibili dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nei primi mesi del 2019 l'occupazione autonoma, dopo essersi stabilizzata nell'ultima parte dello scorso anno, sarebbe tornata a crescere. Potrebbero aver favorito questo andamento le norme più restrittive sui contratti di lavoro alle dipendenze sopra menzionate e l'estensione dell'ambito di applicazione del regime fiscale forfettario per gli imprenditori individuali e i lavoratori autonomi introdotta dalla legge di bilancio per il 2019 (L. 145/2018).

A differenza degli anni precedenti, nel 2018 si è lievemente ridotta la quota delle professioni con bassa qualifica sul totale dell'occupazione, il cui aumento aveva caratterizzato la recente ripresa occupazionale. È salita in modo non trascurabile la quota delle professioni con alto livello di competenze (cfr. il riquadro: *L'impatto della rete internet a banda larga sulle imprese italiane*)[1].

L'IMPATTO DELLA RETE INTERNET A BANDA LARGA SULLE IMPRESE ITALIANE

La rete internet veloce (a banda larga) costituisce una delle infrastrutture in grado di modificare in modo sostanziale il sistema economico di un paese. Facilitando la conservazione e la trasmissione di una grande mole di informazioni, l'accesso rapido a internet permette alle imprese di organizzare più efficientemente i propri processi produttivi e gestionali, raggiungere più agevolmente i mercati esteri, migliorare nel complesso la propria produttività.

In Italia la penetrazione della rete a banda larga è stata inizialmente frenata da fattori strutturali (quali l'orografia del territorio e una concentrazione di popolazione urbana relativamente bassa rispetto ad altri paesi europei) e di domanda (ad es. la scarsa alfabetizzazione informatica e il basso grado di digitalizzazione delle imprese e della Pubblica amministrazione; cfr. il riquadro: *Il ritardo digitale dell'Italia* del capitolo 6). In seguito a consistenti investimenti privati e pubblici, la banda larga fornita mediante tecnologie DSL (*digital subscriber loop*) su rame ha raggiunto la copertura pressoché totale del territorio, mentre resta ancora limitato lo sviluppo delle reti di nuova generazione interamente in fibra ottica.

Le prestazioni delle tecnologie DSL su rame[1] dipendono fortemente dalla qualità e dalla lunghezza del cosiddetto "ultimo miglio" della rete telefonica: al crescere della

[1] Le tecnologie DSL su rame possono raggiungere una velocità massima di 30 megabit per secondo (30 Mb/s).

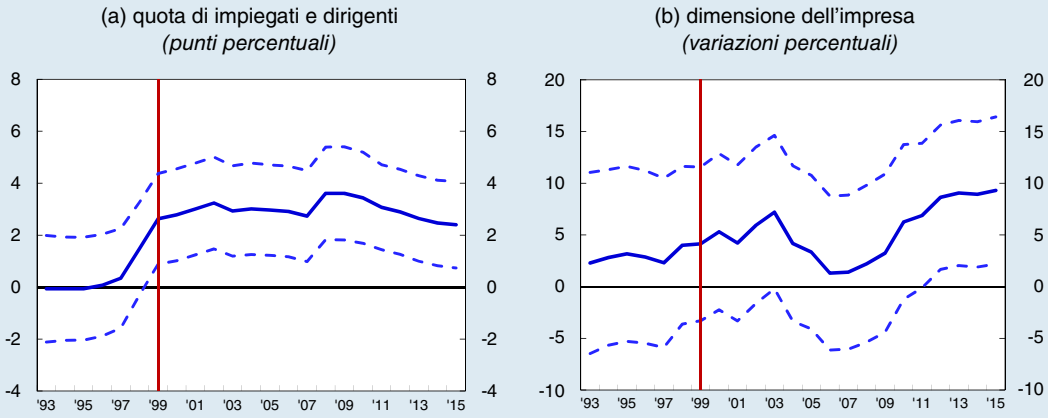
[1] Sull'argomento cfr. anche E. Olivieri, *Il cambiamento delle opportunità lavorative*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 117, 2012; M. Goos, A. Manning e A. Salomons, *Explaining job polarization: routine-biased technological change and offshoring*, "American Economic Review", 104, 2014, pp. 2509-2526; G. Basso, *The evolution of the occupational structure in Italy in the last decade*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 478, 2019.

distanza tra l'utente e la centrale telefonica si verifica un graduale deterioramento del segnale e una riduzione della velocità di connessione. Sfruttando tale eterogeneità uno studio[2] ha analizzato l'impatto della velocità della connessione internet sulla domanda di lavoro e sulla produttività per un campione rappresentativo di imprese italiane.

A partire dal 1999, anno in cui è stata introdotta la rete a banda larga, le aziende che hanno avuto accesso a una connessione internet più veloce, in quanto più vicine a una centrale telefonica, hanno modificato la composizione della propria forza lavoro, favorendo le occupazioni più qualificate (figura A, pannello a). Un effetto positivo sulla crescita dimensionale è altresì rilevabile dal 2012 (figura A, pannello b).

Figura A

Velocità di connessione e domanda di lavoro (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Invind), INPS e TIM.
(1) Le linee rappresentano i coefficienti (e i relativi intervalli di confidenza al 95 per cento) stimati con una regressione della composizione dell'occupazione e della dimensione dell'impresa sulla velocità massima di connessione internet disponibile presso la sede operativa dell'impresa, tenendo conto delle caratteristiche dell'impresa invarianti nel tempo. La distanza tra la sede operativa dell'impresa e la centrale telefonica più vicina è utilizzata come strumento per ridurre possibili distorsioni della stima.

L'accesso a una rete a banda larga più veloce ha aumentato la produttività dei lavoratori qualificati (figura B, pannello a), sostenendo anche la produttività totale dei fattori, una misura dell'efficienza complessiva dell'azienda (figura B, pannello b).

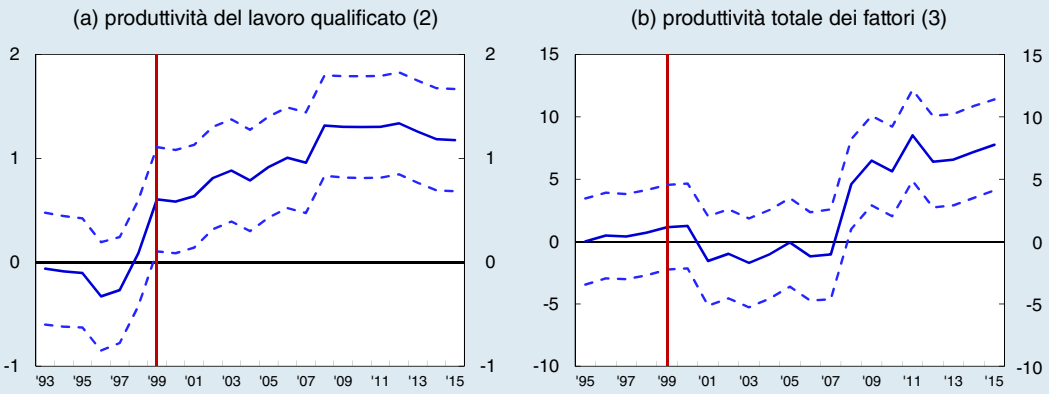
In prospettiva, con la crescente diffusione di tecnologie e piattaforme digitali integrate in sistemi complessi (internet delle cose[3], robotica avanzata, big data, intelligenza artificiale, ecc.), la copertura del territorio con reti a banda ultralarga rappresenta un presupposto necessario per l'incremento della produttività e della competitività del Paese. La tendenza delle imprese innovative a privilegiare profili occupazionali più qualificati evidenzia inoltre la necessità di investimenti in istruzione e formazione che possano garantire un continuo adeguamento delle competenze della forza lavoro.

[2] E. Ciapanna e F. Colonna, *Is your broadband really broad? Internet speed, labour demand and productivity outcomes: evidence from Italian firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[3] Con tale espressione ci si riferisce alle tecnologie che sfruttano la connessione internet veloce per lo scambio di dati tra dispositivi e oggetti, anche di uso comune.

Figura B

Effetti della velocità di connessione sulla produttività (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Invind), Cerved, INPS e TIM.
(1) Le due diverse misure di produttività sono ottenute seguendo la metodologia elaborata in J.M. Wooldridge, *On estimating firm-level production functions using proxy variables to control for unobservables*, "Economics Letters", 104, 2009, pp. 112-114. Le linee rappresentano i coefficienti (e i relativi intervalli di confidenza al 95 per cento) della velocità massima di connessione stimati con una regressione che tiene conto delle caratteristiche dell'impresa invarianti nel tempo. – (2) La figura fa riferimento al rapporto tra produttività dei lavoratori più qualificati, inquadrati come impiegati o dirigenti, e quella degli operai. – (3) La produttività totale dei fattori misura il contributo alla produzione non riconducibile agli input tradizionalmente considerati: capitale, lavoro e beni intermedi.

L'offerta di lavoro e la disoccupazione

Grazie all'espansione del numero di occupati, il tasso di disoccupazione nel 2018 è sceso al 10,6 per cento, 0,6 punti percentuali in meno rispetto al 2017; quello giovanile è rimasto ancora su valori elevati, al 32,2 per cento (tav. 8.2). Si sono ulteriormente ampliati i divari tra le macroaree: il tasso di disoccupazione nel Mezzogiorno, pari al 18,4 per cento nel 2018, è risultato di 11 punti più alto che nel Centro Nord; alla vigilia della crisi finanziaria il divario era pari a circa 7 punti percentuali (cfr. il riquadro: *Gli andamenti territoriali* del capitolo 4).

È proseguito – sia pure meno intensamente rispetto al passato – l'incremento della partecipazione al mercato del lavoro. Il tasso di attività per le persone di 15-64 anni è salito di 0,2 punti percentuali (al 65,6 per cento), raggiungendo il livello più elevato dal 1977, primo anno per il quale sono disponibili dati comparabili. La crescita ha riguardato sia gli uomini, sia – in misura lievemente più marcata – le donne, e ha interessato esclusivamente il Centro Nord; nel Mezzogiorno la partecipazione è rimasta sostanzialmente invariata, 11 punti al di sotto della media nazionale. L'incremento del tasso di attività si è concentrato tra le persone con più di 50 anni, confermando una tendenza in atto dall'inizio del millennio, determinata dalle riforme pensionistiche susseguitesi nel tempo. Dal 2000 a oggi il tasso di partecipazione nella classe di età 55-64 anni è quasi raddoppiato (dal 30 al 57 per cento), ed è aumentato di poco meno anche quello degli individui di età compresa tra i 65 e i 74 anni (dal 5 al 9 per cento). Questa tendenza è stata più marcata al Centro Nord, dove maggiore è l'incidenza sulla popolazione in età da lavoro degli occupati più anziani, direttamente interessati dall'innalzamento dell'età di pensionamento.

Tavola 8.2

Tassi di attività, occupazione e disoccupazione nel 2018
(valori percentuali)

VOCI	Età 15-24		Età 25-54		Età 55-64		Totale (1)	
	livello (2)	variazioni 2017-18 (3)	livello (2)	variazioni 2017-18 (3)	livello (2)	variazioni 2017-18 (3)	livello (2)	variazioni 2017-18 (3)
Tasso di attività	**26,1**	**-0,1**	**77,9**	**..**	**57,0**	**1,5**	**65,6**	**0,2**
maschi	29,9	..	88,4	-0,1	68,6	1,5	75,1	0,1
femmine	21,9	-0,2	67,4	0,1	46,1	1,6	56,2	0,3
Tasso di occupazione	**17,7**	**0,6**	**69,8**	**0,4**	**53,7**	**1,5**	**58,5**	**0,6**
maschi	20,8	0,8	80,3	0,4	64,2	1,4	67,6	0,6
femmine	14,3	0,4	59,4	0,4	43,9	1,6	49,5	0,6
Tasso di disoccupazione	**32,2**	**-2,6**	**10,3**	**-0,5**	**5,7**	**-0,1**	**10,6**	**-0,6**
maschi	30,4	-2,6	9,2	-0,6	6,3	..	9,7	-0,6
femmine	34,8	-2,5	11,9	-0,4	4,9	-0,2	11,8	-0,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Il totale fa riferimento alle classi di età 15-64 per i tassi di attività e di occupazione, e alla classe 15 e oltre per i tassi di disoccupazione. – (2) Valori percentuali. – (3) Differenze percentuali.

Nel prossimo triennio la partecipazione delle coorti più anziane potrebbe tuttavia essere frenata dalla L. 26/2019 che ha previsto, fino al 2021, la possibilità di accedere alla pensione per i lavoratori che abbiano raggiunto 62 anni di età e 38 anni di contributi ("quota 100"). La legge ha inoltre sospeso fino al 2026 l'adeguamento biennale alle aspettative di vita dell'anzianità contributiva necessaria per accedere alla pensione anticipata. Nel complesso le nuove norme consentono l'anticipazione dell'età di pensionamento minima fino a oltre cinque anni (cfr. la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Prestazioni di protezione sociale* dell'Appendice). Secondo nostre elaborazioni, in caso di piena adesione, queste misure potrebbero comportare una contrazione del tasso di attività fino a 0,6 punti percentuali nel 2020. Il calo effettivo potrà essere tuttavia limitato dal fatto che una quota di potenziali beneficiari potrebbe non aderire alla "quota 100" per non incorrere in riduzioni dell'importo dell'assegno e per i limiti stringenti alle possibilità di cumulo della pensione anticipata con i redditi da lavoro.

Sulla base delle evidenze disponibili per i paesi dell'area dell'euro[2] e per l'Italia[3], è poco probabile che l'uscita anticipata di alcune coorti di lavoratori più anziani possa avere ricadute significative sulla domanda di lavoro per gli individui di altre classi di età nel settore privato. Nel settore pubblico le ripercussioni dipenderanno dalle disposizioni che disciplinano il turnover e, nel breve periodo, dai tempi delle procedure di selezione mediante concorso.

[2] P. Tommasino e R. Zizza, *The lump of labour fallacy: a reassessment for the euro area*, in *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 159, 2015.

[3] G. Bovini e M. Paradisi, *The labor substitutability and the impact of raising the retirement age*, WorkINPS Papers, 20, 2019; F. Carta, F. D'Amuri e T.M. von Wachter, *Ageing, pension reform and firm's dynamics*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Le condizioni del mercato del lavoro potranno risentire dell'introduzione, avvenuta lo scorso aprile, del Reddito di cittadinanza (L. 26/2019). Il nuovo beneficio a favore delle famiglie in stato di bisogno si rivolge a un'ampia platea di destinatari e prevede importi piuttosto elevati, soprattutto per i nuclei di ridotte dimensioni (cfr. il riquadro: *Un'analisi degli effetti redistributivi delle recenti misure di contrasto alla povertà* del capitolo 5).

Per migliorare le prospettive occupazionali dei beneficiari, la misura prevede obblighi di attivazione[4] e incentivi alle imprese che li assumono: l'efficacia di questi interventi rimane tuttavia incerta. I Centri per l'impiego, cui è affidato l'inserimento dei percettori nel mercato del lavoro, svolgono attualmente un ruolo marginale in quest'ambito e difficilmente potranno essere potenziati nel breve periodo in modo significativo (cfr. il riquadro: *Il ruolo dei Centri per l'impiego nel mercato del lavoro*). Gli incentivi alle imprese – di importo ridotto e durata limitata nel tempo – sono condizionati al rispetto di requisiti particolarmente stringenti che potrebbero ridurne l'efficacia. I profili per i quali le imprese incontrano maggiori difficoltà di reclutamento, secondo le rilevazioni del sistema informativo Excelsior, sono quelli tecnico-specialistico e manageriale, probabilmente meno presenti tra i potenziali percettori del Reddito di cittadinanza.

IL RUOLO DEI CENTRI PER L'IMPIEGO NEL MERCATO DEL LAVORO

I Centri per l'impiego (CpI) sono uffici pubblici locali che erogano servizi per il lavoro, nati circa vent'anni fa con il DL 469/1997 che aveva delegato alle Province le funzioni in precedenza svolte dagli uffici di collocamento. La legislazione – oltre ad abolire il monopolio pubblico nell'ambito dei servizi per il lavoro consentendo a enti privati di operare sul mercato (dapprima alle agenzie di lavoro interinale e in seguito a quelle di somministrazione) – ha assegnato ai CpI funzioni relative alle politiche attive del lavoro, tradizionalmente poco diffuse nel nostro paese. Sebbene attualmente i CpI non siano più di competenza provinciale, la loro governance rimane complessa, divisa tra organismi centrali (Ministero del Lavoro e delle politiche sociali e ANPAL) e Regioni che hanno potestà legislativa in materia[1].

Nel 2017 erano presenti in Italia 840 CpI (tra sedi centrali e distaccate): il 32,9 per cento si trovava nel Nord, il 24,6 nel Centro e il restante 42,5 nel Mezzogiorno[2]. Per ogni addetto di un CpI vi erano 562 persone non occupate che dichiaravano di essere in cerca di lavoro (700 nel Mezzogiorno). Nel 2018 la quota di individui che si è rivolta a un CpI nelle quattro settimane precedenti l'intervista è stata pari al 26,3 per cento tra i disoccupati da meno di dodici mesi, al 22,7 tra

[1] Nel senso di una più decisa centralizzazione della loro governance si è mosso il DL 150/2015, emanato a seguito della L. 183/2014 (Jobs Act). Tale indirizzo è stato però poi di fatto depotenziato dalla mancata approvazione, nel referendum del dicembre 2016, della riforma costituzionale che avrebbe trasferito allo Stato la potestà legislativa in materia di politiche attive, assegnata alle Regioni dal 2001. Sui precedenti tentativi di riforma dei CpI, cfr. S. Pirrone e P. Sestito, *Disoccupati in Italia*, Bologna, il Mulino, 2006.

[2] ANPAL, *Monitoraggio sulla struttura e il funzionamento dei servizi per il lavoro 2017*, Roma, 2018.

[4] Il rispetto di tali obblighi potrà comportare un incremento delle persone inattive che rientrerebbero nei requisiti statistici per essere riclassificati come disoccupati fino a un massimo di 300.000 individui, determinando un aumento del tasso di partecipazione di circa 0,8 punti percentuali nel 2020, quando la misura sarà entrata a regime.

quelli di lunga durata e al 23,9 per cento tra gli inattivi che avevano compiuto almeno un'azione di ricerca, ma che non erano prontamente disponibili a lavorare.

Nel complesso il ricorso a queste strutture, maggiore nelle regioni del Nord rispetto a quelle del Mezzogiorno, è diminuito a partire dal 2014 in concomitanza con il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Nel 2018 il flusso medio mensile di persone che hanno contattato un CpI per la ricerca di un lavoro è stato pari a 740.000, di cui circa il 90 per cento disoccupati. L'attività più frequentemente svolta da questi ultimi presso i centri è stata la verifica dell'esistenza di opportunità di lavoro (nel 36,1 per cento dei casi), seguita dallo svolgimento di pratiche amministrative varie; solo il 9,7 per cento dei contatti ha riguardato attività di consulenza e di offerta formativa.

L'azione dei CpI nell'intermediazione tra domanda e offerta di lavoro appare limitata: nel 2018 solo il 2,1 per cento (23.000 persone) tra chi ha trovato un'occupazione alle dipendenze nel settore privato nell'ultimo anno vi è riuscito per il loro tramite[3]. Tale risultato dipende non solo dai pochi contatti tra chi cerca un lavoro e i CpI, ma anche dalla limitata efficacia dei centri stessi: nel 2018 solo il 7,0 per cento di coloro che negli ultimi dodici mesi vi si erano rivolti ha trovato un impiego grazie alla loro intermediazione.

La recente introduzione del Reddito di cittadinanza (L. 26/2019), una misura di contrasto alla povertà e al contempo di politica attiva, ha affidato ai CpI la definizione e l'attuazione dei percorsi di reinserimento lavorativo dei beneficiari, nonché il controllo di alcuni adempimenti previsti per la percezione del sussidio. Per effetto di tali innovazioni i CpI potranno trovarsi a gestire una platea di utenti significativamente più elevata rispetto a quella attuale e con profili di bassa occupabilità, che ne renderanno più complessa l'operatività.

[3] La quota di individui che si rivolgono a strutture analoghe ai CpI per cercare un lavoro è più alta in Francia e in Germania (57,0 e 73,0 per cento, rispettivamente); è maggiore anche l'incidenza di coloro che, grazie alla loro intermediazione, trovano un'occupazione (circa il 7 per cento in entrambi i paesi).

Il sussidio, la cui generosità decresce significativamente all'aumentare del reddito da lavoro[5], potrà scoraggiare l'accettazione[6] o la prosecuzione di rapporti di lavoro precari e non particolarmente remunerativi. Tenuto conto della condizione economica della famiglia, i lavoratori tra i 15 e i 64 anni[7] che percepiscono retribuzioni inferiori

[5] In caso di variazione della condizione occupazionale durante il periodo di godimento del sussidio, il maggior reddito da lavoro dipendente concorre alla determinazione del beneficio economico nella misura dell'80 per cento; vi rientra per l'importo totale non appena viene recepito nell'Indicatore della situazione economica equivalente (ISEE) per l'intera annualità. Analoghe disposizioni sono previste in caso di redditi da lavoro autonomo.

[6] Sebbene i percettori perdano il sussidio dopo aver rifiutato offerte di lavoro definite congrue (ai sensi del D.lgs. 150/2015, integrato dalla L. 26/2019) il requisito retributivo previsto per determinare la congruità dell'offerta (almeno 858 euro al mese) risulta relativamente elevato, soprattutto nelle aree geografiche dove sono maggiormente concentrati i potenziali beneficiari del Reddito di cittadinanza.

[7] Si considerano solo gli occupati a tempo determinato. Coloro con una posizione permanente, comunque meno propensi a interrompere il rapporto di lavoro, non avrebbero diritto a percepire il trasferimento per i successivi dodici mesi in caso di dimissioni.

o pari all'ammontare del trasferimento ottenibile nel caso in cui non fossero occupati rappresentano fino allo 0,5 per cento del totale. Il disincentivo all'occupazione si concentrerebbe in segmenti con prospettive occupazionali già limitate (persone giovani, con impieghi precari e nel Mezzogiorno), che risentirebbero ulteriormente di prolungati periodi di inattività. La struttura e la generosità del sussidio potrebbero inoltre favorire forme di lavoro irregolare, se le misure sanzionatorie previste dalla legge trovassero difficile applicazione concreta.

L'incremento della partecipazione, in atto dal 2011, ha controbilanciato gli effetti negativi sul numero delle persone attive del calo della popolazione residente in Italia, iniziato nel 2015. La popolazione è diminuita dello 0,2 per cento (90.000 persone) nel 2018, malgrado il contributo positivo del saldo migratorio netto (circa 190.000 persone), in lieve crescita pur in presenza di una forte espansione dei flussi in uscita dal Paese; questi ultimi hanno raggiunto il massimo storico dal 1981, anno di inizio della rilevazione (cfr. il riquadro: *I rischi di brain drain dall'Italia dopo la Grande Recessione*). Alla fine del 2018 gli stranieri erano pari all'8,7 per cento della popolazione, 0,2 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente, e sostanzialmente in linea con la media dell'Unione europea. Secondo le ultime stime fornite dalla Fondazione Iniziative e studi sulla multietnicità[8] (Fondazione ISMU) e relative alla fine del 2017, la componente irregolare dell'immigrazione sarebbe stata pari a circa 530.000 persone.

I RISCHI DI BRAIN DRAIN DALL'ITALIA DOPO LA GRANDE RECESSIONE

La mobilità geografica dei lavoratori consente una loro allocazione dove sono più produttivi e costituisce un importante fattore di riequilibrio, in particolare in un'area valutaria unica, a fronte di shock che colpiscano solo alcuni paesi o regioni (cfr. il riquadro: *Mobilità del lavoro e assorbimento di shock nell'area dell'euro* del capitolo 2). Tuttavia persistenti flussi migratori in uscita, soprattutto se da aree in difficoltà, potrebbero aggravare la situazione economica di queste ultime e privarle delle risorse umane più qualificate che sono invece essenziali per il loro rilancio.

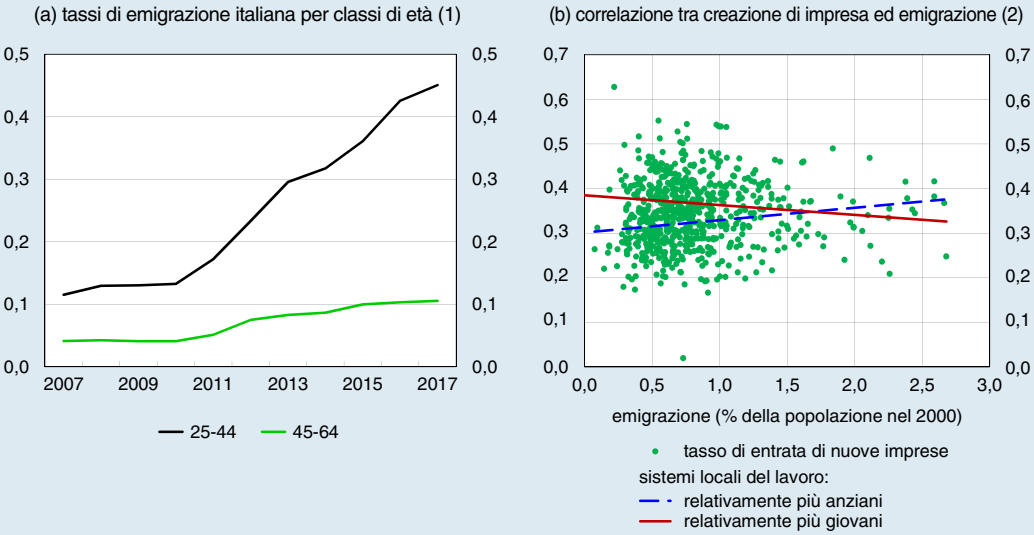
Tra il 2007 e il 2018 il numero di cittadini italiani emigrati all'estero è continuamente salito, con una decisa accelerazione dalla crisi del debito sovrano: nel 2018 il fenomeno ha coinvolto circa 120.000 persone, 5.000 in più rispetto all'anno precedente. Considerando anche coloro che sono rientrati dall'estero, il saldo migratorio netto di cittadini italiani cumulato negli ultimi dieci anni è stato negativo per circa 492.000 unità. Le uscite hanno coinvolto i giovani e i laureati in modo ancora più significativo rispetto agli anni precedenti la Grande Recessione: tra i primi la percentuale è passata dallo 0,1 nel 2007 a circa lo 0,5 nel 2017 (figura, pannello a), tra i secondi dallo 0,2 allo 0,4. I flussi verso l'estero sono aumentati da tutte le regioni del Paese, incluse quelle più ricche del Centro Nord, soprattutto tra le classi di età più giovani; le migrazioni dal Mezzogiorno verso l'estero sono cresciute tanto da compensare quasi interamente il calo di quelle verso il Centro Nord.

[8] Fondazione ISMU, *Ventiquattresimo Rapporto sulle migrazioni 2018*, Milano, Franco Angeli, 2018.

Figura

Tassi di emigrazione italiana per classi di età e relazione con la creazione di impresa (1)

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Infocamere.
(1) Valori in percentuale della popolazione di riferimento per classi di età (25-44 e 45-64 anni). – (2) Correlazione tra il tasso di entrata di nuove imprese sul totale delle imprese presenti nel 2005 e flussi di emigrazione cumulati in percentuale della popolazione del 2000, per ciascuno dei 686 sistemi locali del lavoro (SLL) tra il 2008 e il 2015. Le linee rappresentano l'interpolazione lineare delle due variabili per gli SLL la cui età media della popolazione nel 2002 era rispettivamente superiore (linea tratteggiata) e inferiore (intera) rispetto all'età mediana degli SLL.

Una vasta letteratura[1], che ha analizzato prevalentemente i paesi in via di sviluppo, ha mostrato che l'emigrazione della forza lavoro più giovane, soprattutto se istruita (brain drain), ha effetti di segno indeterminato sul paese di origine. Da un lato, vi sono benefici derivanti dalla maggiore circolazione di idee e di pratiche imprenditoriali e manageriali e dagli scambi commerciali che vengono stabiliti grazie alle relazione tra emigrati e aree di origine, oltre a quelli monetari legati alle rimesse. Inoltre il maggiore rendimento dell'istruzione conseguibile all'estero potrebbe incentivare gli investimenti in capitale umano anche tra coloro che non sono emigrati, con ricadute positive anche sul paese di origine (brain gain)[2]. Dall'altro lato, la perdita di capitale umano potrebbe avere rilevanti ripercussioni negative sulla produttività[3].

Tra i rischi per il paese di origine vi è anche quello che i flussi in uscita riducano la creazione di impresa, poiché il tasso di imprenditorialità raggiunge il proprio picco

[1] Ad esempio, M. Beine, F. Docquier e H. Rapoport, *Brain drain and economic growth: theory and evidence*, "Journal of Development Economics", 64, 2001, pp. 275-289; F. Docquier e H. Rapoport, *Globalization, brain drain, and development*, "Journal of Economic Literature", 50, 3, 2012, pp. 681-730.

[2] M. Gomellini e C. Ó Gráda, *Outward and inward migrations in Italy: a historical perspective*, Banca d'Italia, Quaderni di storia economica, 8, 2011; F. Giffoni e M. Gomellini, *Brain gain in the age of mass migration*, Banca d'Italia, Quaderni di storia economica, 34, 2015.

[3] European Investment Bank, *EIB Investment Report 2018/2019: retooling Europe's economy. Key findings*, 2018.

intorno ai 45 anni ed è maggiore nelle regioni più dinamiche[4]. Un recente lavoro[5] studia la relazione tra i flussi migratori degli italiani e la costituzione di nuove imprese. Si individuano dapprima i fattori esogeni che determinano i flussi di emigrazione dall'Italia verso altri paesi, quali i network di emigrati da ogni comune in tutti i paesi di destinazione e le performance economiche di questi ultimi, al netto delle condizioni economiche locali che potrebbero spingere un individuo a emigrare, ma che influiscono anche sulla creazione di impresa. L'indice che coglie tali fattori è poi utilizzato per stimare la relazione tra i flussi migratori e la creazione di impresa con un approccio a variabili strumentali.

I risultati delle stime indicano che l'impatto dell'emigrazione sulla creazione di nuove imprese è negativo, soprattutto per quelle con soci o manager al di sotto dei 45 anni e nelle aree del Paese con una struttura demografica più giovane (figura, pannello b), a conferma della rilevanza della composizione demografica di un'economia nel determinare la sua propensione all'imprenditorialità. La relazione negativa tra emigrazione e imprenditorialità riguarda ogni area del Paese e tutti i settori, sia quelli a basso valore aggiunto sia quelli più avanzati; incide negativamente anche sulla creazione di start up innovative.

---

[4] J. Liang, H. Wang e E.P. Lazear, *Demographics and entrepreneurship*, "Journal of Political Economy", 126, 2018, pp. S140-S196; N. Engbom, *Firm and worker dynamics in an aging labor market*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper, 756, 2019; F. Karahan, B. Pugsley e A. Şahin, *Demographic origins of the startup deficit*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, 888, 2019.

[5] M. Anelli, G. Basso, G. Ippedico e G. Peri, *Youth drain, entrepreneurship and innovation,* Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

La contrattazione e le relazioni industriali

Nel 2018 le retribuzioni contrattuali nel totale dell'economia hanno accelerato (1,5 per cento, da 0,5), contribuendo a un aumento delle retribuzioni di fatto di pari entità (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*).

Nel settore pubblico la crescita, particolarmente marcata, è stata determinata dal pagamento di incrementi retributivi legati ai rinnovi siglati nella prima parte dell'anno, che hanno interrotto il blocco dei salari in atto dal 2010 in quasi tutti i comparti.

Anche nel settore privato la componente contrattuale delle retribuzioni ha accelerato (1,1 per cento, da 0,6) per effetto degli aumenti pattuiti nei numerosi contratti rinnovati tra la fine del 2017 e l'inizio del 2018. Tali accordi hanno previsto incrementi in linea con le aspettative di inflazione, risalite significativamente nel corso del 2017, dopo aver toccato valori minimi nel 2016. Dopo essersi ridotte per più di quattro anni, le componenti salariali eccedenti i minimi contrattuali sono tornate a fornire un lieve contributo positivo alla dinamica delle retribuzioni complessive.

Dalla metà del 2018 si sono manifestati segnali di progressivo rallentamento. In un quadro di indebolimento congiunturale, il mancato rinnovo di alcuni rilevanti contratti (fra cui in particolare quello del commercio) ha determinato un progressivo aumento della quota di lavoratori dipendenti del settore privato con un contratto collettivo scaduto, passata dal 12 per cento in luglio al 38 per cento nel marzo 2019.

Ne è discesa un'ulteriore frenata delle retribuzioni nei primi tre mesi del 2019, salite dello 0,8 per cento in marzo rispetto ai dodici mesi precedenti, 0,3 punti percentuali in meno nel confronto con il mese di dicembre dello scorso anno.

L'assetto complessivo della contrattazione, su cui l'accordo interconfederale del marzo 2018 (Patto della fabbrica) non ha inciso sostanzialmente (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2017), non ha subito significative modifiche. La diffusione dei contratti decentrati rimane limitata: nel 2018 la quota di imprese industriali e dei servizi non finanziari con almeno 20 addetti coperta da un contratto aziendale era sostanzialmente stabile al 23 per cento.

9. I PREZZI, I COSTI E LA COMPETITIVITÀ

I margini ancora significativi di capacità inutilizzata e, nella seconda parte dell'anno, il peggioramento delle condizioni cicliche si sono tradotti in una persistente debolezza dell'inflazione; al rialzo dei prezzi dell'energia si è contrapposta un'inflazione di fondo ancora molto bassa.

Dopo due anni di stagnazione i salari nominali sono tornati a salire, sospinti dai rinnovi contrattuali, ma il loro aumento non ha finora alimentato una più sostenuta dinamica dei prezzi.

L'apprezzamento del cambio effettivo dell'euro ha determinato un peggioramento della competitività di prezzo delle imprese italiane nei confronti dei concorrenti esterni all'area; a seguito della più contenuta crescita dei prezzi, è invece migliorata la competitività rispetto ai partner commerciali dell'area. Negli ultimi cinque anni la competitività è migliorata di circa tre punti percentuali.

I prezzi al consumo

Lo scorso anno l'inflazione, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è rimasta su livelli modesti (1,2 per cento; tav. 9.1) dopo il recupero realizzato nel 2017, nonostante l'accelerazione dei prezzi dell'energia. L'inflazione di fondo, valutata al netto dei prodotti alimentari ed energetici, è diminuita (0,6 per cento): hanno rallentato sia i prezzi dei servizi sia quelli dei beni industriali non energetici.

Tavola 9.1

Indici dei prezzi

VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2017	2018	2018
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)	**1,3**	**1,2**	**100,0**
Alimentari freschi	3,5	1,3	9,2
Alimentari trasformati	0,6	1,5	11,6
Energetici	4,6	5,7	9,4
Beni non alimentari e non energetici	0,3	0,0	26,5
Servizi	1,2	1,0	43,3
Beni e servizi a prezzo amministrato	2,1	3,0	10,1
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	0,8	0,6	69,8
Deflatore del PIL	**0,5**	**0,8**	**100,0**
Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	**2,6**	**3,9**	**100,0**

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'inflazione si è collocata al di sotto di quella registrata per il complesso dell'area dell'euro (pari all'1,8 per cento; cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Il differenziale è stato di 0,7 punti percentuali per le componenti più volatili, di 0,5 punti per i servizi e di 0,3 per i beni industriali non energetici.

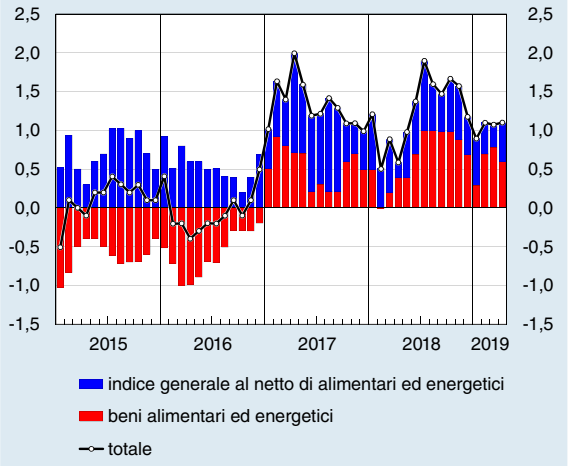
Sulla prolungata debolezza delle componenti di fondo hanno inciso i margini ancora ampi di capacità inutilizzata, cui si è aggiunto nel corso dell'anno l'effetto del peggioramento delle condizioni cicliche; sul livello dei prezzi dei servizi ha anche pesato l'impatto temporaneo della forte riduzione delle tasse universitarie nell'ottobre 2017.

Il deflatore del PIL è salito dello 0,8 per cento (dallo 0,5 nel 2017). A fronte della ripresa del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo, aumentato dell'1,5 per cento dopo la diminuzione del 2017 (cfr. il paragrafo: *Il costo del lavoro*), si è ridotta la quota dei profitti in rapporto al valore aggiunto, che era invece cresciuta nei due anni precedenti.

L'inflazione al consumo è rimasta sotto l'1 per cento nella prima metà dell'anno, per poi salire all'1,6 per cento nella media del secondo semestre, a causa della rapida accelerazione dei prezzi dei prodotti energetici e degli alimentari freschi (fig. 9.1). L'inflazione di fondo ha oscillato attorno allo 0,6 per cento: il rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici ha compensato un graduale rafforzamento dei prezzi dei servizi. Il divario nell'andamento fra queste due componenti è stato reso più accentuato dalle innovazioni metodologiche introdotte a gennaio del 2019 che hanno implicato, anche per il biennio 2017-18, la riclassificazione fra i beni di alcuni prodotti in precedenza inclusi nei servizi e caratterizzati da una forte tendenza negativa.

Figura 9.1

Inflazione in Italia e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) IPCA.

Nei primi quattro mesi dell'anno in corso l'inflazione è tornata a scendere, portandosi in aprile all'1,1 per cento. Le aspettative di inflazione al consumo delle imprese rilevate dalla Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Aspettative di inflazione e strategie di prezzo delle imprese italiane*), dopo essersi rafforzate nella seconda parte del 2018, si sono poi ridotte, scendendo in marzo all'1,1 per cento su un orizzonte di dodici mesi (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 15 aprile 2019). Anche le attese sull'inflazione per il 2019 degli analisti censiti da Consensus Economics si sono indebolite dall'inizio di quest'anno, collocandosi allo 0,9 per cento in maggio.

ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E STRATEGIE DI PREZZO DELLE IMPRESE ITALIANE

Il forte calo dell'inflazione al consumo nell'area dell'euro dalla metà del 2012 e il conseguente emergere di timori di un disancoraggio delle aspettative di inflazione hanno riacceso l'interesse per l'analisi dei meccanismi che regolano la formazione delle attese di inflazione[1], nonché del ruolo che queste rivestono nella determinazione dei prezzi.

Secondo diversi modelli economici le imprese, per mantenere condizioni compatibili con la massimizzazione dei profitti, modificano i propri listini in relazione all'andamento generale dei prezzi da loro atteso, ma la tempistica di tali adeguamenti tiene conto di eventuali costi di aggiustamento e dell'incertezza che circonda le loro stesse aspettative.

Due recenti lavori empirici esaminano la relazione fra le attese delle imprese italiane sull'andamento del livello generale dei prezzi e le decisioni adottate per i propri listini[2]. A tale scopo vengono utilizzate le informazioni tratte dalle *Indagini sulle aspettative di inflazione e crescita* condotte trimestralmente dal 1999 dalla Banca d'Italia presso un campione di aziende (industriali, dei servizi e delle costruzioni) con almeno 50 addetti. Le risposte al questionario sottoposto alle imprese forniscono indicazioni quantitative riguardo sia alle loro aspettative sull'inflazione al consumo in Italia (nei successivi dodici mesi), sia alle variazioni attese (sempre nei successivi dodici mesi) e realizzate (negli ultimi dodici mesi) dei prezzi di vendita dei propri prodotti.

Sulla base dei dati raccolti dal quarto trimestre del 2002, periodo a partire dal quale vengono rilevate anche informazioni sulle variazioni effettive dei listini, le aspettative di inflazione delle imprese italiane sono positivamente correlate con le variazioni dei propri prezzi di vendita, attese e realizzate (figura). Per valutare la robustezza di tale relazione è tuttavia necessario considerare altri fattori che possono influenzare le politiche di prezzo delle aziende: se trascurati, tali fattori potrebbero distorcere la relazione osservata, soprattutto qualora risultassero essi stessi correlati con le attese di inflazione.

Nel primo studio si esamina il legame fra le aspettative circa la variazione dell'indice generale dei prezzi al consumo e quelle relative ai propri listini, utilizzando variabili di controllo a livello di impresa, sia di natura prevalentemente ciclica (costo del lavoro, pressione concorrenziale, prezzo delle materie prime, condizioni di accesso al credito bancario, attese sulla dinamica occupazionale aziendale e valutazione sulla situazione economica generale del Paese), sia di natura strutturale (dimensione, localizzazione geografica, settore di attività economica e quota del fatturato realizzato all'estero). L'introduzione di effetti fissi temporali consente di tenere conto dello stato della congiuntura macroeconomica.

---

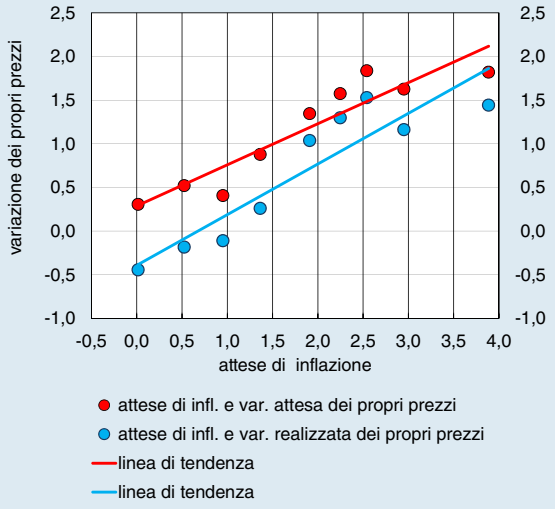
[1] Per le determinanti delle aspettative di inflazione delle imprese italiane, cfr. C. Conflitti e R. Zizza, *What's behind firms' inflation forecasts*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 465, 2018 e il riquadro: *Le aspettative di inflazione delle imprese italiane e il mercato del lavoro* del capitolo 9 nella *Relazione annuale* sul 2017.

[2] T. Ropele, *Inflation expectations and price setting behavior: evidence from business survey data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione e O. Coibion, Y. Gorodnichenko e T. Ropele, *Inflation expectations and firms' decisions: new causal evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1219, 2019.

I risultati documentano l'esistenza di una relazione positiva e statisticamente significativa fra le due variabili: un aumento di 100 punti base nelle aspettative di inflazione è associato, a parità di altre condizioni, a un aumento di circa 10 punti della variazione attesa dei propri prezzi. La relazione mostra tuttavia segni di instabilità nel tempo: si attenua nel periodo 2011-14, in connessione con la prolungata incertezza macroeconomica percepita dalle imprese durante la crisi del debito sovrano; si rafforza invece nei tre anni successivi. Quest'ultima evidenza potrebbe dipendere dal fatto che, quando ci si attende che i tassi di interesse ufficiali restino a lungo fermi al loro limite inferiore, un aumento delle aspettative di inflazione si traduce in un impatto più ampio sui tassi di interesse reali e quindi sulla domanda aggregata e sulle proprie politiche di prezzo.

Figura

Inflazione attesa dalle imprese italiane e variazione dei propri prezzi di vendita (1)
(valori percentuali)



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 effettuata in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*.
(1) Nel grafico le attese di inflazione sono riportate sull'asse delle ascisse, raggruppate in intervalli; per ciascun intervallo è indicato il corrispondente valore medio delle variazioni attese (in rosso) e realizzate (in blu) dei prezzi di vendita. I dati si riferiscono al periodo dal 4° trimestre del 2002 al 4° trimestre del 2018.

Il secondo lavoro analizza gli effetti delle attese di inflazione delle imprese sulle variazioni realizzate dei propri prezzi di vendita, concentrandosi su un periodo di stima più breve al fine di sfruttare pienamente la maggiore ricchezza informativa delle indagini rilevate dal terzo trimestre del 2012[3]. Anche in questo caso i risultati indicano una relazione positiva e statisticamente significativa: un aumento di 100 punti base delle aspettative di inflazione si traduce in una revisione al rialzo dei propri listini di circa 20 punti. Coerentemente con i risultati del lavoro già descritto, l'impatto è sensibilmente più marcato quando si considera il sottoperiodo 2015-18.

I lavori confermano che per agevolare il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi è importante che la politica monetaria influisca sulle aspettative di inflazione, in particolare su quelle delle imprese[4].

[3] Da tale data per circa un terzo delle imprese del campione, selezionate casualmente, il quesito relativo alle aspettative di inflazione omette di fornire all'intervistato l'informazione sull'ultimo dato ufficiale della variazione dei prezzi al consumo in Italia, che invece continua a essere riportato per il resto del campione. Il diverso trattamento informativo fra i due gruppi di imprese ha consentito la costruzione di una variabile strumentale per ovviare al problema di una possibile endogeneità delle attese di inflazione. Per il trattamento informativo cfr. anche L. Bartiloro, M. Bottone e A. Rosolia, *What does the heterogeneity of the inflation expectations of Italian firms tell us?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 414, 2017.

[4] I risultati di alcuni lavori che esplorano l'impatto diretto delle misure non convenzionali adottate dalla BCE sulle aspettative di inflazione sono riportati in S. Neri e S. Siviero, *The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 486, 2019.

I prezzi alla produzione e dei beni importati

Nella media del 2018 i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono aumentati del 3,9 per cento. Vi ha contributo soprattutto il rialzo della componente energetica (al 9,5 per cento), che pesa per circa un terzo sull'indice generale. I prezzi alla produzione dei beni non alimentari destinati al consumo sono saliti in misura contenuta (0,6 per cento). Dall'estero sono provenute pressioni al rialzo dei prezzi, seppure in attenuazione: il deflatore delle importazioni ha segnato un incremento del 2,9 per cento, i prezzi all'importazione degli input intermedi e dei beni energetici sono cresciuti rispettivamente dell'1,6 e del 20,4 per cento.

Il costo del lavoro

Dopo due anni di sostanziale ristagno, nel 2018 le retribuzioni nominali per ora lavorata sono tornate a salire, dell'1,4 per cento nel complesso dell'economia. Sul risultato ha influito lo sblocco dei salari nel pubblico impiego, pressoché fermi dal 2010 in quasi tutti i comparti. Le retribuzioni hanno però ripreso ad aumentare, seppure più moderatamente, anche nel settore privato non agricolo (1,0 per cento), principalmente per effetto dell'accelerazione delle remunerazioni orarie minime stabilite dai contratti collettivi rinnovati tra la fine del 2017 e i primi mesi del 2018 (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Dopo essersi ridotte per oltre quattro anni le componenti salariali eccedenti i minimi contrattuali (*wage drift*) sono tornate a contribuire positivamente, sebbene in misura marginale, alla dinamica retributiva.

Nella seconda metà del 2018 il mancato rinnovo di contratti già scaduti, verosimilmente riconducibile alla revisione al ribasso delle attese di inflazione e all'indebolimento della crescita dell'occupazione, ha determinato tuttavia un rallentamento della dinamica salariale, che è proseguito nei primi mesi del 2019 (cfr. il riquadro: *Mobilità nel mercato del lavoro e spinte salariali*).

MOBILITÀ NEL MERCATO DEL LAVORO E SPINTE SALARIALI

Cambiare lavoro implica solitamente una ricontrattazione del proprio salario. La dinamica aggregata delle retribuzioni può pertanto essere influenzata non solo dalle fluttuazioni della disoccupazione (che rappresentano la determinante fondamentale degli andamenti salariali secondo la curva di Phillips), ma anche dal numero di persone che cambiano impiego e dall'incremento salariale che riescono a ottenere nella nuova impresa. A questo effetto se ne aggiunge uno indiretto, legato alla possibile concessione di aumenti retributivi da parte delle imprese che cercano di trattenere in servizio i loro dipendenti, in modo da evitare una costosa ricerca di un eventuale rimpiazzo. Un recente filone di letteratura riferito agli Stati Uniti[1] ha analizzato le implicazioni macroeconomiche di tali fattori, concludendo che la dinamica aggregata delle retribuzioni statunitensi è legata più alle fluttuazioni della probabilità media di transitare da un posto

[1] Ad esempio, G. Moscarini e F. Postel-Vinay, *Wage posting and business cycles*, "American Economic Review: Papers & Proceedings", 106, 5, 2016, pp. 208-213 e F. Karahan, R. Michaels, B. Pugsley, A. Şahin e R. Schuh, *Do job-to-job transitions drive wage fluctuations over the business cycle?*, "American Economic Review: Papers & Proceedings", 107, 5, 2017, pp. 353-357.

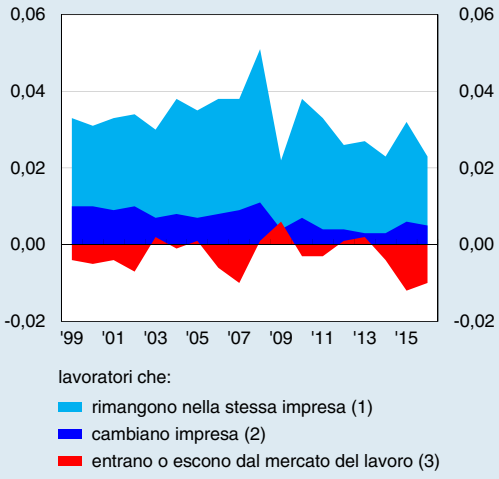
di lavoro a un altro che alle variazioni cicliche del tasso di disoccupazione.

Per valutare la rilevanza dell'effetto delle transizioni da un lavoro a un altro in Italia, si può suddividere, utilizzando i dati INPS, l'incremento dei salari nel settore privato in tre componenti: una dovuta a coloro che da un anno all'altro non cambiano datore di lavoro, una dovuta a chi lo cambia e un'ultima dovuta a chi entra o esce dalla condizione di occupato[2] (figura A).

Figura A

Contributo alla crescita salariale di diversi gruppi di lavoratori

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati INPS, riferite ai dipendenti nel settore privato non agricolo tra i 25 e i 50 anni di età.
(1) Prodotto tra la crescita media annua del salario giornaliero di coloro che non cambiano impresa nel corso dell'anno e il loro peso sul totale degli occupati. – (2) Prodotto tra la crescita media annua del salario giornaliero di coloro che cambiano impresa nel corso dell'anno e il loro peso sul totale degli occupati. – (3) Differenza tra (a) il salario giornaliero medio degli entranti nel mercato del lavoro, rispetto a quello di coloro che rimangono occupati, moltiplicato per la quota degli entranti e (b) il salario giornaliero medio degli uscenti dal mercato del lavoro, rispetto a quello di coloro che rimangono occupati, moltiplicato per la quota degli uscenti.

In Italia prevale la prima componente, riflettendo il maggiore peso sul totale degli occupati di coloro che da un anno all'altro non cambiano datore di lavoro (in media l'80 per cento circa). Il contributo di quanti cambiano impresa, è invece più contenuto soprattutto a causa del peso più basso sull'occupazione complessiva di questa categoria (poco sopra il 10 per cento), nonostante la crescita annua delle retribuzioni di questo gruppo di persone sia in media di circa tre punti percentuali superiore a quella di chi non cambia datore di lavoro (figura B). Tendenzialmente anticiclico è l'andamento della terza componente, che dipende dalla differenza tra il salario medio degli uscenti e quello dei nuovi entranti: durante le recessioni sono soprattutto i lavoratori a più basso salario e con minore qualifica a uscire dall'occupazione[3].

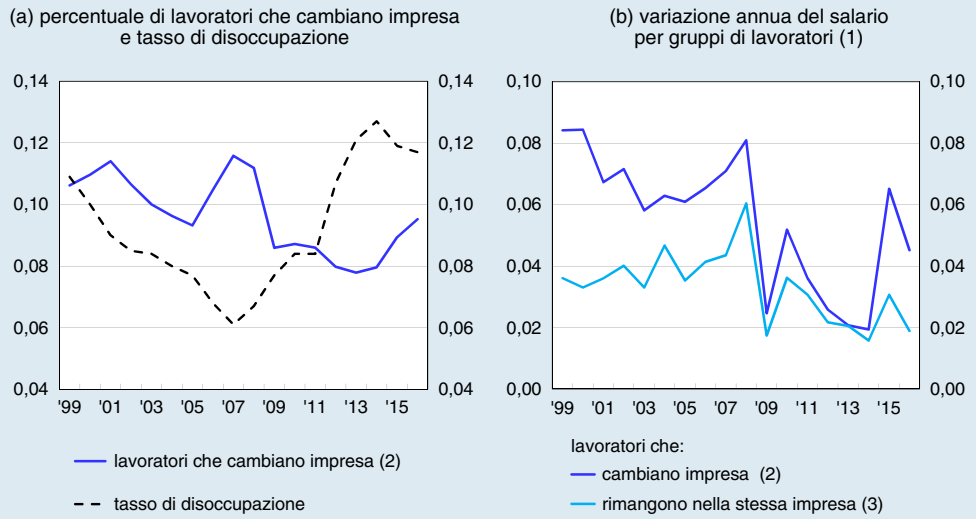
Questa scomposizione non permette tuttavia di individuare gli effetti indiretti sulla dinamica salariale connessi con gli aumenti concessi dalle aziende per trattenere i lavoratori che altrimenti si sposterebbero verso un'altra impresa. Utilizzando gli stessi dati INPS, sulla base di alcune caratteristiche socio-demografiche (età, genere e istruzione), del settore di attività e della regione di residenza, si è stimata la probabilità che, nel corso di ogni anno, gli individui di un determinato segmento alternativamente: (a) transitino da un'impresa a un'altra; (b) passino dalla condizione di non occupato a quella di occupato; (c) perdano l'occupazione. Si è poi analizzata l'evoluzione dei salari complessivi in risposta a cambiamenti ciclici di queste probabilità.

[2] C. Berson, M. De Philippis e E. Viviano, *Job-to-job flows and wage cyclicality in France and Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[3] E. Adamopoulou, E. Bobbio, M. De Philippis e F. Giorgi, *Reallocation and the role of firm composition effects on aggregate wage dynamics*, "IZA Journal of Labor Economics", di prossima pubblicazione.

Figura B

Quota di lavoratori e variazioni salariali per status occupazionale
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati INPS, riferite ai dipendenti nel settore privato non agricolo tra i 25 e i 50 anni di età ed elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Il dato si riferisce alla crescita annua del salario giornaliero medio. – (2) Lavoratori che cambiano impresa nel corso dell'anno. – (3) Lavoratori che rimangono occupati presso la stessa impresa nel corso dell'anno.

Negli Stati Uniti la dinamica salariale è quasi esclusivamente spiegata dalle variazioni della probabilità media che i lavoratori cambino impresa; in Italia una parte rilevante dell'andamento delle retribuzioni dipende invece dalla probabilità di entrare o uscire dall'occupazione. Nel 2009, subito dopo l'avvio della crisi finanziaria globale, la diminuzione delle transizioni da un'impresa a un'altra ha contribuito a ridurre la dinamica salariale di 0,19 punti percentuali; l'incremento delle uscite dall'occupazione e la riduzione degli ingressi nella stessa hanno fornito un ulteriore contributo negativo pressoché di pari entità (0,18 punti percentuali in meno).

Anche in seguito all'esaurirsi degli sgravi contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato avvenute nel 2015 e nel 2016 (L. 190/2014 e L. 208/2015), gli oneri sociali pagati dalle imprese hanno contribuito a sospingere il costo del lavoro, che nel settore privato non agricolo è cresciuto dell'1,4 per cento (1,7 nel totale dell'economia), più delle retribuzioni.

L'incremento del costo del lavoro, unitamente a una lieve flessione della produttività (-0,1 per cento nel settore privato non agricolo; cfr. il capitolo 6: *Le imprese*), ha determinato un rialzo del CLUP dell'1,5 per cento. L'aumento è stato più marcato nei servizi privati (1,9 per cento) rispetto a quello registrato nella manifattura (0,9 per cento).

La competitività di prezzo

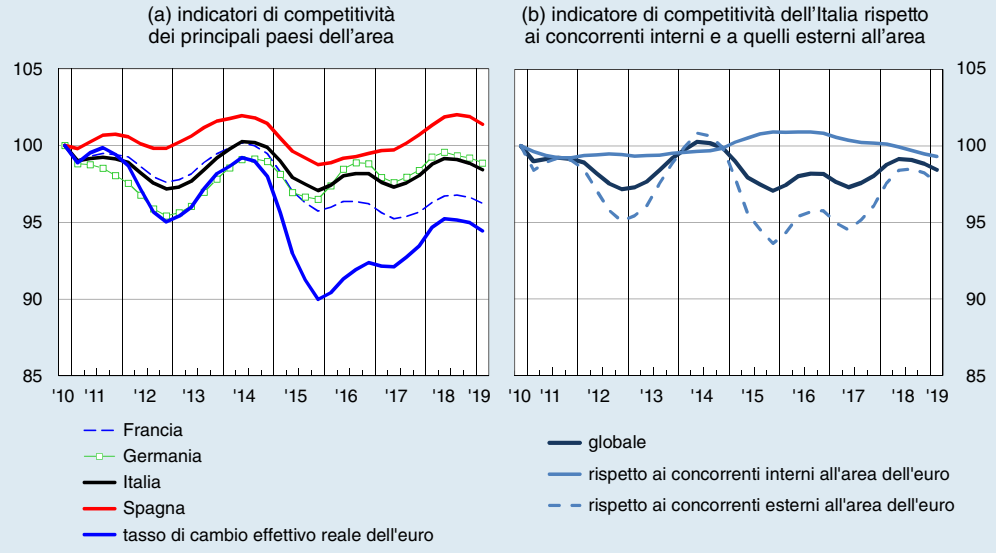
L'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro si è riflesso in un peggioramento della competitività di prezzo delle imprese italiane che, secondo

l'indicatore basato sui prezzi alla produzione di manufatti, è diminuita dello 0,8 per cento nella media del 2018, come in Germania e in misura lievemente inferiore rispetto a Francia e Spagna (fig. 9.2.a); dall'autunno l'indicatore ha mostrato un parziale recupero. La competitività si è ridotta in media del 2,2 per cento nel confronto con i concorrenti esterni all'area, ma è aumentata dello 0,7 rispetto ai paesi membri (fig. 9.2.b), grazie all'andamento dei prezzi praticati nel settore manifatturiero italiano, cresciuti meno che nei paesi partner. Nel complesso la competitività di prezzo delle imprese italiane è migliorata di circa tre punti percentuali negli ultimi cinque anni.

Figura 9.2

Indicatori di competitività di prezzo dei maggiori paesi dell'area dell'euro e tasso di cambio effettivo reale dell'euro (1)

(numeri indice: 4° trimestre 2010=100; media mobile di 4 trimestri)



Fonte: Banca d'Italia e, per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, BCE.
(1) Sulla base dei prezzi alla produzione di manufatti. Un aumento degli indicatori segnala una perdita di competitività. Gli indicatori di competitività globali sono calcolati per ciascuna economia nei confronti di 60 paesi concorrenti (compresi i membri dell'area dell'euro); il dato per l'ultimo trimestre è in parte stimato. L'indicatore dell'Italia relativo ai concorrenti dell'area dell'euro è calcolato rispetto a 18 paesi concorrenti dell'area, quello relativo ai concorrenti esterni è calcolato rispetto ai rimanenti 42. Il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è calcolato dalla BCE nei confronti di 19 paesi concorrenti esterni all'area.

Indicazioni analoghe per l'Italia provengono dalla misura di competitività elaborata dalla Banca centrale europea (BCE) che, invece dei prezzi alla produzione di manufatti, utilizza il CLUP per l'intera economia: nel 2018 questo indicatore segnala una perdita dello 0,8 per cento rispetto all'insieme dei nostri principali partner commerciali, concentrata esclusivamente nei confronti di quelli esterni all'area.

Secondo la media di cinque misure, deflazionate con diversi indici di prezzo e di costo, l'indicatore di competitività di prezzo dell'Italia sarebbe sostanzialmente allineato con il livello coerente con l'andamento delle principali variabili macroeconomiche e con il grado di apertura all'estero; alla fine dello scorso decennio il livello dell'indicatore corrispondeva invece a una sopravvalutazione di oltre quattro punti percentuali[1].

[1] La metodologia di stima si basa su un aggiornamento di quella descritta in C. Giordano, *Price and cost competitiveness misalignments of the euro area and of its main economies according to a quarterly BEER model, 1999-2017*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 444, 2018.

10. LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le esportazioni hanno risentito, come in altri paesi dell'area dell'euro, del rallentamento del commercio mondiale e dell'apprezzamento del cambio nominale. Dopo la debolezza di inizio anno, la loro crescita ha tuttavia contribuito, insieme all'ulteriore aumento degli afflussi turistici e del surplus dei redditi da capitale, a mantenere elevato l'avanzo di conto corrente, compensando il peggioramento della bilancia energetica.

Gli investimenti di portafoglio italiani all'estero sono rimasti positivi, ma si sono dimezzati rispetto alla media del quadriennio precedente, durante il quale le famiglie avevano diversificato il proprio portafoglio in risposta ai bassi rendimenti sui titoli di Stato e alla scarsa offerta di obbligazioni bancarie. Gli investitori esteri hanno ridotto le proprie consistenze di titoli italiani, in particolare tra i mesi di maggio e agosto, soprattutto in concomitanza con alcuni episodi di maggiore tensione sui mercati finanziari italiani; ai deflussi di capitali è corrisposto un ampliamento del saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2. Il saldo debitorio si è poi stabilizzato tra la fine del 2018 e i primi mesi del 2019.

L'avanzo di conto corrente, che rispecchia il miglioramento in atto da diversi anni della capacità degli esportatori italiani di competere sui mercati internazionali (cfr. il capitolo 15: *Le esportazioni di beni dell'Italia nell'ultimo ventennio: andamento e determinanti* nella *Relazione annuale* sul 2017), ha determinato una nuova riduzione della posizione passiva netta sull'estero dell'Italia, che alla fine dello scorso anno risultava pari al 3,9 per cento del PIL; negli ultimi cinque anni il saldo passivo è diminuito di 19 punti di prodotto.

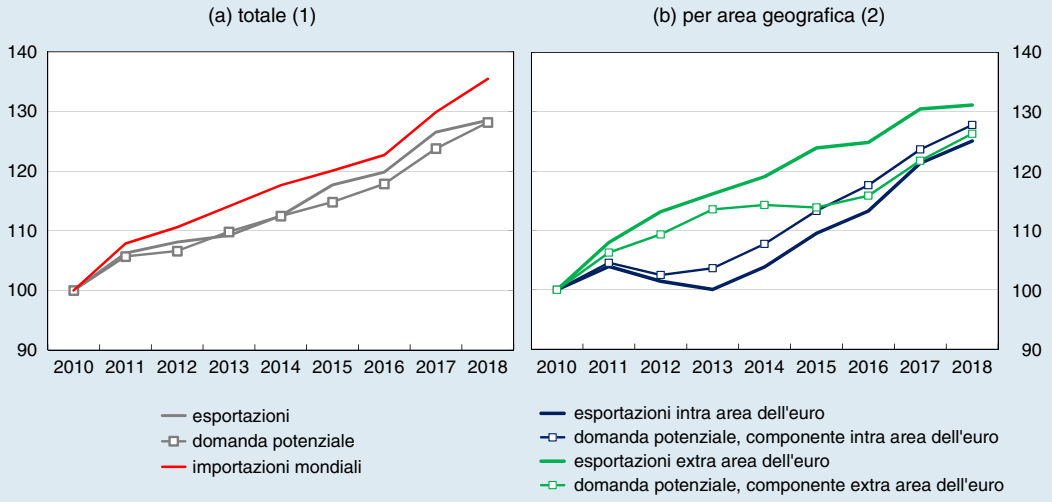
Le esportazioni e le importazioni

Nel 2018 le esportazioni di beni e servizi sono cresciute dell'1,9 per cento in volume, dal 5,9 nell'anno precedente; il rallentamento, comune ai maggiori paesi dell'area dell'euro, ha in larga parte riflesso quello del commercio mondiale.

Dopo un brusco calo nel primo trimestre, le esportazioni di beni hanno ripreso slancio: nel complesso dell'anno sono salite dell'1,6 per cento, rispetto al 5,6 nel 2017 (fig. 10.1). L'incremento è stato più contenuto di quello della domanda potenziale proveniente dai nostri mercati di sbocco, quasi interamente per effetto della modesta espansione delle vendite all'esterno dell'area dell'euro (0,5 per cento), frenate dall'apprezzamento del cambio (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). Alla forte crescita negli Stati Uniti si sono contrapposte una stagnazione delle vendite nel Regno Unito e una flessione in vari mercati extraeuropei, in particolare nei paesi che hanno risentito di tensioni finanziarie (come la Turchia), in alcuni paesi dell'OPEC,

Figura 10.1

Esportazioni, domanda potenziale e importazioni mondiali di beni in volume
(medie annuali; indici: 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Istat.
(1) Esportazioni di beni di contabilità nazionale. La domanda potenziale è calcolata come media ponderata delle importazioni di beni in volume dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane in valore. – (2) La spaccatura delle esportazioni di beni tra intra ed extra area dell'euro è stimata, a partire dal dato aggregato di contabilità nazionale, sulla base dei dati di commercio estero e dei prezzi della produzione industriale venduta all'estero.

nonché, dopo l'andamento molto favorevole del 2017, in Russia e in Cina. Negli ultimi anni le imprese italiane avevano mantenuto la loro quota di mercato all'esterno dell'area dell'euro (cfr. il capitolo 15: *Le esportazioni di beni dell'Italia nell'ultimo ventennio: andamento e determinanti* nella *Relazione annuale* sul 2017).

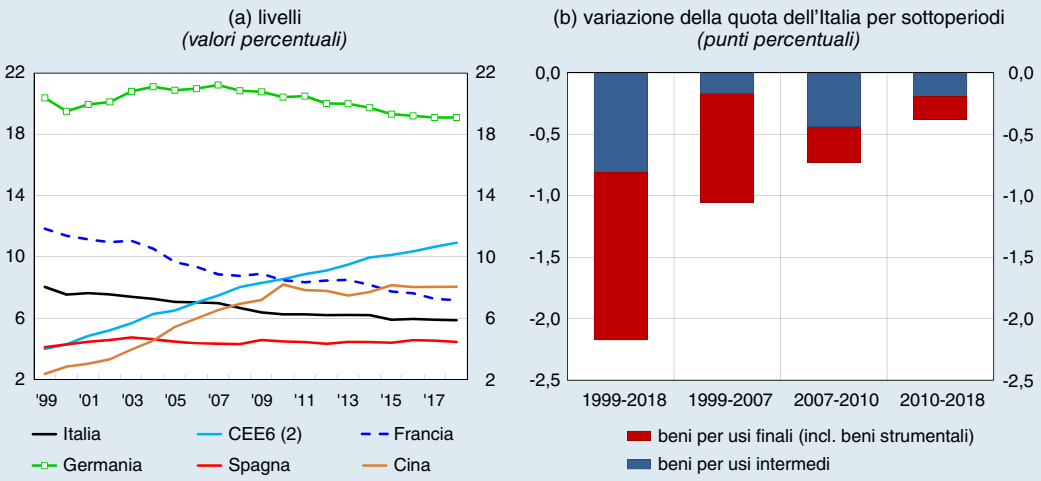
Le esportazioni di beni all'interno dell'area sono invece salite del 3,1 per cento, in linea con la domanda; si è quindi confermato il miglioramento, in atto dall'inizio del decennio, della capacità degli esportatori italiani di competere su tale mercato (cfr. il riquadro: *Gli scambi commerciali nell'area dell'euro e i nuovi concorrenti*). Le vendite sono aumentate verso tutti i maggiori paesi dell'area; nel secondo semestre hanno tuttavia risentito dell'indebolimento dell'economia tedesca, non solo per i legami commerciali diretti ma anche per quelli connessi con l'integrazione produttiva nell'ambito delle catene globali del valore.

GLI SCAMBI COMMERCIALI NELL'AREA DELL'EURO E I NUOVI CONCORRENTI

Negli ultimi vent'anni le esportazioni di beni dell'Italia verso l'area dell'euro, valutate a prezzi correnti e al netto della componente volatile dei prodotti energetici, sono aumentate del 66 per cento, a fronte di una crescita quasi doppia delle importazioni da parte degli altri paesi dell'area (128 per cento). La diminuzione, di circa un quarto, della quota di mercato delle imprese italiane nell'area ha contribuito per oltre due terzi al calo della quota sui mercati mondiali (cfr. il capitolo 15: *Le esportazioni di beni dell'Italia nell'ultimo ventennio: andamento e determinanti* nella *Relazione annuale* sul 2017). La quota di mercato nell'area si è ridotta fortemente per la Francia e in misura molto contenuta per la Germania; è rimasta pressoché costante per la Spagna (figura, pannello a).

Figura

Quota delle esportazioni di beni sul mercato dell'area dell'euro (1)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat a prezzi correnti.
(1) Al netto dei prodotti energetici. I beni per usi intermedi sono identificati in base alla classificazione *broad economic categories* (BEC) dell'Eurostat; quelli per usi finali sono definiti residualmente. – (2) Bulgaria, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia e Ungheria.

Dalla fine degli anni novanta la quota di beni provenienti dalla Cina sulle importazioni complessive dell'area è triplicata; quella dei beni provenienti dai paesi dell'Europa centro-orientale (Central and Eastern Europe, CEE6)[1] è più che raddoppiata, anche grazie all'ingresso nel mercato unico e all'integrazione nelle catene del valore europee. Stime econometriche mostrano che la penetrazione commerciale da parte della Cina è stata penalizzante soprattutto per le esportazioni dell'Italia all'interno dell'area. Ancora più intensi sono stati gli effetti negativi dell'integrazione dei CEE6, anche per via della maggiore prossimità geografica, ma comparabili tra Francia, Germania, Italia e Spagna[2]. La più accentuata vulnerabilità delle esportazioni italiane alla concorrenza cinese deriva dalla particolare somiglianza, alla fine degli anni novanta, delle rispettive specializzazioni produttive; per contro, il grado di similarità con la specializzazione dei CEE6, seppure più ampio, era allora sostanzialmente analogo a quello della Germania e della Spagna.

Dopo la crisi finanziaria internazionale del 2008-09 questi effetti di spiazzamento si sono attenuati. In Italia la graduale riallocazione settoriale verso produzioni meno esposte alla concorrenza cinese ha contribuito, assieme al recupero della competitività di prezzo, al miglioramento della performance relativa delle esportazioni intra area, in particolare nel comparto dei beni per usi finali, che era stato il più penalizzato nel periodo pre-crisi (figura, pannello b).

[1] Tale quota è approssimata dal complesso dei seguenti sei paesi: Bulgaria, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia e Ungheria.

[2] S. Fabiani, A. Felettigh, C. Giordano e R. Torrini, *Making room for new competitors. A comparative perspective on Italy's exports in the euro-area market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Per converso, le vendite tedesche all'estero hanno tratto il maggiore beneficio dalla crescente domanda di importazioni proveniente dalla Cina e dai CEE6[3]. I vantaggi per la Germania sono derivati sia dalla più elevata elasticità, a parità di altri fattori, delle sue esportazioni alla domanda proveniente da tali economie, sia dall'integrazione commerciale con queste ultime, che alla fine degli anni novanta era già di gran lunga superiore rispetto a quella degli altri tre paesi dell'area, soprattutto nel caso dei CEE6.

L'analisi delle relazioni input-output lungo le catene globali del valore mostra infatti che le vendite attivate dalla domanda della Cina e dei CEE6 rappresentavano nel 2014 (ultimo anno di disponibilità dei dati) circa un quinto delle esportazioni totali tedesche, una percentuale pressoché doppia rispetto a quindici anni prima e nel confronto con quella congiunta degli altri tre maggiori paesi dell'area (tavola).

Tavola

Esportazioni attivate dalla Cina e dai CEE6
(in percentuale delle esportazioni di beni e servizi del paese)

	Francia		Germania		Italia		Spagna		Francia, Italia e Spagna (1)	
	2000	2014	2000	2014	2000	2014	2000	2014	2000	2014
Cina	2,2	6,5	2,3	9,6	1,6	5,5	1,0	4,1	1,8	5,6
CEE6	3,1	5,2	7,0	10,9	4,4	7,6	2,5	4,9	3,4	5,9

Fonte: elaborazioni su dati World Input-Output Database (WIOD) a prezzi correnti.
(1) Media ponderata dei tre paesi.

[3] La valutazione si basa sulle metodologie dell'analisi input-output e considera tutte le vendite tedesche all'estero attivate dalle importazioni della Cina e dei CEE6, sia quelle direttamente realizzate in tali mercati, sia quelle che derivano indirettamente dagli scambi di beni e servizi intermedi con i paesi terzi lungo le catene globali del valore.

Il rallentamento delle esportazioni rispetto all'anno precedente è stato comune a tutti i principali settori manifatturieri. Le vendite dei comparti dell'elettronica, della farmaceutica e della moda hanno registrato una crescita relativamente più sostenuta; dopo un quinquennio di forte espansione, quelle di autoveicoli sono diminuite, risentendo del calo della domanda proveniente da alcuni paesi emergenti e dell'entrata in vigore della normativa internazionale sulle emissioni inquinanti (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). La meccanica ha sofferto dell'indebolimento del ciclo mondiale degli investimenti, dovuto anche all'incertezza sulle prospettive di crescita globali e sull'evoluzione delle politiche commerciali. Sinora meno dello 0,2 per cento del valore complessivo delle esportazioni italiane di beni è stato colpito dai dazi introdotti dagli Stati Uniti sulle importazioni di acciaio e alluminio (cfr. il riquadro: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni* del capitolo 1). L'eventuale estensione dei dazi statunitensi al comparto degli autoveicoli si applicherebbe a un ulteriore 1,0 per cento delle nostre esportazioni; tenendo conto anche dei legami produttivi internazionali, il 10 per cento del valore aggiunto del settore sarebbe interessato da tale misura[1]. Il rischio di un progressivo inasprimento delle tensioni commerciali costituisce uno dei principali fattori di incertezza per le imprese italiane, come indicato dalle opinioni delle aziende

[1] R. Cappariello e M. Mancini, *US trade policy in numbers: how exposed is the EU?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

intervistate nei nostri sondaggi (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, in *Bollettino economico*, 2, 2019).

La quota dell'Italia sulle importazioni mondiali di beni si è ridotta di meno di un decimo di punto (al 2,9 per cento a prezzi costanti, 2,8 a prezzi correnti), portandosi a livelli poco distanti da quelli dell'inizio del decennio. All'accresciuta competitività sui mercati esteri delle imprese italiane negli anni recenti ha contribuito una graduale ricomposizione delle esportazioni verso comparti meno esposti alle pressioni dei paesi emergenti (farmaceutica, autoveicoli, alimentari) e verso i settori con più ampio spazio per una differenziazione qualitativa (ad es. filiera della moda).

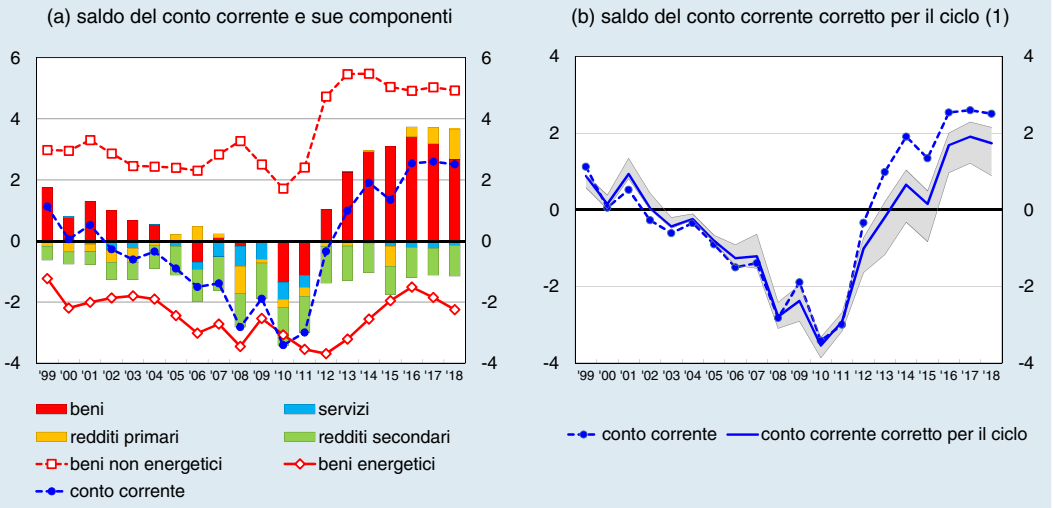
Anche le importazioni di beni e servizi hanno decelerato nel 2018 (al 2,3 per cento in volume, dal 5,5); la loro crescita è stata sostenuta dagli investimenti in macchinari e attrezzature, che hanno favorito soprattutto gli acquisti di prodotti della meccanica, di macchine elettriche e di prodotti in metallo. Sono aumentate anche le importazioni di beni intermedi destinati a lavorazioni per l'esportazione (farmaceutica) e di beni di consumo (abbigliamento e pelle). Gli acquisti dall'estero di autoveicoli sono rimasti stazionari, rispecchiando la debolezza delle immatricolazioni.

Il conto corrente

Nel 2018 il saldo di conto corrente ha continuato a registrare un ampio avanzo (44,0 miliardi di euro, pari al 2,5 per cento del PIL; fig. 10.2.a e tav. 10.1). Secondo stime basate su un modello che tiene conto sia dello scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (output gap) in Italia e nei paesi partner, sia delle elasticità di esportazioni e importazioni alle varie componenti della domanda, il surplus si mantiene

Figura 10.2

Saldo del conto corrente
(in percentuale del PIL)



Fonte: Istat per il PIL; per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la suddivisione tra beni energetici e non energetici; per il pannello (b), elaborazioni su dati Banca d'Italia, Commissione europea, FMI, Istat e OCSE.
(1) Per gli aspetti metodologici, cfr. S. Fabiani, S. Federico e A. Felettigh, *Adjusting the external adjustment: cyclical factors and the Italian current account*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 346, 2016. L'area grigia indica l'intervallo dei valori ottenuti sulla base di modelli di stima alternativi.

cospicuo anche al netto degli effetti ciclici, intorno all'1,7 per cento (fig. 10.2.b). In base alle valutazioni formulate da varie istituzioni internazionali l'avanzo, corretto per il ciclo, risulta sostanzialmente coerente con le condizioni macroeconomiche strutturali dell'Italia.

Tavola 10.1

Bilancia dei pagamenti (1)
(saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018
Conto corrente	**31,0**	**22,2**	**42,9**	**44,9**	**44,0**
in percentuale del PIL	1,9	1,3	2,5	2,6	2,5
Merci	47,4	51,1	57,7	55,0	47,1
prodotti non energetici (2)	88,9	83,3	83,1	87,0	86,6
prodotti energetici (2)	-41,4	-32,2	-25,5	-32,0	-39,5
Servizi	-1,1	-3,2	-3,4	-4,3	-2,7
di cui: trasporti	-8,3	-8,4	-8,0	-9,2	-8,9
viaggi	12,5	13,5	13,8	14,6	16,2
Redditi primari	0,5	-10,4	5,4	9,3	17,3
Redditi secondari	-15,9	-15,3	-16,8	-15,1	-17,6
Conto capitale	**2,7**	**6,2**	**-3,1**	**0,6**	**-0,6**
Conto finanziario (3)	**51,5**	**35,2**	**59,9**	**51,4**	**30,0**
Investimenti diretti	2,3	2,4	-9,7	3,3	-3,1
italiani all'estero	15,3	14,4	13,7	12,0	23,4
esteri in Italia	12,9	12,0	23,3	8,7	26,5
Investimenti di portafoglio	4,1	97,5	159,5	87,5	121,7
attività: azioni e fondi comuni (4)	78,5	84,3	53,6	86,6	29,1
attività: titoli di debito (4)	23,3	36,5	30,7	29,6	16,9
passività: azioni e fondi comuni (4)	19,3	11,6	-2,9	15,5	-7,9
passività: titoli di debito (4)	78,4	11,8	-72,3	13,1	-67,8
Derivati	-3,6	2,3	-3,0	-7,3	-2,8
Altri investimenti	49,6	-67,6	-85,8	-34,7	-88,5
Variazione delle riserve ufficiali	-1,0	0,5	-1,2	2,7	2,6
Errori e omissioni	**17,9**	**6,8**	**20,0**	**5,9**	**-13,5**

Fonte: Istat per il PIL.
(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero*. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) La convenzione di segno che ha tradizionalmente caratterizzato il conto finanziario è stata abbandonata con l'adozione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6): come già avveniva dal lato delle passività, ora valori positivi (negativi) delle attività sull'estero ne indicano un incremento (una riduzione). – (4) Attività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte dei residenti di titoli emessi da non residenti; passività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte di non residenti di titoli emessi da residenti.

Il saldo corrente ha beneficiato dell'avanzo mercantile, che si è mantenuto su un livello storicamente elevato (47,1 miliardi), sebbene inferiore rispetto al 2017 per effetto del rincaro dei prodotti energetici.

Il deficit dei servizi si è ridotto a 2,7 miliardi, grazie al miglioramento della bilancia turistica, che si protrae dall'inizio del decennio (cfr. il capitolo 15: *Il turismo in Italia: numeri e potenziale di sviluppo*); la spesa dei viaggiatori stranieri in Italia è aumentata del 6,5 per cento a prezzi correnti, sospinta dai turisti provenienti dai paesi europei e dagli Stati Uniti. Sono rimasti pressoché invariati i saldi dei trasporti e

degli "altri servizi", per i quali si è confermata la ripresa delle esportazioni in atto dal 2016 (cfr. il riquadro: *Le esportazioni di servizi dell'Italia*): lo scorso anno queste sono state trainate dai servizi di lavorazione e dai compensi per l'utilizzo della proprietà intellettuale.

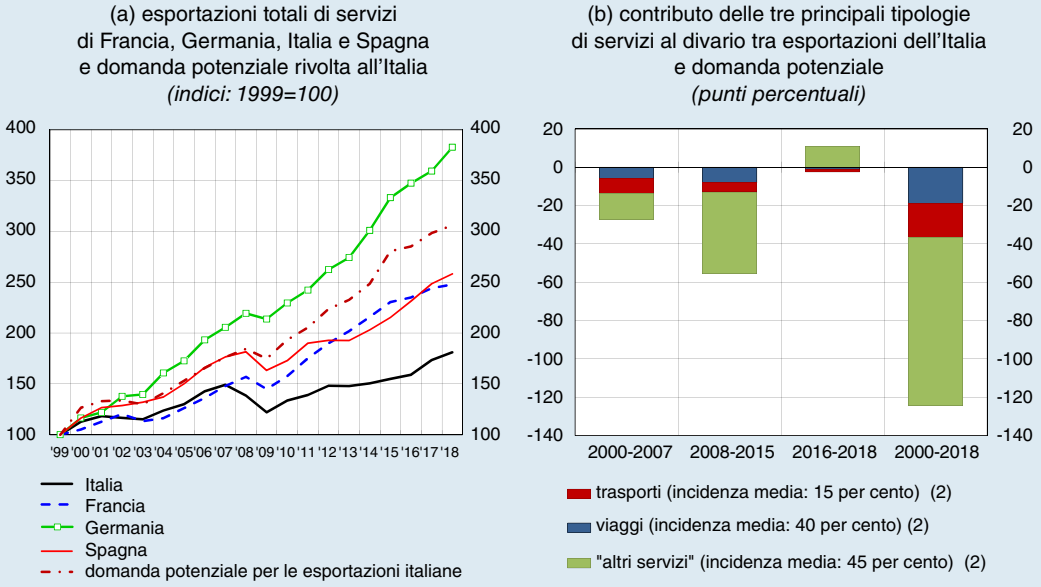
LE ESPORTAZIONI DI SERVIZI DELL'ITALIA

A fronte di un ruolo sempre più rilevante dei servizi nel commercio globale, nell'ultimo ventennio la dinamica delle esportazioni di servizi dell'Italia è stata relativamente modesta, sia nel confronto con gli altri maggiori paesi dell'area dell'euro sia rispetto alla domanda estera proveniente dai mercati di sbocco[1].

Tra il 1999 e il 2018 le esportazioni italiane di servizi sono cresciute, a prezzi correnti, meno di un terzo di quelle tedesche (complessivamente 81 punti percentuali contro 283; figura, pannello a); il divario è stato ampio, sebbene inferiore, anche rispetto alla Francia e alla Spagna, che hanno entrambe registrato un incremento di oltre una volta e mezzo. Per effetto di tali dinamiche, lo scorso anno le vendite estere di servizi hanno rappresentato quasi il 6 per cento del PIL dell'Italia (solo un punto percentuale in più rispetto al 1999), mentre negli altri tre paesi hanno raggiunto un peso tra l'8 e l'11 per cento, assai più elevato che nel 1999.

Figura

Esportazioni di servizi dell'Italia e confronto internazionale tra il 1999 e il 2018 (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat e FMI.
(1) Dati annuali di bilancia dei pagamenti (a prezzi correnti). La domanda potenziale è calcolata come media ponderata delle importazioni dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane. – (2) Media relativa al periodo 1999-2018.

[1] A. Moro e E. Tosti, *Gli scambi internazionali di servizi dell'Italia: una storia di mancata crescita?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Considerando le tre principali tipologie di servizi, il divario negativo di crescita accumulato dalle esportazioni italiane rispetto alla domanda potenziale[2], circa 124 punti percentuali nel complesso del periodo, è riconducibile in larga parte alla componente degli "altri servizi" (diversi da viaggi e trasporti), tra i quali figurano ad esempio i servizi informatici e di telecomunicazione, finanziari, professionali e di ricerca e sviluppo[3] (figura, pannello b). Nel 2018 gli "altri servizi" rappresentavano il 47 per cento delle esportazioni di servizi dell'Italia e poco meno del 9 per cento di quelle di beni e servizi, a fronte di quote significativamente più elevate per Francia e Germania.

È possibile distinguere tre fasi nell'andamento delle vendite all'estero di servizi dell'Italia. Nella prima, tra il 1999 e il 2007, la debolezza rispetto alla domanda potenziale ha riguardato in particolare i trasporti e gli "altri servizi". Nella fase successiva, fino al 2015, il divario di crescita è stato molto più ampio, quasi il doppio rispetto al periodo precedente, soprattutto a causa della dinamica molto debole della componente degli "altri servizi". Quest'ultima ha invece trainato il recupero registrato nella terza fase, il triennio 2016-18, caratterizzata da un aumento delle esportazioni superiore a quello della domanda proveniente dai mercati di sbocco.

Analisi econometriche basate sui microdati relativi alle imprese non finanziarie e di assicurazione raccolti dalla Banca d'Italia nell'ambito delle indagini per la compilazione della bilancia dei pagamenti consentono di individuare, per gli anni tra il 2013 e il 2018, alcune delle principali determinanti delle esportazioni di "altri servizi" delle imprese italiane. In linea con la letteratura sul commercio internazionale, i risultati confermano il ruolo positivo della domanda potenziale e mostrano inoltre una relazione diretta tra le vendite estere e alcune caratteristiche di impresa (la dimensione, la produttività e l'appartenenza a un gruppo multinazionale). La debolezza dell'Italia in quest'ampia classe di servizi è almeno in parte riconducibile alla scarsa presenza di aziende medio-grandi, alla bassa produttività delle imprese di servizi e alla limitata internazionalizzazione del settore. In particolare l'esame dei dati relativi all'ultimo triennio indica che la ripresa delle esportazioni è stata trainata dalle società di grande dimensione e appartenenti a un gruppo con casa madre estera.

---

[2] La domanda potenziale è calcolata come media ponderata delle importazioni dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane.

[3] Si tratta di un variegato insieme di transazioni, che includono: riparazioni e lavorazioni di beni per conto terzi, costruzioni, servizi assicurativi, servizi finanziari, compensi per l'uso della proprietà intellettuale, servizi informatici e di telecomunicazione, servizi personali e culturali, servizi delle Pubbliche amministrazioni e "altri servizi alle imprese" (tra i quali sono compresi i servizi di ricerca e sviluppo e i servizi di architettura, ingegneria e scientifici).

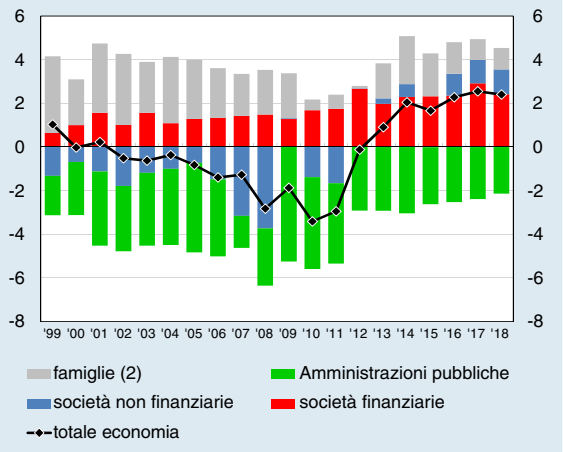
Il surplus dei redditi primari è ulteriormente cresciuto, a 17,3 miliardi. Come negli anni precedenti il miglioramento è attribuibile soprattutto ai redditi da capitale, per effetto della progressiva riduzione della posizione debitoria netta sull'estero del Paese e di una favorevole ricomposizione per strumento delle consistenze finanziarie, che ha allargato il differenziale positivo di rendimento tra attività e passività. Il rialzo dei tassi all'emissione osservato da maggio del 2018 non si è ancora riflesso in maggiori spese per interessi pagati all'estero, che per il complesso dei settori residenti hanno toccato il valore più basso dall'inizio dello scorso decennio.

Il disavanzo dei redditi secondari è aumentato (a 17,6 miliardi), per effetto sia del maggior deficit nei confronti delle istituzioni dell'Unione europea sia dell'incremento delle rimesse degli immigrati verso l'estero; tale incremento è in larga parte dovuto alla discontinuità statistica derivante dall'ampliamento del perimetro di rilevazione, che dallo scorso anno include anche gli operatori di money transfer non residenti in regime di libera prestazione. Nonostante la forte crescita dell'emigrazione negli ultimi anni, i flussi di rimesse in entrata nel nostro paese si mantengono su valori esigui.

Dall'inizio del decennio l'aggiustamento del saldo di conto corrente è stato ingente (5,9 punti di PIL, di cui 4,0 nella componente dei beni). Interpretando tale saldo come il riflesso delle decisioni di risparmio e di investimento dei settori istituzionali residenti, il miglioramento rispetto al 2010 presenta come contropartite principalmente il saldo del settore delle società non finanziarie (che negli anni recenti è diventato creditore) e quello del settore delle Amministrazioni pubbliche (che ha ridotto l'indebitamento netto); l'avanzo delle famiglie è cresciuto lievemente (fig. 10.3).

Figura 10.3

Accreditamento/indebitamento dei settori istituzionali residenti (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: Istat.
(1) L'accreditamento o indebitamento per il totale dell'economia corrisponde alla somma di conto corrente e conto capitale della bilancia dei pagamenti. A seguito della revisione delle stime per gli anni 2017-18 le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). – (2) Incluse le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp).

Il conto finanziario

Nel 2018 gli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti sono rimasti positivi (46,0 miliardi), sebbene più che dimezzati rispetto alla media del quadriennio precedente, durante il quale le famiglie – in risposta sia ai bassi rendimenti e alla minore disponibilità dei titoli di Stato, connessi con il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), sia alla scarsa offerta di obbligazioni bancarie – si erano orientate verso prodotti del risparmio gestito, caratterizzati da una maggiore diversificazione internazionale. Lo scorso anno questa ricomposizione di portafoglio è stata attenuata dalla progressiva riduzione dell'APP, nonché dal rallentamento dei rimborsi netti di obbligazioni bancarie retail (dovuto al minore ammontare di titoli giunti a scadenza). Nell'ultima parte dell'anno banche e fondi comuni residenti hanno inoltre diminuito il peso delle attività estere nei propri portafogli, in concomitanza con il rialzo dei rendimenti sui titoli italiani. Gli investimenti in fondi comuni esteri, che rappresentano una quota rilevante del portafoglio delle famiglie (cfr. il riquadro: *Un'analisi del portafoglio dei fondi comuni esteri detenuti dalle famiglie*), sono stati pari a 22,2 miliardi, il valore più basso dal 2011. Anche gli acquisti di titoli di debito esteri sono scesi, a 16,9 miliardi, e hanno privilegiato titoli pubblici statunitensi e quelli dei principali paesi dell'area dell'euro, esclusa la Germania; gli investimenti azionari si sono mantenuti su livelli modesti (6,9 miliardi).

UN'ANALISI DEL PORTAFOGLIO DEI FONDI COMUNI ESTERI DETENUTI DALLE FAMIGLIE

La rilevanza dei fondi di diritto estero nel portafoglio delle famiglie italiane, trascurabile fino alla metà degli anni novanta, è significativamente aumentata dal 2012. Alla fine del 2018 le quote di tali fondi ammontavano a 265 miliardi di euro, pari al 6 per cento della ricchezza finanziaria complessiva delle famiglie e al 54 per cento del totale dei fondi comuni detenuti. Nel confronto con le principali economie dell'area dell'euro, le famiglie italiane si caratterizzavano per la quota più elevata di ricchezza finanziaria investita in fondi esteri.

Attraverso i fondi di diritto estero le famiglie investono nei mercati finanziari globali, accrescendo il grado di diversificazione geografica dei propri investimenti. Le statistiche di bilancia dei pagamenti non consentono l'analisi della composizione per strumento e paese emittente del portafoglio sottostante i fondi esteri detenuti dalle famiglie. Per ovviare a tale problema è stata effettuata una stima della composizione degli investimenti realizzati dalle famiglie italiane attraverso i fondi esteri nel periodo 2008-2017, utilizzando le informazioni a livello di singolo fondo tratte dalle segnalazioni di vigilanza e dall'archivio Morningstar Direct[1].

Alla fine del 2017 per il tramite dei fondi esteri le famiglie italiane detenevano investimenti verso circa 150 paesi; tuttavia quasi il 75 per cento del portafoglio sottostante risultava concentrato in soli 10. Gli Stati Uniti erano la principale destinazione (25 per cento degli investimenti complessivi; figura, pannello a). Una quota significativa degli investimenti in fondi esteri era reindirizzata verso attività finanziarie di emittenti residenti in Italia (11 per cento), soprattutto titoli pubblici. Gli altri maggiori paesi di destinazione includevano le principali economie dell'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito. Oltre due terzi del portafoglio era investito in titoli di debito, con una prevalenza di quelli emessi dal settore pubblico (24 per cento sul totale) e dalle società finanziarie (25 per cento), rispetto ai titoli emessi dalle società non finanziarie (19 per cento); la parte restante del portafoglio era principalmente investita in azioni di società non finanziarie.

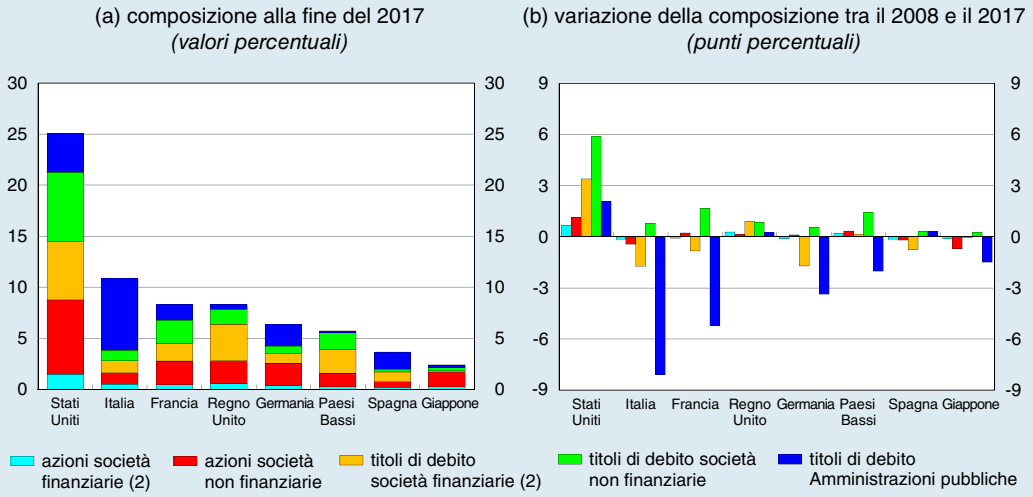
Tra il 2008 e il 2017 la composizione del portafoglio dei fondi esteri detenuti dalle famiglie italiane è cambiata in modo significativo (figura, pannello b). La quota degli Stati Uniti è aumentata di 13 punti percentuali, comportando la riduzione di quelle dei maggiori paesi dell'area, inclusa l'Italia (-10 punti percentuali). La quota dei titoli di debito è rimasta pressoché invariata: il programma di acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema e i bassi tassi di interesse hanno contribuito a una ricomposizione dai titoli governativi (scesi dal 41 al 24 per cento) a quelli emessi da società non finanziarie (saliti dal 3 al 19 per cento). La composizione del portafoglio azionario per paese e settore emittente si è mantenuta invece sostanzialmente

[1] M. Coletta e R. Santioni, *Households' investments in foreign mutual funds made transparent*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Le stime si basano su un campione altamente rappresentativo dei fondi esteri effettivamente detenuti dalle famiglie italiane. Per una stima basata su dati aggregati, relativa a tutti i settori detentori, cfr. V. Della Corte, S. Federico e A. Felettigh, *Looking through cross-border positions in investment funds: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 439, 2018.

stabile. Nel complesso tali variazioni hanno accresciuto l'esposizione delle famiglie italiane al rischio di tasso di cambio e agli andamenti delle imprese.

Figura

Paese di destinazione finale degli investimenti delle famiglie italiane in fondi esteri (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE (Centralised Securities Database) e Morningstar.
(1) Dati di fine periodo. Sono riportati i primi 8 paesi di destinazione finale degli investimenti, che nel 2017 rappresentavano oltre il 70 per cento del portafoglio dei fondi esteri. – (2) Banche e altri intermediari finanziari, incluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione.

In base a dati provvisori gli investimenti diretti all'estero sono stati pari a 23,4 miliardi, circa il doppio dell'anno precedente. La ripresa significativa delle acquisizioni di aziende estere da parte di imprese italiane ha riguardato soprattutto i settori delle infrastrutture, dell'energia e delle telecomunicazioni.

Dal lato delle passività, gli investitori esteri hanno effettuato vendite nette di titoli di portafoglio italiani per 75,8 miliardi, di cui 50,9 hanno riguardato titoli pubblici (cfr. il riquadro: *I flussi di capitali esteri in Italia nel 2018*). La domanda estera di titoli di Stato, vivace nei primi mesi dell'anno, ha registrato un brusco calo tra maggio e agosto; disinvestimenti più contenuti sono stati osservati nei mesi successivi. Gli investitori esteri hanno diminuito la loro esposizione anche in obbligazioni del settore privato (per 16,9 miliardi), soprattutto del comparto bancario; le vendite nette di titoli azionari (per 7,9 miliardi) sono in larga parte imputabili alla registrazione contabile di un'operazione straordinaria di offerta pubblica di scambio di azioni Luxottica nell'ambito della fusione con la società francese Essilor.

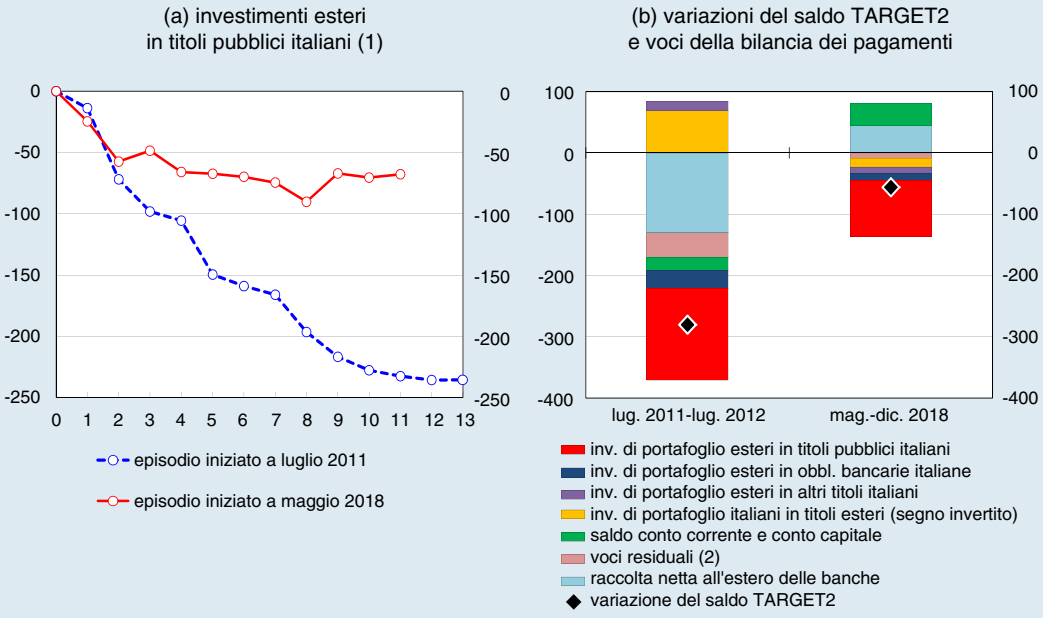
I FLUSSI DI CAPITALI ESTERI IN ITALIA NEL 2018

Tra i mesi di maggio e dicembre dello scorso anno, in concomitanza con il diffondersi di tensioni sui mercati finanziari italiani, si sono verificati significativi deflussi di capitali esteri dall'Italia, in particolare nel mercato dei titoli di Stato: i disinvestimenti da parte di non residenti (escluso l'Eurosistema) sono stati pari a 90 miliardi, il 12 per cento dello stock iniziale (figura, pannello a). Sono stati i fondi comuni di investimento residenti negli altri paesi dell'area dell'euro e gli investitori

Figura

Investimenti esteri in titoli pubblici italiani e variazioni del saldo della Banca d'Italia su TARGET2

(flussi cumulati; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.
(1) Sono esclusi gli acquisti netti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema; gli acquisti sono stimati sulla base di dati pubblici relativi al programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*, SMP) e al programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP). – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

esterni all'area a ridurre maggiormente la loro esposizione in titoli di Stato italiani. La raccolta delle banche italiane sul mercato interbancario internazionale è invece aumentata di 45 miliardi, sospinta dagli scambi in pronti contro termine sul mercato MTS repo. Vi hanno contribuito le condizioni molto favorevoli di finanziamento su tale mercato e l'elevata domanda di titoli italiani nel segmento *special repo*, che le banche italiane hanno soddisfatto ricevendone in cambio liquidità. Riflettendo questi movimenti, tra maggio e dicembre del 2018 il saldo passivo della Banca d'Italia su TARGET2 si è ampliato di 56 miliardi; l'incremento è stato assai inferiore ai disinvestimenti di portafoglio, anche grazie al consistente avanzo di conto corrente e conto capitale (figura, pannello b).

La fuoriuscita di capitali esteri dall'Italia da maggio dello scorso anno ha avuto caratteristiche nel complesso diverse da quella registrata nella fase più acuta della crisi del debito sovrano del 2011-12. Sono state più contenute le vendite di titoli di Stato da parte di tutte le principali categorie di detentori esteri; i deflussi si sono concentrati in alcuni specifici episodi di breve durata (in particolare tra i mesi di maggio e giugno e in agosto) per poi arrestarsi; attraverso il canale della raccolta bancaria si sono verificati afflussi, favoriti anche dalla minore dipendenza delle banche italiane dai mercati internazionali come fonte di finanziamento (nel 2018 la loro posizione netta sul mercato interbancario internazionale era debitoria per il 7 per cento del PIL, contro il 21 alla metà del 2011). Tra luglio del 2011 e lo stesso mese del 2012 si era invece verificato un episodio di forte e repentina

diminuzione degli afflussi di capitali esteri (*sudden stop*), secondo la metodologia statistica di identificazione di tali episodi[1]: tutti i settori detentori esteri, incluse banche e assicurazioni, avevano venduto titoli pubblici italiani, complessivamente per il 32 per cento dello stock iniziale[2]; la raccolta delle banche italiane sul mercato interbancario internazionale era scesa di 130 miliardi; il saldo della Banca d'Italia su TARGET2 era peggiorato di 286 miliardi.

Nei primi mesi di quest'anno le tensioni si sono attenuate, anche per effetto del raggiungimento dell'accordo alla fine del 2018 tra il Governo e la Commissione europea sui programmi di bilancio, dell'allentamento delle condizioni monetarie nell'area dell'euro nonché del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari globali. Tra gennaio e marzo gli investitori esteri sono tornati ad acquistare titoli di Stato.

---

[1] V. Della Corte e S. Federico, *Two tales of foreign investor outflows: Italy in 2011-12 and 2018*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. L'identificazione statistica degli episodi di *sudden stop* segue la metodologia proposta da K.J. Forbes e F.E. Warnock, *Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment*, "Journal of International Economics", 88, 2, 2012, pp. 235-251.

[2] Il dato esclude gli acquisti effettuati dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali degli altri paesi dell'area dell'euro nell'ambito dell'SMP. Considerando soltanto i primi otto mesi della fase più acuta della crisi del debito sovrano (per assicurare piena confrontabilità con l'episodio del 2018 in termini di durata) gli investitori esteri avevano venduto titoli pubblici italiani in misura pari al 26 per cento dello stock iniziale.

Secondo dati provvisori, gli investimenti diretti esteri in Italia sono stati pari a 26,5 miliardi. Oltre alla fusione tra Luxottica ed Essilor (circa 7 miliardi), il principale contributo è ascrivibile ad aumenti di capitale di società italiane a controllo estero e a prestiti intrasocietari; gli afflussi di capitali legati ad acquisizioni di imprese italiane sono stati invece modesti, risentendo presumibilmente anche dell'incertezza sui mercati finanziari nazionali.

Tavola 10.2

Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con le altre voci di bilancia dei pagamenti (1)
(miliardi di euro)

Periodo	Saldo TARGET2 (fine mese)	Variazione saldo TARGET2	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane	Raccolta netta all'estero delle istituzioni finanziarie monetarie residenti (esclusa la banca centrale) in prestiti e depositi		Saldo di conto corrente e conto capitale	Altre voci (2)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri
		(A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) - (G)	(A)	(B)	(C)	(D)	*di cui:* intermediata da controparti centrali residenti	(E)	(F)	(G)
2018	-482	-43	-51	-13	-12	53	43	43	-17	46
2018 – 1° trim.	-442	-3	32	-2	-2	-1	2	4	-4	30
2° trim.	-481	-38	-48	-8	-11	31	33	10	-11	2
3° trim.	-489	-8	-11	5	-2	16	-4	16	-4	29
4° trim.	-482	7	-24	-8	3	7	12	13	2	-15
2019 – 1° trim.	-475	7	18	0	2	-8	-18	7	-11	1

(1) Un valore negativo della variazione del saldo TARGET2 indica un aumento delle passività della Banca d'Italia su TARGET2; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e saldo TARGET2*. Per ulteriori informazioni, cfr. *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, 19 febbraio 2019. Per il 1° trimestre 2019 dati provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

La raccolta netta all'estero delle banche italiane per prestiti e depositi si è ampliata di 52,6 miliardi, interrompendo il calo in atto dal 2016. È cresciuta in particolare la raccolta effettuata sul mercato MTS repo con l'intermediazione della controparte centrale italiana (Cassa di compensazione e garanzia spa). Poiché quest'ultima è classificata come intermediario finanziario non bancario, tali operazioni vengono registrate nella bilancia dei pagamenti nel settore non bancario (voce "altri investimenti", comparto "altri settori"), ma economicamente sono riconducibili al settore bancario residente (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo TARGET2 e le sue determinanti*, in *Bollettino economico*, 2, 2019).

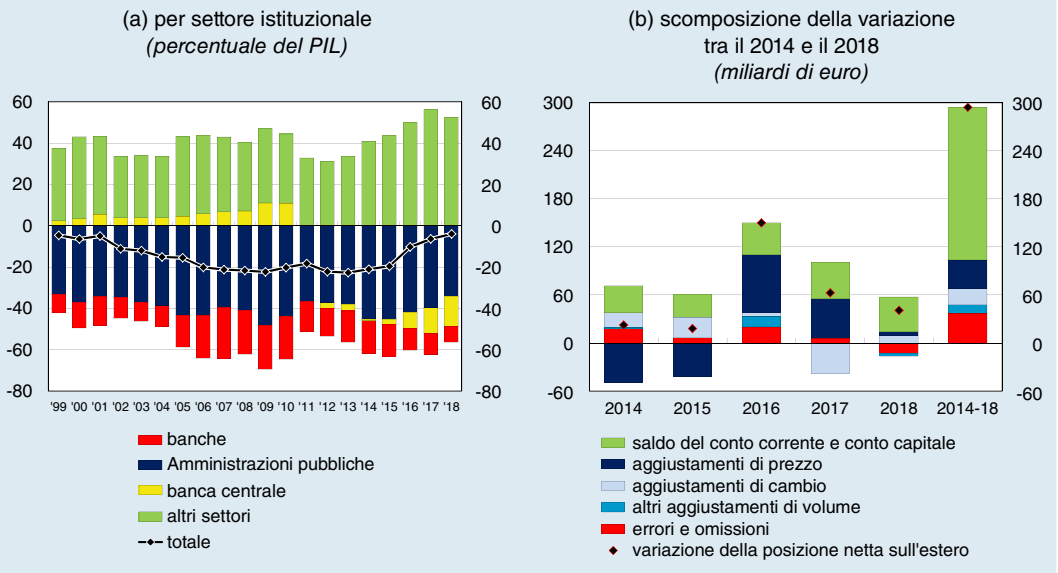
La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema di pagamenti europeo TARGET2 è aumentata di 43,0 miliardi nel complesso del 2018 (tav. 10.2). L'incremento si è concentrato tra maggio e agosto, in relazione alle vendite di titoli italiani da parte degli investitori non residenti; nei mesi successivi il saldo passivo si è leggermente ridotto, raggiungendo 482 miliardi alla fine di dicembre. Nei primi quattro mesi del 2019 è rimasto invariato.

La posizione patrimoniale sull'estero

Alla fine del 2018 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia risultava debitoria per 69,0 miliardi, pari al 3,9 per cento del PIL (fig. 10.4.a). Il miglioramento (di 40,9 miliardi) rispetto all'anno precedente è interamente attribuibile al surplus di conto corrente (fig. 10.4.b). Al contributo negativo degli errori e omissioni si è contrapposto quello positivo degli aggiustamenti di valutazione legati al cambio, che hanno beneficiato dell'apprezzamento del dollaro, data la posizione netta creditoria in tale valuta dei residenti in Italia. Gli aggiustamenti di valutazione connessi con le variazioni dei prezzi di mercato sono stati ingenti, ma sostanzialmente bilanciati tra attività e passività e con un effetto netto modesto.

Figura 10.4

Posizione patrimoniale netta sull'estero



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e, per il PIL, Istat.

Nello scorso quinquennio la posizione debitoria netta si è ridotta, in rapporto al PIL, di 18,7 punti percentuali, soprattutto grazie ai persistenti avanzi di conto corrente. Sulla base delle previsioni disponibili sull'andamento del saldo di conto corrente e del PIL nominale, ipotizzando un contributo nullo degli aggiustamenti di valutazione e degli errori e omissioni, la posizione dell'Italia diventerebbe creditoria nel corso del 2020.

11. LA FINANZA PUBBLICA

L'orientamento della politica di bilancio (misurato dalla variazione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico) è risultato sostanzialmente neutrale. L'indebitamento netto ha continuato a diminuire, raggiungendo il 2,1 per cento del PIL; il rapporto tra il debito e il prodotto ha invece ripreso a crescere, portandosi al 132,2 per cento.

Dalla scorsa primavera l'incertezza sui programmi del nuovo Governo ha contribuito a innalzare i rendimenti all'emissione dei titoli di Stato italiani. In seguito all'accordo con la Commissione europea sugli obiettivi di bilancio per il 2019, le tensioni sui mercati finanziari sono parzialmente rientrate nell'ultima parte dell'anno. L'elevata vita media residua del debito pubblico rallenta la trasmissione dell'aumento dei tassi all'emissione sull'onere medio, ma si può stimare che un rialzo permanente dei tassi pari a un punto percentuale comporti un incremento del costo medio del debito di poco inferiore a mezzo punto dopo tre anni.

Nel 2019 l'orientamento della politica di bilancio sarebbe lievemente espansivo. Secondo le stime ufficiali più recenti, l'indebitamento netto salirebbe al 2,4 per cento del prodotto. Per il triennio 2020-22 il Governo programma invece una costante riduzione del disavanzo (fino all'1,5 per cento del PIL), che sconta l'inasprimento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia nel prossimo biennio, nonché interventi correttivi nel 2022; escludendo tali misure, l'indebitamento netto si collocherebbe poco al di sotto del 3,5 per cento del prodotto nella media del triennio.

L'ultimo rapporto triennale della Commissione europea segnala un aumento dei rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche, per effetto soprattutto del deterioramento del saldo primario strutturale registrato negli ultimi anni e, in misura minore, dell'incremento atteso della spesa legata all'invecchiamento della popolazione.

I risultati del 2018

L'indebitamento netto: obiettivi e risultati. – All'inizio della sessione di bilancio per il 2018, il Documento programmatico di bilancio (pubblicato a ottobre del 2017) aveva indicato per l'anno scorso un obiettivo di indebitamento netto pari all'1,6 per cento del PIL (cfr. il paragrafo: *Le prospettive* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2017). Lo scorso autunno tale previsione è stata rivista al rialzo a seguito di una crescita più debole e di una dinamica della spesa per interessi più sostenuta di quanto atteso[1]; da ultimo,

[1] *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 ottobre 2018.

con l'*Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica* di dicembre, il Governo stimava per il 2018 un disavanzo pari all'1,9 per cento del PIL (tav. 11.1).

Tavola 11.1

Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2018
(percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				*Per memoria:*			
	indebitamento netto	avanzo primario	variazione disavanzo strutturale	variazione debito	crescita del PIL reale 2018	privatizzazioni 2018	indebitamento netto 2017	disavanzo strutturale 2017
Obiettivi								
Ottobre 2017 (1)	1,6	2,0	-0,3	-1,6	1,5	0,3	2,1	1,3
Stime								
Aprile 2018 (2)	1,6	1,9	-0,1	-1,0	1,5	0,3	2,3	1,1
Settembre 2018 (3)	1,8	1,8	-0,2	-0,3	1,2	0,3	2,4	1,1
Dicembre 2018 (4)	1,9	1,8	-0,2	0,5	1,0	....	2,4	....
Consuntivo (5)	**2,1**	**1,6**	**0,1**	**0,8**	**0,9**	**0,0**	**2,4**	**2,1**

(1) *Documento programmatico di bilancio 2018*. – (2) *Documento di economia e finanza 2018*. – (3) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*. – (4) Elaborazioni su *Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica: dicembre 2018*; per l'indebitamento netto e il debito del 2017, *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*. – (5) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). Per la variazione del saldo strutturale nel 2018 e per il disavanzo strutturale del 2017, Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2019.

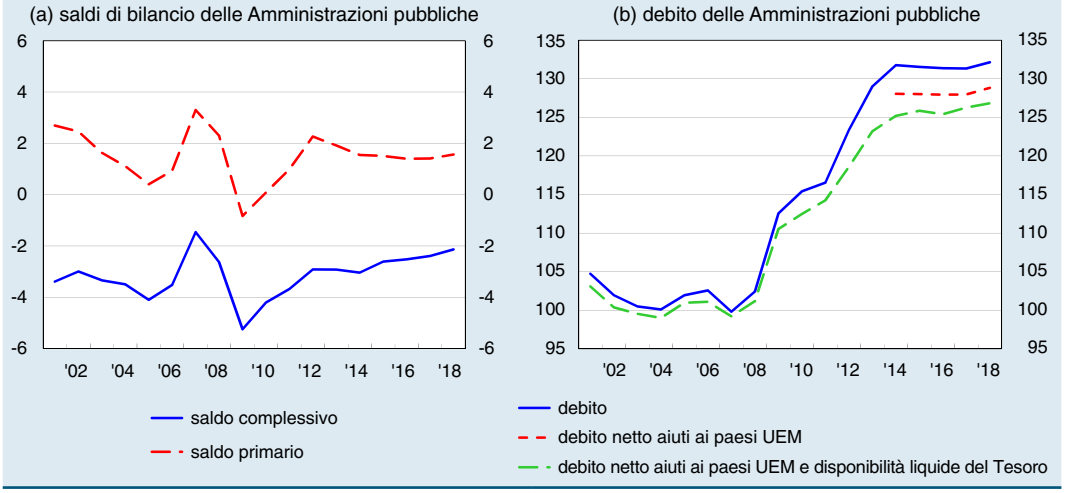
A consuntivo l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è collocato al 2,1 per cento del prodotto, in riduzione di 0,3 punti rispetto al 2017 (fig. 11.1)[2]. Vi ha contribuito principalmente l'aumento dell'avanzo primario, salito all'1,6 per cento del PIL (dall'1,4 del 2017) per effetto dell'andamento dell'economia; la spesa per interessi è scesa in misura marginale (di 0,1 punti percentuali del PIL). Le entrate in rapporto al prodotto sono lievemente diminuite, come anche la spesa primaria (rispettivamente di circa 0,1 e 0,2 punti, al 46,4 e al 44,9 per cento).

Sulla base delle stime della Commissione europea l'orientamento della politica di bilancio, misurato dalla variazione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, sarebbe stato sostanzialmente neutrale nel 2018 (era stato espansivo per circa 0,7 punti percentuali in media all'anno nel quadriennio 2014-17). L'indebitamento netto strutturale (che è corretto, oltre che per gli effetti del ciclo economico, anche per quelli delle misure temporanee) sarebbe rimasto pressoché stabile (intorno al 2,2 per cento del prodotto; era pari allo 0,9 nel 2014).

[2] Lo scorso 9 aprile l'Istat ha rivisto le stime per gli anni 2017-18 dei conti annuali delle Amministrazioni pubbliche e del PIL. Le revisioni tengono conto dell'ampliamento del perimetro delle Amministrazioni pubbliche definito in accordo con l'Eurostat, sulla base dei criteri stabiliti dal sistema contabile SEC 2010. Sebbene abbiano un effetto marginale sull'indebitamento netto, le modifiche influenzano in maniera rilevante alcune voci delle entrate e delle uscite del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, creando quindi una discontinuità tra il 2016 e il 2017 che verrà superata il prossimo autunno in occasione della revisione delle stime per gli anni precedenti (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019).

Figura 11.1

Indicatori di finanza pubblica (1)
(in percentuale del PIL)



(1) A seguito della revisione delle stime dei conti pubblici e del PIL legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019 e Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

Le entrate. – Nel 2018 le entrate sono aumentate dell'1,6 per cento (a 816,1 miliardi; tav. 11.2), sospinte dalla dinamica dei contributi sociali e da quella delle imposte indirette.

In particolare le entrate contributive sono salite del 4,2 per cento (a 235,0 miliardi), per effetto dei rinnovi contrattuali che hanno riguardato sia il settore pubblico sia quello privato (cfr. il paragrafo: *La contrattazione e le relazioni industriali* del capitolo 8), nonché del venire meno degli sgravi temporanei per le assunzioni a tempo indeterminato previsti dalle manovre per il 2015 e per il 2016[3].

Le imposte indirette sono cresciute del 2,1 per cento (a 253,6 miliardi). Il gettito dell'IVA è aumentato dell'1,2 per cento (a 109,2 miliardi), rispecchiando – oltre all'incremento dei consumi – l'ampliamento della platea dei soggetti interessati dal meccanismo della scissione contabile (*split payment*)[4], nonché il rialzo del prezzo del petrolio. Anche il gettito dell'IRAP ha continuato a salire (del 6,4 per cento, a 23,7 miliardi).

Le imposte dirette sono invece diminuite (dello 0,7 per cento, a 248,9 miliardi). Vi ha influito il calo registrato dall'Ires (del 10,2 per cento, a 31,0 miliardi) imputabile sia alla riduzione dell'aliquota prevista dalla legge di stabilità per il 2016 (cfr. il paragrafo: *Le entrate* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2017), sia alle agevolazioni per gli investimenti in beni materiali strumentali nuovi e ad alto contenuto tecnologico (superammortamento e iperammortamento)[5].

[3] Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2015 e nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2016 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Contributi sociali*.

[4] Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2017 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte indirette*.

[5] Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2017 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette*.

Tavola 11.2

Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1)
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Entrate correnti	763,7	769,5	778,1	779,2	797,0	812,4
di cui: contributi sociali	215,3	214,3	219,1	220,6	225,6	235,0
imposte dirette	240,9	237,1	242,5	247,6	250,6	248,9
imposte indirette	239,8	248,8	247,3	242,0	248,4	253,6
Entrate in conto capitale	8,8	6,7	9,2	6,8	6,6	3,7
Totale entrate	**772,5**	**776,2**	**787,3**	**786,0**	**803,6**	**816,1**
in % del PIL	48,1	47,9	47,7	46,5	46,5	46,4
Spese primarie correnti	683,7	691,0	694,0	705,0	712,1	730,3
Interessi	77,6	74,4	68,1	66,3	65,6	65,0
Spese in conto capitale	58,1	60,2	68,4	57,4	67,2	58,4
di cui: investimenti fissi lordi (2)	38,6	37,0	36,6	35,8	38,8	37,1
Totale spese	**819,4**	**825,5**	**830,4**	**828,7**	**844,9**	**853,6**
in % del PIL	51,1	50,9	50,3	49,0	48,9	48,6
Saldo primario	**30,7**	**25,0**	**24,9**	**23,6**	**24,3**	**27,5**
in % del PIL	1,9	1,5	1,5	1,4	1,4	1,6
Indebitamento netto	**46,9**	**49,3**	**43,1**	**42,7**	**41,3**	**37,5**
in % del PIL	2,9	3,0	2,6	2,5	2,4	2,1

Fonte: Istat.
(1) A seguito della revisione delle stime dei conti pubblici e del PIL legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Istat, *PIL e indebitamento delle Amministrazioni pubbliche: aggiornamento*, Nota informativa, 9 aprile 2019). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati (con segno negativo) i proventi derivanti dalla cessione di attività non finanziarie.

Il gettito dell'Irpef ha continuato ad aumentare (dell'1,8 per cento, a 172,3 miliardi) soprattutto nella componente delle ritenute per lavoro dipendente, che ha beneficiato della crescita dell'occupazione e delle retribuzioni lorde (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Anche le imposte in conto capitale sono diminuite (di oltre un terzo, a 1,5 miliardi), principalmente a causa dell'ulteriore calo (da 1,0 a 0,3 miliardi) degli introiti derivanti dalla procedura per l'emersione di attività costituite o detenute all'estero (voluntary disclosure)[6].

Nel complesso la pressione fiscale è rimasta stabile al 42,1 per cento, interrompendo la flessione in atto dal 2014. Il divario rispetto alla media dei paesi dell'area dell'euro (pari al 41,4 per cento) è comunque diminuito (era 0,8 punti percentuali nel 2017). Nel confronto con le principali economie dell'area, il peso della fiscalità in Italia resta inferiore a quello della Francia (48,5 per cento), ma superiore a quello della Germania (40,7 per cento) e della Spagna (35,3 per cento).

[6] Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2014 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette*.

In base alle stime dell'OCSE relative al 2018[7], il cuneo fiscale sul lavoro dipendente in Italia, riferito a un lavoratore con una retribuzione in linea con la media nazionale e senza carichi familiari, ammonta al 47,9 per cento; è superiore di circa sei punti percentuali rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro e inferiore solo a quello registrato in Belgio e in Germania. Per i lavoratori senza carichi familiari con retribuzioni pari a circa due terzi della media, che beneficiano del credito di imposta introdotto nel 2014 (cfr. il paragrafo: *Le entrate* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2016), il cuneo si riduce al 40,9 per cento e il divario scende a 3,6 punti.

Le spese. – Nel 2018 la spesa delle Amministrazioni pubbliche è aumentata dell'1,0 per cento (a 853,6 miliardi; tav. 11.2): l'incremento della spesa primaria corrente (a 730,3 miliardi, pari al 41,6 per cento del prodotto) è stato attenuato dal calo delle erogazioni in conto capitale (a 58,4 miliardi, pari al 3,3 per cento del PIL) e da quello marginale della spesa per interessi (a 65,0 miliardi, pari al 3,7 per cento del prodotto).

Per effetto dei rinnovi contrattuali nel pubblico impiego e della rivalutazione delle pensioni al costo della vita, la spesa primaria corrente è aumentata in misura più sostenuta rispetto a quanto osservato negli otto anni precedenti (2,6 per cento contro l'1,1 per cento in media all'anno tra il 2010 e il 2017).

In particolare i redditi da lavoro dipendente sono cresciuti del 3,1 per cento (a 171,8 miliardi), riflettendo l'incremento delle retribuzioni lorde unitarie (3,5 per cento) connesso con i rinnovi contrattuali in pressoché tutti i comparti del pubblico impiego; tali rinnovi erano stati disposti nel 2017 (con riferimento al triennio 2016-18) dopo un blocco di circa sette anni (cfr. il paragrafo: *Le spese* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2017). L'occupazione nel settore pubblico è invece rimasta sostanzialmente stabile, interrompendo la diminuzione in atto quasi ininterrottamente dal 2003.

Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate del 2,2 per cento (a 348,9 miliardi). Tra queste, la spesa pensionistica è salita dell'1,9 per cento (a 292,3 miliardi) soprattutto in seguito alla rivalutazione delle prestazioni al costo della vita e, in misura minore, all'incremento del numero di trattamenti.

Anche le erogazioni per consumi intermedi e le prestazioni sociali in natura sono cresciute (rispettivamente dell'1,2 e del 2,2 per cento, a 98,0 e 45,9 miliardi).

Le altre spese correnti sono salite del 5,3 per cento (a 65,7 miliardi), sospinte dai trasferimenti all'Unione europea (26,2 per cento, a 15,3 miliardi), tornati a crescere dopo il calo del 2017.

Le spese in conto capitale sono diminuite del 13,1 per cento, principalmente per i minori trasferimenti alle imprese (che nel 2017 erano quasi triplicati per effetto dei provvedimenti a sostegno del settore finanziario; cfr. il paragrafo: *Le spese* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2017). Gli investimenti hanno continuato

[7] OCSE, *Taxing Wages 2019*, 2019. L'OCSE non effettua elaborazioni per Cipro e Malta.

a ridursi (4,3 per cento, a 37,1 miliardi), proseguendo la tendenza degli ultimi anni (cfr. il paragrafo: *Spesa per investimenti pubblici e dotazione di infrastrutture* del capitolo 16).

La spesa per interessi è ulteriormente diminuita, sebbene in misura marginale (0,9 per cento; 0,6 miliardi): data l'elevata vita media residua del debito pubblico, l'aumento dei tassi all'emissione osservato nel corso dell'anno non ha ancora determinato un innalzamento dell'onere medio, pur avendone rallentato la discesa. Secondo nostre stime un rialzo permanente di un punto percentuale dei rendimenti all'emissione si tradurrebbe – a parità di composizione dello stock del debito – in un incremento dell'onere medio di circa 0,1 punti dopo un anno, 0,2 dopo due e 0,4 dopo tre anni (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

Il debito pubblico: obiettivi e risultati. – Il *Documento programmatico di bilancio 2018* aveva indicato per lo scorso anno una riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL di 1,6 punti percentuali; tale riduzione è stata poi rivista al ribasso di oltre un punto percentuale in autunno, principalmente per effetto della minore crescita attesa per il PIL nominale[8]. Nelle stime contenute nell'*Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica* dello scorso dicembre, l'incidenza del debito sul prodotto era invece prevista in rialzo di circa mezzo punto percentuale (cfr. tav. 11.1).

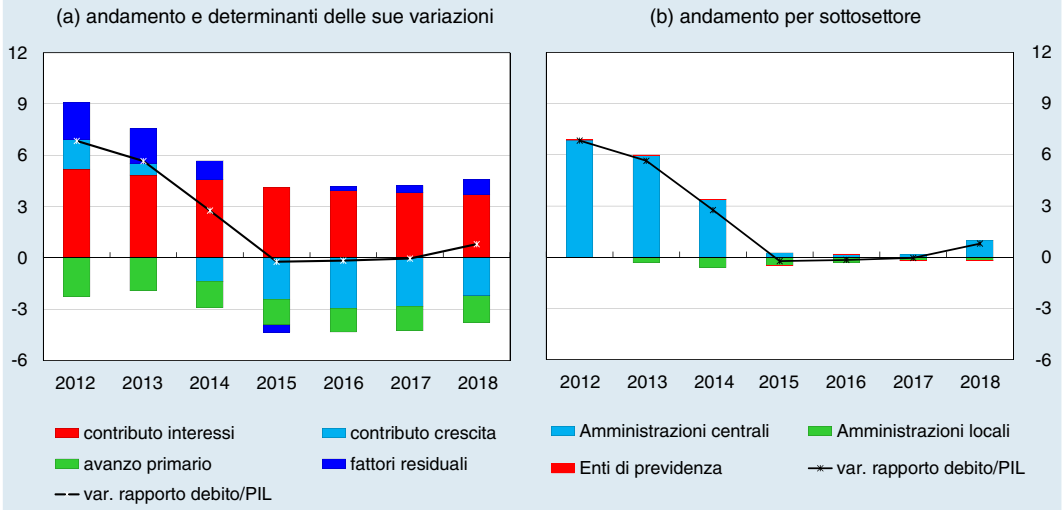
A consuntivo il rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL è aumentato di 0,8 punti percentuali, al 132,2 per cento (cfr. fig. 11.1)[9]; il maggiore incremento rispetto a quanto atteso dal Governo in dicembre è riconducibile soprattutto alla minore crescita del prodotto nominale. L'avanzo primario ha contenuto il peso del debito per 1,6 punti percentuali, mentre l'effetto del divario tra l'onere medio e la crescita nominale del prodotto lo ha ampliato di 1,5 punti (cfr. il riquadro: *Differenziale tra onere medio del debito e crescita nominale del PIL: andamento recente e prospettive*); un incremento di quasi un punto è derivato da un insieme di altri fattori che non rilevano per l'indebitamento netto (fig. 11.2). Tra questi, l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro alla fine dell'anno ha innalzato il debito di 0,3 punti percentuali del prodotto; i flussi generati da strumenti finanziari derivati e l'effetto complessivo degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio lo hanno accresciuto di ulteriori 0,3 e 0,4 punti, rispettivamente. Come nel biennio precedente, i proventi derivanti dalla vendita di partecipazioni sono stati sostanzialmente nulli in rapporto al PIL, a fronte di un valore pari allo 0,3 per cento previsto nei documenti programmatici degli ultimi due anni.

[8] *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 ottobre 2018.

[9] La revisione del perimetro delle Amministrazioni pubbliche effettuata dall'Istat e la contestuale revisione del PIL hanno determinato un incremento del rapporto tra il debito e il prodotto di 0,1 punti percentuali in ciascun anno del biennio 2017-18; in autunno la Banca d'Italia rivedrà le stime anche per gli anni precedenti (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

Figura 11.2

Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)



(1) A seguito della revisione delle stime dei conti pubblici e del PIL legata alle modifiche del perimetro delle Amministrazioni pubbliche, le serie presentano una discontinuità statistica tra il 2016 e il 2017 (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

DIFFERENZIALE TRA ONERE MEDIO DEL DEBITO E CRESCITA NOMINALE DEL PIL: ANDAMENTO RECENTE E PROSPETTIVE

L'evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL, oltre a riflettere la dimensione del saldo primario di bilancio, ha una componente inerziale che dipende dal differenziale tra onere medio sul debito e tasso di crescita nominale del prodotto: da un lato, il rapporto tra il debito e il PIL aumenta per effetto degli esborsi per interessi sullo stock di debito accumulato in passato; dall'altro, il rapporto tende a diminuire quanto maggiore è il tasso di crescita nominale del prodotto.

Un valore positivo del differenziale comporta che per la stabilizzazione del rapporto tra il debito e il PIL sia necessario un avanzo primario, tanto più elevato quanto più alto è il peso del debito; con un differenziale negativo invece il rapporto può essere stabilizzato anche in presenza di un disavanzo primario.

Dopo avere raggiunto un livello di quasi il 6 per cento nel 2012, il differenziale tra onere medio e crescita nominale si è costantemente ridotto fino a raggiungere un valore di poco inferiore all'uno per cento nel 2017; nel 2018 il differenziale è aumentato (all'1,2 per cento), risentendo del rallentamento dell'economia.

Nella media dell'ultimo quadriennio l'Italia è l'unico paese dell'area dell'euro, assieme alla Grecia[1], con un differenziale positivo tra onere medio del debito e crescita; negli altri paesi il differenziale è in media negativo, riflettendo, rispetto

[1] Va ricordato che l'onere medio della Grecia, inferiore di circa un punto rispetto a quello dell'Italia, beneficia di condizioni particolarmente favorevoli sui prestiti concessi nell'ambito dei programmi di assistenza finanziaria.

all'Italia, una crescita economica più sostenuta e in genere un minore onere medio del debito (tavola). L'onere medio che l'Italia deve sostenere per finanziarsi dipende non solo dall'elevato peso del debito, ma anche da un potenziale di crescita relativamente basso.

Tavola

Differenziale tra onere medio del debito e crescita nominale del prodotto
(valori percentuali)

	media 2015-18			media 2019-2020			
	onere medio (r)	crescita nominale (g)	(r-g)	onere medio (r)	crescita nominale (g)	(r-g)	saldo primario che stabilizza il debito
Italia	**3,0**	**2,0**	**1,0**	**2,8**	**1,3**	**1,5**	**2,0**
Belgio	2,6	3,0	-0,4	2,1	2,8	-0,7	-0,7
Francia	1,9	2,2	-0,3	1,7	2,7	-1,0	-1,0
Germania	1,7	3,6	-1,9	1,5	3,2	-1,7	-1,0
Grecia	1,9	0,8	1,0	2,1	3,4	-1,3	-2,3
Portogallo	3,2	3,9	-0,7	2,7	3,2	-0,5	-0,6
Spagna	2,9	3,9	-1,0	2,4	3,6	-1,3	-1,2
Regno Unito	2,9	3,5	-0,6	2,8	3,3	-0,4	-0,4
USA	3,8	4,0	-0,2	3,9	4,1	-0,2	-0,2
Giappone	0,8	1,7	-0,9	0,7	1,1	-0,4	-0,9

Fonte: Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2019.

Secondo le previsioni più recenti, nel biennio 2019-2020 il differenziale rimarrebbe positivo per l'Italia (in media pari all'1,5 per cento secondo le valutazioni della Commissione europea)[2], mentre sarebbe negativo per tutti gli altri paesi. Nello stesso biennio il costo medio del debito si manterrebbe sostanzialmente stabile sul livello dello scorso anno e, se le condizioni dei mercati finanziari restassero invariate, aumenterebbe nel medio periodo. L'evoluzione dell'onere medio italiano sarebbe meno favorevole di quella attesa un anno fa.

Sulla base delle previsioni della Commissione europea, per assicurare una riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto in Italia nel biennio 2019-2020 sarebbe necessario un avanzo primario superiore al 2 per cento del PIL in media all'anno[3].

[2] Nelle stime del Governo contenute nel *Documento di economia e finanza 2019* il differenziale sarebbe pari a circa l'1,5 per cento quest'anno e si annullerebbe nel 2020.

[3] Nell'ipotesi di impatto nullo dei fattori che rilevano ai fini del debito ma non del saldo di bilancio.

Nonostante il rialzo dei tassi all'emissione osservato da maggio del 2018 (cfr. il riquadro: *L'andamento dello spread sovrano dell'Italia* del capitolo 14), l'onere medio del debito è diminuito per il sesto anno consecutivo (al 2,9 per cento, dal 4,4 del 2012), beneficiando sia della scadenza di titoli con rendimenti elevati sia della lunga vita media residua dello stock di debito (7,3 anni; 7,4 alla fine del 2017).

La quota del debito detenuta dalla Banca d'Italia ha continuato a crescere (al 17,3 per cento, dal 16,2 nel 2017) per effetto degli acquisti netti di titoli nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP; cfr. il paragrafo: *Il mercato dei titoli pubblici* del capitolo 14); quella detenuta da altri operatori residenti è salita al 53,3 per cento (dal 51,5 del 2017), mentre è ancora diminuita la quota riconducibile agli operatori non residenti (dal 32,3 al 29,4 per cento; era 39,1 nel 2010).

Il debito pubblico calcolato secondo le regole europee non tiene conto di alcune passività delle Amministrazioni pubbliche: le più rilevanti per l'Italia sono costituite da debiti commerciali, da passività in derivati (cfr. il riquadro: *Uno sguardo oltre il debito pubblico: passività commerciali e in derivati*) e da garanzie rilasciate a favore di altri soggetti[10]. Queste ultime nel 2018 sono leggermente aumentate, dal 3,9 al 4,2 per cento del PIL: il calo registrato dalle garanzie a favore del settore finanziario (che nel 2017 erano cresciute in misura significativa soprattutto per effetto degli interventi a favore delle banche in difficoltà) è stato più che compensato dall'incremento di quelle a favore di imprese non finanziarie e famiglie.

UNO SGUARDO OLTRE IL DEBITO PUBBLICO: PASSIVITÀ COMMERCIALI E IN DERIVATI

Nel 2018 è proseguita la riduzione delle passività commerciali e di quelle in derivati; la loro incidenza sul prodotto resta tuttavia su livelli elevati nel confronto internazionale. Si può stimare che l'ammontare complessivo di tali passività, al netto di quelle già incluse nel debito pubblico, fosse pari alla fine del 2018 al 3,7 per cento del PIL (4,0 per cento nel 2017).

I debiti commerciali. – I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche – stimati dalla Banca d'Italia sulla base delle proprie indagini campionarie sulle imprese e delle segnalazioni di vigilanza[1] – sarebbero diminuiti dal 3,2 per cento del PIL del 2017 al 3,0 nel 2018 (figura, pannello a), attestandosi a circa 53 miliardi. Secondo le regole statistiche europee, una parte (circa 10 miliardi alla fine del 2018, pari allo 0,6 per cento del prodotto) è già inclusa nel debito pubblico[2]. Benché dimezzatasi rispetto al picco del 2012, l'incidenza delle passività commerciali rimane, secondo le stime dell'Eurostat, la più elevata in Europa[3].

[1] L. D'Aurizio, D. Depalo, S. Momigliano e E. Vadalà, *I debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto*, "Politica economica", 31, 3, 2015, pp. 421-458.
In prospettiva il sistema informativo per l'acquisizione automatica dei pagamenti degli enti pubblici Siope+, avviato nel corso del 2018, dovrebbe permettere stime più accurate dello stock complessivo dei debiti commerciali. La legge di bilancio per il 2019 ha inoltre introdotto l'obbligo, a carico delle Amministrazioni pubbliche, di comunicare annualmente in aprile l'ammontare dei propri debiti commerciali scaduti e non ancora pagati alla fine dell'anno precedente. Qualora il debito così rilevato non si sia ridotto di almeno il 10 per cento o nel caso di ritardi nei pagamenti, a partire dal 2020 dovrà essere stanziato un accantonamento al Fondo di garanzia debiti commerciali.

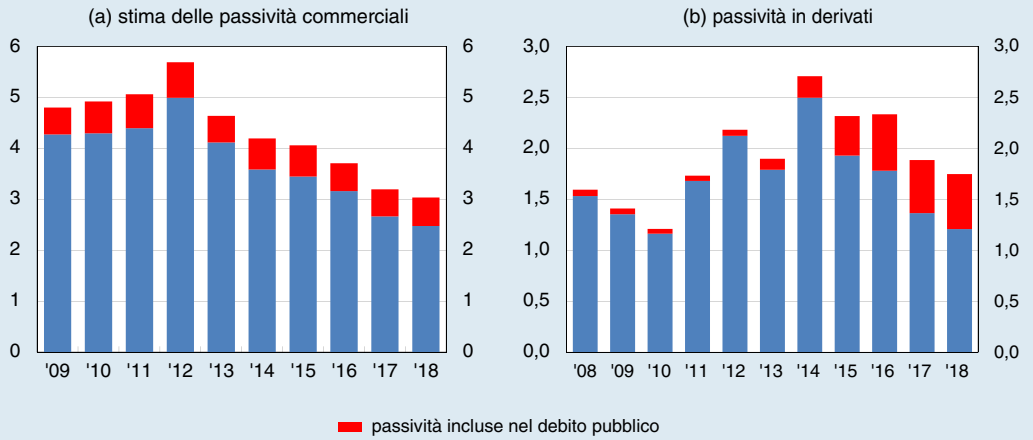
[2] Si tratta delle passività commerciali cedute pro soluto dai creditori a intermediari finanziari.

[3] Cfr. sul sito dell'Eurostat: *Note on stock of liabilities of trade credits and advances* (*April 2019*).

[10] Di norma tali garanzie, in quanto passività solo potenziali (*contingent liabilities*), vengono contabilizzate nell'indebitamento netto e nel debito pubblico solo al momento della loro effettiva escussione.

Figura

Passività commerciali e in derivati delle Amministrazioni pubbliche
(in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat.

Si può valutare che anche nel 2018 circa la metà del totale delle passività commerciali sia connessa con il ritardo nei pagamenti delle Amministrazioni pubbliche rispetto alle scadenze contrattualmente previste. Lo scorso anno i tempi medi effettivi di pagamento avrebbero continuato a ridursi, attestandosi a circa 85 giorni. In base ai risultati dello *European Payment Report 2019* di Intrum i tempi di pagamento in Italia sono superiori di quasi un mese rispetto alla media dei paesi considerati.

I derivati. – Gran parte dei contratti derivati delle Amministrazioni pubbliche italiane è riconducibile al Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), il cui portafoglio in derivati alla fine del 2018 aveva un valore nozionale di circa 111 miliardi (per oltre il 90 per cento costituito da *interest rate swaps*, per quasi il 5 per cento da *cross currency swaps* e per poco più del 2 per cento da *swaptions*)[4].

Nell'ultimo decennio la strategia del MEF è stata orientata soprattutto alla gestione dei contratti in essere, in cui generalmente il Ministero paga un tasso di interesse fisso e riceve un tasso variabile (di norma legato all'Euribor)[5]. La diminuzione dei tassi a seguito della crisi finanziaria ha determinato un forte aumento del valore di mercato di tali strumenti (nel complesso negativo per il MEF), che è stato in parte riassorbito negli ultimi anni anche per effetto della scadenza di alcuni contratti[6].

Nel 2018 le passività in derivati delle Amministrazioni pubbliche sono diminuite dall'1,9 all'1,7 per cento del PIL (30,7 miliardi; figura, pannello b).

[4] Da giugno del 2008 è in vigore il divieto per le Amministrazioni locali di stipulare nuovi contratti derivati.

[5] M. Bucci, I. De Angelis e E. Vadalà, *(Don't) look back in anger. L'utilizzo dei derivati nella gestione del debito pubblico italiano*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[6] MEF, *Rapporto sul debito pubblico 2017*, 2018.

Come nel caso dei debiti commerciali, una parte di tali passività (9,5 miliardi alla fine del 2018, lo 0,5 per cento del PIL) è già riclassificata nel debito pubblico[7]. Sebbene in riduzione negli ultimi anni, l'incidenza delle passività in derivati sul prodotto in Italia resta pari a più del doppio della media dell'area dell'euro.

[7] In particolare la riclassificazione riguarda gli swap che fin dall'origine o a seguito di una ristrutturazione o dell'esercizio di una *swaption* presentano un valore negativo per la controparte governativa.

Le prospettive

La politica di bilancio per il 2019 e per il biennio successivo. – La politica di bilancio per il 2019 e per gli anni successivi è stata definita per la prima volta nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018* dello scorso settembre. La Nota indicava un obiettivo di indebitamento netto pari al 2,4 per cento del PIL per il 2019 (0,6 punti in più rispetto al valore allora stimato per il 2018); per il biennio successivo programmava una graduale riduzione del disavanzo (al 2,1 e all'1,8 per cento; tav. 11.3), che scontava la parziale attivazione delle clausole di salvaguardia al tempo incluse nella legislazione vigente. Nelle valutazioni ufficiali la manovra avrebbe accresciuto l'indebitamento netto di oltre un punto percentuale del prodotto all'anno rispetto al quadro tendenziale. Il pareggio di bilancio strutturale – ossia l'obiettivo di medio termine dell'Italia nell'ambito delle regole europee (cfr. il riquadro: *Il ciclo di bilancio nel contesto del semestre europeo*) – non sarebbe stato conseguito nell'orizzonte di programmazione: il disavanzo al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee sarebbe dapprima aumentato di 0,8 punti percentuali nel 2019 (all'1,7 per cento del PIL), per poi rimanere invariato nel biennio successivo. Il debito veniva indicato in continuo calo nel triennio (di complessivi 4,2 punti del prodotto, dal 130,9 per cento del PIL allora stimato per il 2018).

Tavola 11.3

La politica di bilancio per il 2019 e per gli anni successivi
(in percentuale del PIL)

	Settembre 2018 (1)				Dicembre 2018 (2)				Aprile 2019 (3)				
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2022
Indebitamento netto	1,8	2,4	2,1	1,8	1,9	2,0	1,8	1,5	2,1	2,4	2,1	1,8	1,5
Indebit. netto strutturale	0,9	1,7	1,7	1,7	1,1	1,3	1,2	1,0	1,4	1,5	1,4	1,1	0,8
Avanzo primario	1,8	1,3	1,7	2,1	1,8	1,7	2,0	2,5	1,6	1,2	1,5	1,9	2,3
Debito	130,9	130,0	128,1	126,7	131,7	130,7	129,2	128,2	132,2	132,6	131,3	130,2	128,9
Per memoria:													
indebit. netto senza clausole (4)	1,8	2,4	2,8	2,6	1,9	2,0	3,1	3,0	2,1	2,4	3,4	3,3	3,0
dismissioni	0,3	0,3	0,3	0,0	....	1,0	0,3	0,0	0,0	1,0	0,3	0,0	0,0
tasso di crescita del PIL reale	1,2	1,5	1,6	1,4	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9	0,2	0,8	0,8	0,8

(1) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018.* – (2) Elaborazioni su *Aggiornamento del quadro macroeconomico e di finanza pubblica: dicembre 2018.* – (3) *Documento di economia e finanza 2019.* – (4) Elaborazioni su documenti ufficiali. Per il 2022 se si esclude anche l'effetto delle misure correttive l'indebitamento netto è pari al 3,5 per cento del PIL.

IL CICLO DI BILANCIO NEL CONTESTO DEL SEMESTRE EUROPEO

La definizione delle politiche di bilancio nazionali si inserisce nel contesto del semestre europeo, che stabilisce un calendario comune a tutti i paesi dell'Unione europea (UE) per la programmazione di bilancio, nonché per il monitoraggio dei conti pubblici e degli squilibri macroeconomici da parte della Commissione europea. Le fasi salienti di tale processo si svolgono in primavera, con la trasmissione dei programmi nazionali di medio termine (Programma di stabilità o Programma di convergenza e Programma nazionale di riforma) e in autunno, con la presentazione del Documento programmatico di bilancio da parte di ciascun paese dell'area dell'euro. Nel corso del semestre europeo la Commissione valuta la coerenza, sia in via preventiva sia a consuntivo, dei documenti di bilancio nazionali rispetto alle regole europee e dei piani di riforma nazionali rispetto alle linee prioritarie di azione individuate dalla UE[1].

Le regole di bilancio definite dal Patto di stabilità e crescita si articolano in un braccio preventivo, incentrato su obiettivi di medio termine riferiti all'indebitamento netto strutturale, e in un braccio correttivo, che è connesso con il rispetto di specifici limiti per l'incidenza sul PIL del disavanzo nominale e del debito. Inosservanze dell'una o dell'altra parte del Patto possono determinare l'avvio di una procedura di infrazione, rispettivamente per deviazione significativa o per disavanzo eccessivo[2].

Seguendo il calendario previsto, nell'aprile 2018 l'Italia ha trasmesso il Programma di stabilità alla Commissione europea. Il Programma, redatto nella fase iniziale di una nuova legislatura dal Governo uscente e in carica per la sola gestione degli affari correnti, si è limitato ad aggiornare le previsioni dei conti pubblici a legislazione vigente senza indicare un quadro programmatico.

Gli obiettivi di finanza pubblica per il triennio 2019-2021 sono stati definiti in autunno. In particolare, per l'anno in corso il *Documento programmatico di bilancio 2019* (DPB) programmava un aumento del disavanzo strutturale di 0,8 punti percentuali del PIL (1,2 nelle stime della Commissione), contro la riduzione di 0,6 richiesta per rispettare la parte preventiva del Patto[3]. Nelle sue valutazioni la Commissione ha riscontrato una "inosservanza particolarmente grave" delle regole europee e ha invitato il Governo a rivedere

---

[1] Il semestre europeo inizia all'incirca nel mese di novembre con la pubblicazione dell'*Annual Growth Survey*, in cui la Commissione europea valuta la situazione economica dell'Unione e individua gli orientamenti strategici per le politiche di bilancio e per le riforme strutturali nazionali. Il semestre si conclude con l'adozione di raccomandazioni specifiche per ogni paese da parte del Consiglio della UE generalmente entro il mese di luglio. Per maggiori dettagli sui vari passi e sulle scadenze del semestre europeo, cfr. il regolamento UE/2013/473.

[2] Per una descrizione più puntuale delle regole del Patto, cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2015 e Commissione europea, *Vade Mecum on the Stability & Growth Pact*, Institutional paper, 101, 2019.

[3] Tale obiettivo di correzione era indicato nelle raccomandazioni all'Italia approvate all'unanimità dal Consiglio europeo del 28 giugno del 2018 e adottate dal Consiglio della UE il successivo 13 luglio.

il DPB[4]. Inoltre, poiché l'inosservanza della parte preventiva rappresentava un cambiamento sostanziale nei fattori rilevanti per il rispetto della regola sul debito, la Commissione annunciava di volere valutare nuovamente la posizione dell'Italia con riferimento a tale regola, richiedendo al nostro paese di presentare tutti i fattori ritenuti significativi ai fini di questa verifica[5].

Nel mese di novembre il Governo ha presentato una versione rivista del DPB, in cui ha confermato gli obiettivi fissati in ottobre per i saldi di bilancio e il conseguente incremento del disavanzo strutturale per il 2019, chiedendo il riconoscimento di margini di flessibilità (pari a 0,2 punti percentuali del PIL) per spese eccezionali relative a interventi di messa in sicurezza delle infrastrutture viarie e di contrasto del dissesto idrogeologico. Contestualmente il Governo ha trasmesso la documentazione sui fattori rilevanti per la regola del debito. La Commissione ha confermato la sua valutazione circa l'inosservanza da parte dell'Italia della parte preventiva del Patto e ha ritenuto che i programmi annunciati potessero giustificare l'avvio di una Procedura per disavanzi eccessivi per il mancato rispetto della regola del debito[6].

In dicembre il Governo ha rivisto al ribasso le proprie stime di crescita[7] e ha ridefinito gli obiettivi di bilancio, anche in seguito al dialogo con la Commissione europea; nel nuovo quadro programmatico l'indebitamento netto strutturale aumentava di 0,2 punti percentuali del PIL nel 2019. Il Parlamento ha quindi approvato una manovra di bilancio che, nelle valutazioni ufficiali, era coerente con i nuovi obiettivi (in particolare con un disavanzo nominale per il 2019 pari al 2,0 per cento del PIL, a fronte del 2,4 previsto nel DPB). La Commissione ha pertanto deciso di non avviare, in quella fase, una Procedura per disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia.

---

[4] Oltre all'inosservanza della raccomandazione relativa alla correzione del disavanzo strutturale, nella sua opinione sul DPB dell'Italia la Commissione ha rilevato la mancata validazione del quadro macroeconomico da parte dell'Ufficio parlamentare di bilancio e ha sottolineato il rischio che il nostro paese potesse compiere passi indietro rispetto alle riforme recenti (in particolare con riferimento alle misure relative al condono fiscale e alla modifica dei requisiti di accesso al pensionamento). L'interlocuzione con la Commissione europea era già iniziata nei primi giorni di ottobre, in concomitanza con la presentazione al Parlamento della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, con uno scambio di lettere in cui il Governo aveva comunicato alla Commissione l'intenzione di deviare dal percorso di convergenza verso il pareggio strutturale di bilancio e quest'ultima aveva richiamato l'importanza di definire obiettivi coerenti con le regole europee. In un ulteriore scambio di lettere, successivo alla presentazione del DPB, la Commissione aveva chiesto al Governo di motivare l'inosservanza delle regole europee e il Governo aveva sottolineato la necessità di sostenere l'economia, impegnandosi ad adottare tutte le misure necessarie per non eccedere il livello di indebitamento netto previsto.

[5] La valutazione del rispetto della regola del debito inizia con la pubblicazione di una relazione ex art. 126(3) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, che costituisce il primo passo per l'apertura di una Procedura per disavanzi eccessivi. Nella primavera del 2018 la Commissione aveva già preparato una relazione per l'inosservanza *prima facie* del criterio del debito nel 2017 da parte dell'Italia, in cui rilevava tuttavia che la regola era da considerarsi, all'epoca, rispettata alla luce dei "fattori rilevanti" fra i quali in particolare la conformità alla parte preventiva del Patto.

[6] L'opinione della Commissione è stata condivisa dal Comitato economico e finanziario dell'Unione europea il 29 novembre 2018.

[7] L'Ufficio parlamentare di bilancio ha ritenuto plausibile il nuovo quadro macroeconomico.

Il Governo ha da ultimo aggiornato le stime e gli obiettivi di finanza pubblica lo scorso aprile con la pubblicazione del *Documento di economia e finanza 2019*. L'indebitamento netto per il 2019 è stato rivisto al rialzo (al 2,4 per cento del PIL), riflettendo un'evoluzione dell'economia meno favorevole di quanto atteso in dicembre; il disavanzo strutturale è indicato in rialzo dello 0,1 per cento (contro lo 0,2 segnalato in dicembre). In maggio la Commissione ha aggiornato le sue previsioni, prefigurando per l'Italia un incremento del disavanzo strutturale nel 2019 pari a 0,2 punti percentuali del prodotto; anche alla luce di queste stime, nelle prossime settimane valuterà l'andamento dei conti pubblici del nostro paese.

Nonostante l'emergere di nuove tensioni sul mercato dei titoli di Stato, gli obiettivi di indebitamento netto venivano confermati con il *Documento programmatico di bilancio 2019* (DPB) presentato in ottobre. In seguito all'interlocuzione con la Commissione europea, in novembre l'entità delle privatizzazioni programmate per il 2019 è stata innalzata rispetto a quanto indicato nella Nota di settembre (dallo 0,3 all'1,0 per cento del prodotto), determinando un profilo di riduzione del debito leggermente più accentuato (con un calo complessivo di quasi cinque punti percentuali del prodotto fra il 2019 e il 2021).

Il quadro programmatico è stato significativamente rivisto in dicembre, in seguito al dialogo con la Commissione europea e al peggioramento delle prospettive di crescita dell'economia. Gli obiettivi di indebitamento netto sono stati ridotti rispetto all'autunno, al 2,0 per cento del prodotto nel 2019, all'1,8 nel 2020 e all'1,5 nel 2021. Il disavanzo strutturale sarebbe aumentato di 0,2 punti percentuali del PIL nel 2019 (a fronte dello 0,8 programmato a settembre); il percorso di convergenza verso il pareggio di bilancio sarebbe ripartito dall'anno successivo, con una correzione di 0,1 punti del prodotto nel 2020 e di 0,2 nel 2021. Nonostante il minore disavanzo, la riduzione del debito nell'arco del triennio sarebbe stata meno pronunciata di quanto prefigurato nei precedenti documenti di bilancio (di 3,5 punti del PIL) a causa di una dinamica del prodotto nominale meno favorevole. Anche a seguito del raggiungimento di un accordo con la Commissione europea sulla revisione degli obiettivi di bilancio, le tensioni sui mercati finanziari si sono attenuate nell'ultima parte dell'anno.

Alla fine di dicembre il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio coerente con i nuovi obiettivi programmatici. Secondo le valutazioni ufficiali essa accresce il disavanzo rispetto alla legislazione vigente di poco più di mezzo punto percentuale del prodotto in media all'anno (meno della metà di quanto programmato in settembre)[11].

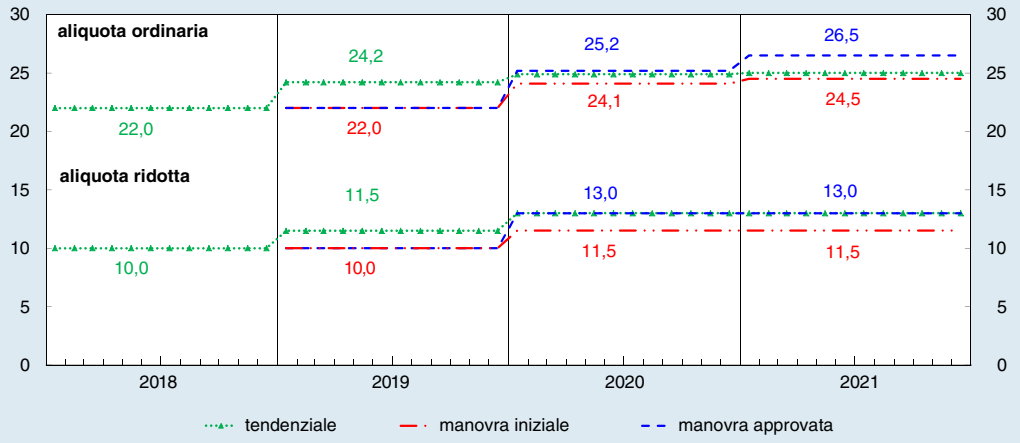
Sulla base delle valutazioni ufficiali le misure espansive contenute nella manovra ammontano all'1,7 per cento del PIL nell'anno in corso, a 1,6 e a 1,3 punti rispettivamente nel 2020 e nel 2021. Fra tali interventi, come nei tre anni precedenti, il principale è consistito nel rinviare di un anno l'attivazione delle clausole di salvaguardia. Gli incrementi delle imposte indirette previsti da tali

[11] Il deterioramento delle prospettive di crescita ha comportato una revisione al rialzo del profilo dell'indebitamento netto tendenziale rispetto al DPB (all'1,4 per cento del PIL per il 2019, contro l'1,2 precedentemente stimato).

clausole sono infatti stati cancellati per il 2019, ma per il biennio successivo sono stati inaspriti (fig. 11.3; cfr. il riquadro: *Un'analisi degli effetti macroeconomici e redistributivi delle clausole di salvaguardia sull'IVA*). Rispetto alla legislazione vigente queste modifiche determinano minori entrate per 12,5 miliardi nell'anno in corso, mentre comportano introiti aggiuntivi per 3,9 e per 9,2 miliardi nei due anni seguenti; nel complesso l'attivazione delle clausole di salvaguardia produrrebbe un gettito ufficialmente valutato in 23,1 miliardi nel 2020 e in 28,8 nel 2021[12].

Figura 11.3

Profilo programmato per le aliquote dell'IVA
(valori percentuali)



UN'ANALISI DEGLI EFFETTI MACROECONOMICI E REDISTRIBUTIVI DELLE CLAUSOLE DI SALVAGUARDIA SULL'IVA

La legge di bilancio per il 2019 ha rimodulato l'inasprimento dell'IVA previsto dalle clausole di salvaguardia. Se scattassero tali clausole, nel 2020 l'aliquota ordinaria passerebbe dal 22 al 25,2 per cento e quella ridotta dal 10 al 13; resterebbe invariata l'aliquota del 4 per cento che si applica a beni e servizi il cui peso è più elevato nel paniere di consumo delle fasce di popolazione meno abbienti. Nelle valutazioni ufficiali tale maggiorazione determinerebbe un gettito aggiuntivo di 22,7 miliardi per il prossimo anno.

I possibili effetti di impatto sulla domanda e sull'attività economica nonché quelli redistributivi dell'eventuale aumento dell'IVA previsto dalle clausole per il 2020 sono esaminati utilizzando rispettivamente il modello econometrico trimestrale[1]

[1] Per una descrizione delle caratteristiche generali e delle principali equazioni del modello trimestrale dell'economia italiana, cfr. G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

[12] Tale maggiore gettito deriverebbe in larga parte (22,7 miliardi nel 2020 e 28,4 nel 2021) dagli aumenti previsti per le aliquote dell'IVA; la restante parte (0,4 miliardi all'anno nel prossimo biennio) è riconducibile all'incremento delle accise.

e il modello di microsimulazione delle imposte e dei benefici sociali della Banca d'Italia (*Bank of Italy Microsimulation*, BIMic)[2]. Tali effetti dipendono dal grado di traslazione (*pass-through*) della maggiorazione delle aliquote sui prezzi di vendita. In particolare questi effetti potrebbero essere limitati nel caso di *pass-through* ridotto, come è avvenuto in occasione dell'ultimo incremento dell'aliquota ordinaria nel 2013 che ha avuto luogo in una fase di forte contrazione della domanda. Gli effetti redistributivi sono analizzati anche in connessione con quelli determinati dalla recente introduzione del Reddito di cittadinanza (RdC).

Effetti macroeconomici. – I moltiplicatori medi del modello econometrico stimati sulla base dei dati storici (*pass-through* ordinario) comportano una traslazione dell'aumento delle aliquote dell'IVA pari a circa l'80 per cento nell'arco di due anni. Tuttavia, in presenza di condizioni di domanda particolarmente deboli, le imprese potrebbero assorbire tale incremento per un tempo più prolungato, riducendo in maniera più persistente i propri margini di profitto.

Nel caso di *pass-through* ordinario, l'inflazione al consumo sarebbe più elevata di circa un punto percentuale nel 2020 e 0,5 nel 2021 rispetto a quella dello scenario di base (tavola). La crescita del PIL sarebbe inferiore di 0,3 punti percentuali in entrambi gli anni. Gli effetti sarebbero principalmente riconducibili al calo del reddito disponibile reale e dei consumi delle famiglie, che nel biennio risulterebbero complessivamente inferiori di 1,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base.

Tavola

Effetti macroeconomici dell'aumento dell'IVA
(tassi di variazione; deviazioni dallo scenario di base)

	Pass-through ordinario		*Pass-through* ridotto	
	2020	2021	2020	2021
Indice dei prezzi al consumo	1,1	0,4	0,6	0,2
Prodotto interno lordo	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
Consumi delle famiglie	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3

L'impatto sarebbe all'incirca dimezzato qualora il *pass-through* fosse più graduale, come quello seguito al rialzo di un punto dell'aliquota ordinaria dell'IVA del 1° ottobre 2013. Secondo nostre valutazioni in quell'occasione l'effetto sull'indice dei prezzi è stato di circa un decimo di punto dopo un semestre, a fronte dei cinque decimi attesi nell'ipotesi di *pass-through* completo (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi* nella *Relazione annuale* sul 2013). Indicazioni di un impatto limitato sui prezzi erano emerse anche dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* nel dicembre dello stesso anno: il 61 per cento delle imprese intervistate aveva dichiarato di non avere trasferito, neanche in parte, l'aumento dell'aliquota sui propri prezzi di vendita. In tutti gli scenari le simulazioni prescindono da eventuali variazioni, difficilmente quantificabili, della fiducia dei consumatori.

[2] Per una descrizione del modello, cfr. N. Curci, M. Savegnago e M. Cioffi, *BIMic: the Bank of Italy microsimulation model for the Italian tax and benefit system*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 394, 2017.

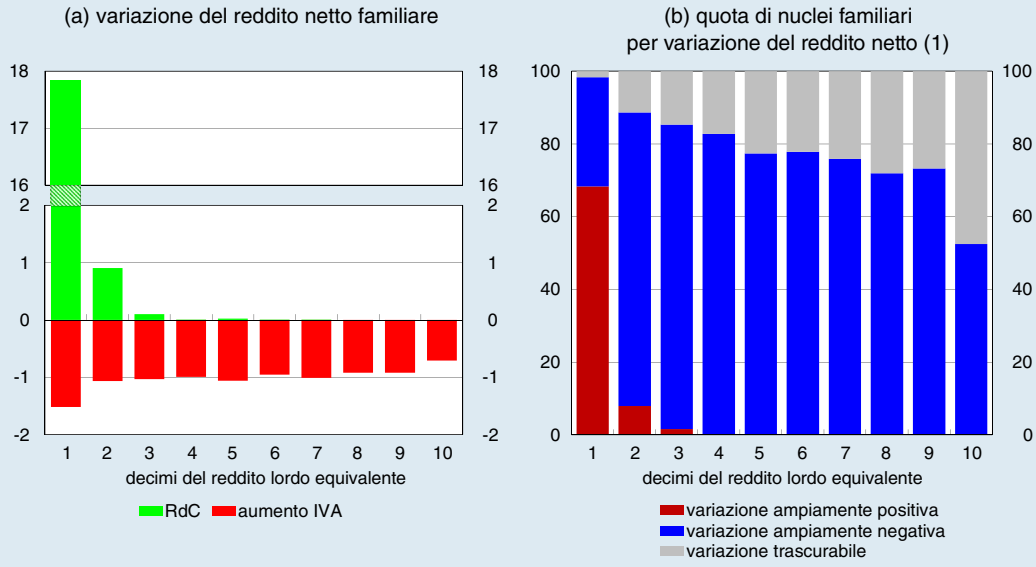
Effetti redistributivi. – L'analisi redistributiva ipotizza la traslazione piena del rialzo dell'IVA sui prezzi dei beni e l'invarianza delle scelte di consumo delle famiglie; tiene conto dei soli effetti diretti della variazione delle aliquote; non considera invece gli effetti indiretti, inclusi quelli che derivano dalla reazione di salari, redditi e occupazione alle maggiori imposte.

Sotto tali ipotesi l'aggravio dell'IVA determinerebbe nel breve periodo un incremento della disuguaglianza nella distribuzione dei redditi netti familiari equivalenti[3]: l'indice di Gini si porterebbe al 32,4 per cento, con un aumento di 0,2 punti percentuali rispetto allo scenario di base. In particolare per le famiglie appartenenti al primo decimo della distribuzione il reddito netto diminuirebbe di circa l'1,5 per cento, mentre per quelle appartenenti all'ultimo decimo la flessione risulterebbe dello 0,7 per cento.

Va tuttavia ricordato che nel 2020, rispetto a quanto registrato in occasione di precedenti aumenti dell'IVA, le famiglie con i redditi più bassi potranno beneficiare dell'RdC introdotto lo scorso aprile (cfr. il riquadro: *Un'analisi degli effetti redistributivi delle recenti misure di contrasto alla povertà* del capitolo 5). Secondo nostre stime[4] tale misura induce una riduzione massima potenziale dell'indice di Gini di entità relativamente ampia (1,1 punti percentuali). Il beneficio dell'RdC si concentra infatti sulla fascia più vulnerabile della popolazione, mentre il rialzo dell'IVA incide su tutti i contribuenti.

Figura

Effetto congiunto di breve periodo dell'aumento dell'IVA e del Reddito di cittadinanza
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic.
(1) Una variazione del reddito netto ampiamente positiva (negativa) corrisponde a un aumento (riduzione) superiore all'1,0 per cento. La variazione è considerata trascurabile se in valore assoluto è inferiore all'1,0 per cento.

[3] Il reddito netto elaborato sulla base del modello BIMic è costruito a partire dai redditi da lavoro e capitale degli individui, ai quali vengono sommati le prestazioni previdenziali e gli altri trasferimenti monetari e sottratte le principali imposte (Irpef, tassazione separata sulle attività finanziarie, imposte sugli immobili, IVA). Per tenere conto della diversa composizione dei nuclei familiari, il reddito netto familiare dato dalla somma dei redditi netti dei diversi componenti è reso equivalente utilizzando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata.

[4] Le stime riportate assumono che tutti i potenziali beneficiari aderiscano alla misura.

L'effetto congiunto dell'aumento dell'IVA e dell'RdC comporterebbe in media una significativa crescita del reddito netto per il primo decimo della distribuzione dei redditi lordi[5] (figura, pannello a); tale effetto si annullerebbe per il secondo decimo e diverrebbe negativo per i successivi. Anche nel primo decimo della distribuzione sono presenti peraltro nuclei familiari che, non beneficiando dell'RdC, sarebbero comunque svantaggiati dall'incremento dell'IVA (figura, pannello b).

[5] Il reddito lordo è calcolato come la somma dei redditi da lavoro e capitale, delle prestazioni previdenziali e degli altri trasferimenti monetari (tra cui si include il Reddito di inclusione ma non il Reddito di cittadinanza). L'equivalenza per tenere conto della diversa composizione dei nuclei familiari è ottenuta applicando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata.

Le altre principali misure espansive riguardano lo stanziamento di risorse per gli investimenti pubblici, le modifiche del sistema pensionistico (in particolare l'introduzione della "quota 100") e il Reddito di cittadinanza (RdC). Questi ultimi due interventi sono stati definiti con un decreto legge approvato alla fine di gennaio (che sulla base delle valutazioni ufficiali comporterebbe complessivamente una spesa pari a 11,0 miliardi nel 2019 e 16,4 in media all'anno nel prossimo biennio; per l'RdC, cfr. il riquadro: *Un'analisi degli effetti redistributivi delle recenti misure di contrasto alla povertà* del capitolo 5).

Le coperture ammontano allo 0,9 per cento del PIL in media all'anno. Per il 2019 una parte rilevante delle risorse è ottenuta con l'inasprimento temporaneo della tassazione sul settore finanziario e con la rimodulazione del profilo temporale di alcuni esborsi in conto capitale. Per il prossimo biennio le coperture derivano principalmente dall'abolizione dell'Aiuto alla crescita economica (ACE), dalla soppressione del regime opzionale agevolato per la tassazione dei redditi di impresa (che sarebbe dovuto entrare in vigore da quest'anno), da misure di contrasto dell'evasione fiscale e di recupero di gettito, nonché da una riduzione della spesa corrente.

Il quadro programmatico dei conti pubblici è stato da ultimo aggiornato lo scorso aprile, con il *Documento di economia e finanza 2019*. Rispetto alle stime di dicembre gli obiettivi di indebitamento netto sono stati rivisti al rialzo per circa 0,3 punti percentuali in media all'anno nel triennio 2019-2021, tenendo conto della minore crescita del PIL[13]. Nell'anno in corso l'indebitamento netto aumenterebbe al 2,4 per cento del prodotto. Per il prossimo triennio il Governo programma invece una costante riduzione del disavanzo, fino all'1,5 per cento del PIL: tale profilo sconta l'attivazione delle clausole di salvaguardia nel 2020 e nel 2021 (per 1,3 punti del prodotto nel primo anno e per 1,5 a partire dal secondo) nonché interventi correttivi nel 2022 (per circa mezzo punto percentuale del PIL); escludendo gli effetti di tali misure, il disavanzo si collocherebbe poco al di sotto del 3,5 per cento del prodotto nella media del triennio (cfr. tav. 11.3). Il percorso di convergenza verso l'obiettivo di

[13] *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2019*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Senato della Repubblica, Roma, 16 aprile 2019.

medio termine riprenderebbe solo dal prossimo anno e non si completerebbe entro l'orizzonte di programmazione[14].

Con riferimento al debito il Governo programma per il 2019 un aumento di quasi mezzo punto percentuale del PIL, nonostante il quadro incorpori la previsione di proventi da privatizzazioni per circa un punto percentuale del prodotto (un livello che non viene raggiunto da oltre quindici anni). A partire dal 2020 il rapporto tra il debito e il PIL tornerebbe a ridursi (circa 1,2 punti percentuali in media all'anno), collocandosi al 128,9 per cento nel 2022; la diminuzione sarebbe imputabile al calo del fabbisogno (conseguente all'attivazione delle clausole di salvaguardia) e all'evoluzione più favorevole prevista per l'economia.

Gli indicatori di sostenibilità delle finanze pubbliche. – Secondo il *Fiscal Sustainability Report 2018* della Commissione europea[15], gli indicatori di sostenibilità per l'Italia segnalano un basso livello dei rischi per le finanze pubbliche nel breve periodo[16], ma i rischi per il medio periodo, che già nel precedente rapporto del 2016 si collocavano su un livello elevato, sono indicati in aumento[17]: l'aggiustamento di bilancio necessario per raggiungere entro i prossimi quindici anni un rapporto tra il debito e il PIL pari al 60 per cento risulta attualmente più che doppio rispetto a quanto stimato tre anni fa. Il deterioramento è imputabile principalmente alla riduzione registrata dall'avanzo primario strutturale[18] e, in misura minore, al peggioramento delle proiezioni della spesa connessa con l'invecchiamento della popolazione. In particolare, nelle stime della Commissione europea di maggio del 2018[19], la spesa pensionistica fino al 2040 aumenterebbe di circa tre punti percentuali del prodotto in più rispetto a quanto stimato in precedenza per effetto del quadro macroeconomico e demografico meno favorevole[20]. Tali stime non tengono conto delle nuove norme in materia pensionistica introdotte lo scorso gennaio (tra le quali la "quota 100"). Queste misure consentono una maggiore flessibilità in uscita, ma derogano in parte al principio dell'equità attuariale

[14] Va peraltro rilevato che, alla luce delle più recenti previsioni demografiche e di crescita, la Commissione europea ha effettuato per ciascuno Stato membro il consueto aggiornamento periodico del valore minimo dell'obiettivo di medio termine, che sarà applicato a partire dal 2020; per l'Italia tale obiettivo è diventato più vincolante, passando da un indebitamento netto di mezzo punto percentuale del PIL a un avanzo di 0,5 punti in termini strutturali (sebbene in passato l'Italia avesse scelto come obiettivo il pareggio di bilancio).

[15] Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2018*, Institutional Paper, 94, 2019.

[16] Il livello di rischio di breve periodo è misurato dall'indicatore S0, definito come la probabilità che si verifichino gravi tensioni sul mercato del debito sovrano nei successivi dodici mesi. Tale indicatore è basato su 25 variabili che rispecchiano le condizioni dei conti pubblici, il quadro macroeconomico e la situazione nei mercati finanziari.

[17] Ai fini della valutazione della sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio periodo, l'indicatore S1 è affiancato da un esercizio di analisi della sostenibilità del debito (*debt sustainability analysis*, DSA). L'indicatore S1 misura il miglioramento del saldo primario strutturale da conseguire tra il 2021 e il 2025 per raggiungere nel 2033 un rapporto tra il debito e il prodotto pari al 60 per cento. La DSA analizza il profilo temporale del rapporto tra il debito e il PIL fino al 2029 in uno scenario di base a politiche di bilancio invariate e in diversi scenari alternativi.

[18] Le stime contenute nel rapporto sono coerenti con le previsioni della Commissione europea dell'autunno del 2018, pertanto includono gli effetti della manovra di bilancio indicata dall'Italia nel *Documento programmatico di bilancio 2019* dello scorso ottobre.

[19] Commissione europea, *The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2016-2070)*, Institutional Paper, 79, 2018.

[20] Per l'area dell'euro l'incremento atteso della spesa pensionistica nel medio periodo è stato rivisto al rialzo per circa mezzo punto percentuale del PIL rispetto alle stime del 2015.

dei versamenti e comportano un incremento della spesa pensionistica nel breve e medio periodo nel confronto con la legislazione previgente[21].

La riduzione registrata dall'avanzo primario strutturale e l'aumento atteso della spesa legata all'invecchiamento della popolazione in rapporto al PIL nel medio periodo hanno determinato anche un peggioramento nella valutazione dei rischi nel lungo periodo[22]. Secondo le stime della Commissione europea, per rispettare il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche l'Italia dovrebbe effettuare una correzione strutturale dei conti di circa tre punti percentuali del PIL, mentre nel 2016 tale condizione era verificata anche a fronte di un deterioramento del saldo primario strutturale di quasi un punto percentuale del prodotto.

[21] Tali norme non prevedono alcuna modifica dei requisiti di accesso alla pensione di vecchiaia stabiliti dalla riforma Fornero (cfr. nell'Appendice la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Prestazioni di protezione sociale*).

[22] A differenza dei precedenti rapporti, nella valutazione dei rischi di lungo periodo l'indicatore S2, che misura il miglioramento del saldo primario strutturale necessario per garantire il soddisfacimento del vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche su un orizzonte temporale infinito, viene considerato congiuntamente con i risultati della DSA. In particolare, se quest'ultima indica una categoria di rischio superiore a quella dell'indicatore S2, il rischio complessivo di sostenibilità nel lungo periodo è innalzato di un livello; se invece i risultati della DSA si collocano in una categoria di rischio inferiore a quella dell'indicatore S2, quest'ultima prevale. Rispetto al rapporto del 2016, il livello di rischio segnalato dall'indicatore S2 per l'Italia è salito da basso a medio, mentre i risultati della DSA hanno determinato l'ulteriore passaggio alla classe di rischio elevata.

12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

I recenti interventi in materia di regolamentazione dei mercati, pur con differenze tra i diversi settori, delineano un orientamento nel complesso poco favorevole all'apertura alla concorrenza.

All'inizio del 2019 è stato emanato il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (D.lgs. 14/2019) con l'obiettivo di migliorare l'efficacia della disciplina concorsuale e restituire organicità alla materia. La principale novità riguarda l'introduzione delle procedure di allerta e composizione, che possono favorire la precoce emersione e gestione delle situazioni di crisi; le relative modalità di funzionamento dovranno però essere calibrate in maniera tale da evitare il rischio di liquidazioni precoci.

Nel settore della giustizia civile è proseguita, anche se con minore intensità rispetto al quadriennio precedente, la riduzione del numero di procedimenti pendenti, in particolare di quelli iscritti da oltre tre anni. La durata media dei procedimenti definiti, benché in lieve diminuzione, rimane elevata.

Per rendere più efficace la lotta alla corruzione sono state varate misure che rafforzano gli strumenti di accertamento e repressione. La revisione della prescrizione, pur limitando il rischio di estinzione dei reati, introduce incertezza nei tempi di definizione dei processi penali.

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati

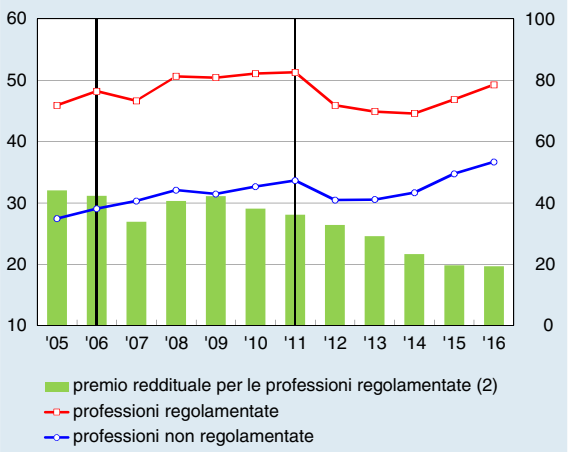
La concorrenza nei servizi. – Come in tutte le principali economie avanzate, anche in Italia negli ultimi anni si è assistito a un lieve incremento della quota dei profitti sul valore aggiunto nel settore dei servizi (dal 17 al 21 per cento tra il 2008 e il 2016). Nel nostro paese ciò deriva prevalentemente da un consolidamento della struttura di mercato, con una crescita della dimensione media delle imprese (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Si riscontrano tuttavia significative differenze settoriali: la quota dei profitti si è ridotta nelle telecomunicazioni e nei servizi professionali; è aumentata nei trasporti e nel commercio.

Nei servizi professionali – cui è riconducibile circa il 6,3 per cento del valore aggiunto nazionale e il 6,6 degli occupati, oltre la metà dei quali in professioni regolamentate – la quota dei profitti è diminuita anche a seguito degli interventi di liberalizzazione adottati dal 2006. Le misure varate nel biennio 2011-12, che hanno ridotto le barriere all'ingresso ed eliminato i vincoli alla libera determinazione delle tariffe in alcune professioni regolamentate, hanno generato un incremento del tasso di

entrata e una contrazione di circa un terzo del premio reddituale legato alla regolamentazione (fig. 12.1)[1]. La recente norma sull'equo compenso (DL 148/2017), benché applicabile a un ristretto novero di rapporti professionali, potrebbe operare in senso opposto.

Figura 12.1

Andamento dei redditi dei liberi professionisti (1)
(migliaia di euro e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze.
(1) Redditi annuali dei liberi professionisti riportati negli studi di settore. Il grafico pone a confronto i compensi dei professionisti che operano in professioni regolamentate con quelli dei professionisti che svolgono mansioni non manuali e non routinarie in professioni non regolamentate. Le barre verdi indicano il premio reddituale legato alla regolamentazione, stimato attraverso una regressione lineare delle retribuzioni annue dei liberi professionisti su un indicatore di regolamentazione. Le linee verticali segnalano i principali interventi di liberalizzazione varati nel periodo (DL 223/2006, DL 138/2011 e DL 1/2012). – (2) Scala di destra.

Nel commercio al dettaglio, che contribuisce alla formazione del valore aggiunto nazionale per il 5,5 per cento, si è assistito a un progressivo aumento della presenza della grande distribuzione: la quota di occupati nelle imprese con almeno 20 addetti è passata dal 13,6 per cento nel 2007 al 32,8 nel 2016, rafforzando una dinamica già in corso nel decennio precedente. A tale crescita hanno contribuito sia i provvedimenti di liberalizzazione varati alla fine degli anni novanta (D.lgs. 114/1998), che hanno rimosso alcuni vincoli all'accesso al mercato delle strutture di maggiore dimensione, sia quelli approvati nel 2011 (DL 201/2011), che hanno esteso agli esercizi commerciali ubicati su tutto il territorio nazionale la possibilità di modulare liberamente gli orari di apertura (cfr. il riquadro: *Gli effetti della liberalizzazione degli orari di apertura degli esercizi commerciali*).

GLI EFFETTI DELLA LIBERALIZZAZIONE DEGLI ORARI DI APERTURA DEGLI ESERCIZI COMMERCIALI

Fino al 2011 la libera determinazione dei giorni e degli orari di attività era riservata ai soli esercizi commerciali ubicati nei comuni turistici. Sfruttando la discontinuità che la riforma del 2011 ha generato estendendo la possibilità di scelta degli orari di apertura ai comuni non turistici, un recente lavoro ha analizzato gli effetti di tale flessibilità sul livello e sulla composizione dell'occupazione nel commercio al dettaglio[1].

Dai dati del Registro statistico delle imprese attive (Asia) si rileva che tra il 2007 e il 2016, in un quadro generale di graduale contrazione del settore del commercio, la riduzione del numero di addetti è stata minore nei comuni interessati dalle misure di

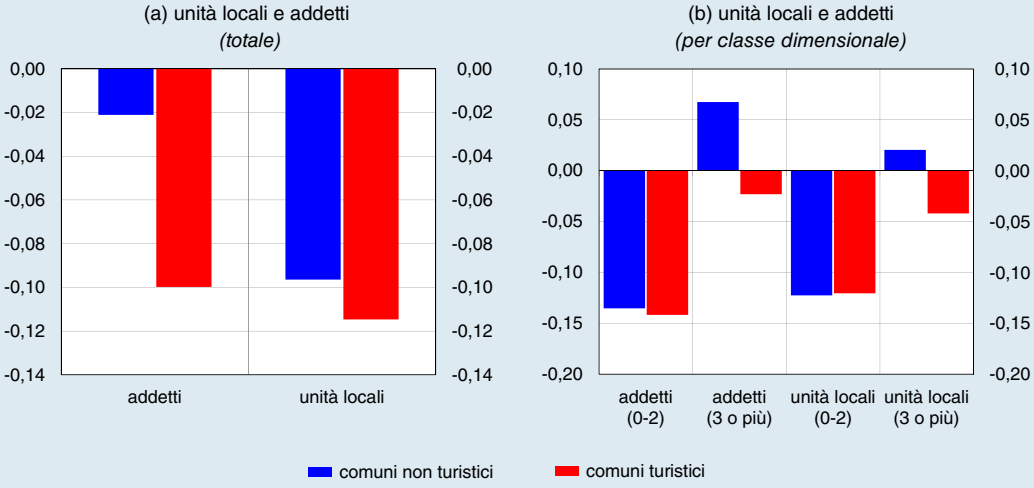
[1] L. Rizzica, G. Roma e G. Rovigatti, *The effects of shop opening hours deregulation: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[1] S. Mocetti, L. Rizzica e G. Roma, *Regulated occupations in Italy: extent and labor market effects*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 495, 2019.

liberalizzazione rispetto agli altri (figura, pannello a); tale differenza è principalmente attribuibile alla dinamica positiva delle unità locali di maggiore dimensione (con almeno tre addetti; figura, pannello b).

Figura

Evoluzione del settore del commercio nei comuni turistici e non turistici (1)
(variazioni percentuali 2007-2016)



Fonte: elaborazioni su dati Asia.
(1) Le unità locali sono state distinte in classi dimensionali a seconda che abbiano meno di 3 o almeno 3 addetti.

Stime econometriche che tengono conto delle diverse caratteristiche strutturali dei singoli comuni mostrano che in quelli interessati dalla liberalizzazione gli occupati nel commercio sono stati circa il 2 per cento in più rispetto a quanto si sarebbe presumibilmente verificato in assenza di tali interventi; l'effetto è in larga parte ascrivibile a una ricomposizione a favore degli esercizi di maggiore dimensione. Un differenziale di analoga entità emerge anche da stime che tengono in considerazione la riallocazione degli esercizi all'interno di uno stesso sistema locale del lavoro tra comuni sottoposti a regimi diversi.

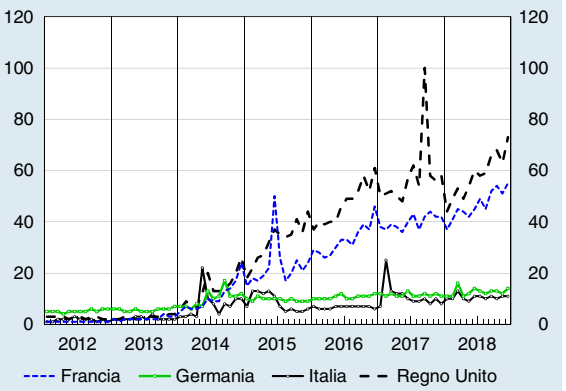
La regolamentazione. – Il processo normativo di apertura dei mercati alla concorrenza, già rallentato negli ultimi anni, non ha fatto registrare progressi significativi nel 2018. I provvedimenti di recente adottati sono stati caratterizzati dalla proroga di affidamenti diretti di beni pubblici (le concessioni idroelettriche e il demanio marittimo) e dall'ulteriore rinvio di alcune misure in favore della concorrenza (nel settore dell'energia e nel trasporto pubblico locale).

A fronte delle nuove sfide e opportunità offerte dall'innovazione tecnologica, in particolare dallo sviluppo di piattaforme digitali per la fornitura di servizi, non si è verificata un'adeguata risposta normativa. Nel caso dei servizi di trasporto passeggeri, diversamente da altri paesi, ostacoli di natura regolamentare – in particolare la presenza di riserve di attività – ne hanno limitato la diffusione (fig. 12.2). Con riferimento al lavoro a chiamata tramite piattaforma, l'assenza di regolamentazione ha invece consentito un rapido sviluppo del settore, in un contesto però assai eterogeneo in termini

di inquadramento contrattuale, e quindi di tutele, dei lavoratori coinvolti. Da un'analisi del comparto dei servizi di consegna dei pasti a domicilio emerge che nel 2017 circa il 23 per cento degli addetti aveva stipulato contratti di collaborazione coordinata e continuativa e il restante 77 era impiegato attraverso collaborazioni occasionali di lavoro autonomo o mediante partita IVA. Tra questi lavoratori, tipicamente giovani e altamente istruiti, solo una quota minoritaria svolgeva tale attività come occupazione principale; quasi il 50 per cento coniugava il lavoro di addetto alle consegne con l'attività di studio; il 20 per cento aveva un altro impiego, generalmente a tempo indeterminato. Tale eterogeneità pone in evidenza la necessità, nella definizione della disciplina applicabile, di contemperare le esigenze di tutela dei lavoratori con quelle di flessibilità organizzativa insite in questo tipo di prestazioni[2].

Figura 12.2

Diffusione delle piattaforme di intermediazione di servizi di trasporto passeggeri (1)
(frequenze relative)



Fonte: elaborazione su dati Google Trends.
(1) Frequenza delle ricerche del termine "uber" sul motore di ricerca Google, dati mensili. I numeri rappresentano l'interesse di ricerca rispetto al punto più alto del grafico in relazione all'area geografica e al periodo considerati.

La regolamentazione dell'attività di impresa

Disciplina della crisi di impresa e dell'insolvenza. – Le procedure di liquidazione delle imprese insolventi si connotano per durate elevate e tassi di recupero contenuti; i procedimenti di ristrutturazione raramente conducono al risanamento aziendale[3]. Per migliorare l'efficacia della disciplina concorsuale e restituire organicità alla materia – interessata da vari cambiamenti negli ultimi quindici anni – è stato promulgato il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza[4]. Le misure entreranno in vigore nell'agosto 2020.

Il Codice agisce lungo tre direttrici principali: (a) introduce procedure cosiddette di allerta, tese a favorire la tempestiva diagnosi delle situazioni di crisi e l'elaborazione di soluzioni negoziali con i creditori; (b) effettua una revisione del concordato preventivo: rafforzando il controllo del giudice, limitandone ulteriormente l'uso a fini liquidatori e circoscrivendo la possibilità di elaborare piani in continuità; (c) ridisegna la procedura di liquidazione con l'obiettivo di ridurne

[2] C. Giorgiantonio e L. Rizzica, *Il lavoro nella gig economy. Evidenze dal mercato del* food delivery *in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 472, 2018.

[3] A. Danovi, S. Giacomelli, P. Riva e G. Rodano, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi di impresa: il concordato preventivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 430, 2018.

[4] Banca d'Italia, *Schema di decreto legislativo recante Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155*, memoria per la Commissione Giustizia del Senato della Repubblica, Roma, 26 novembre 2018.

la durata (ad es. incrementando la flessibilità dei meccanismi di determinazione del prezzo di vendita dei beni), anche se l'ampliamento da due a cinque anni dei termini per la dismissione degli attivi potrebbe agire in senso opposto. L'obiettivo indicato dalla legge delega (L. 155/2017) di accrescere la specializzazione dei giudici è stato invece attuato solo parzialmente.

Riguardo alle procedure di allerta, l'avvio del percorso conciliativo è reso obbligatorio, tra l'altro, al ricorrere di alcuni segnali di squilibrio economico-finanziario; tale impianto costituisce una novità nel panorama comparato. L'individuazione degli indicatori rilevanti e dei relativi valori soglia si prefigura complessa e potrebbe determinare il rischio di indurre liquidazioni precoci[5]. Un'analisi condotta sulle società di capitali mostra come la platea di imprese interessate dalle norme muti sensibilmente al variare dell'indicatore considerato. Ad esempio, nel 2016 circa il 12 per cento delle società presentava un tasso di copertura degli oneri finanziari inferiore a uno. Circoscrivendo l'attenzione a quelle il cui attivo prontamente liquidabile risultava inferiore al passivo a breve termine, la cifra scendeva al 5 per cento. Nel 2013, in una fase negativa del ciclo economico, i corrispondenti valori erano più elevati. A distanza di tre anni circa il 40 per cento delle imprese che allora sarebbero state definite a rischio sulla base di entrambi gli indicatori aveva tuttavia ripristinato il proprio equilibrio economico-finanziario (tav. 12.1).

Tavola 12.1

Indicatori di rischio e situazione economico-finanziaria dopo tre anni (1)
(valori percentuali)

	Tasso di copertura degli oneri finanziari < 1	Tasso di copertura degli oneri finanziari < 1 e attivo prontamente liquidabile < passivo a breve
Società a rischio nel 2013	17	8
di cui dopo 3 anni: in equilibrio	40	41
a rischio	27	17
inattiva	33	42

Fonte: elaborazioni su dati Cerved e INPS.
(1) La popolazione di riferimento è costituita dalle società di capitali potenzialmente assoggettabili alla procedura di allerta avviabile su impulso dell'organo di controllo sulla base dei criteri previsti dal D.lgs. 14/2019 (191.165 società). Sono incluse le società: (a) che risultavano in attività nell'esercizio 2013; (b) i cui bilanci per gli esercizi 2012 e 2013 sono presenti nella base dati Cerved; (c) che secondo i bilanci degli esercizi 2012 e 2013 sono soggette all'obbligo di costituzione dell'organo di controllo (per le srl sono stati utilizzati i nuovi parametri introdotti dal D.lgs. 14/2019 ma, in ragione dei dati disponibili, non si è tenuto conto dei criteri di cui all'art. 2477, comma 3, lett. a) e lett. b) cod. civ.); (d) che in base ai bilanci degli esercizi 2012 e 2013 non soddisfano i criteri per essere classificate come "grandi imprese". Il tasso di copertura degli oneri finanziari è calcolato come rapporto tra il margine operativo lordo e gli oneri finanziari; l'attivo prontamente liquidabile equivale al valore dell'attivo non immobilizzato; il passivo a breve comprende tutte le passività in scadenza entro l'esercizio successivo.

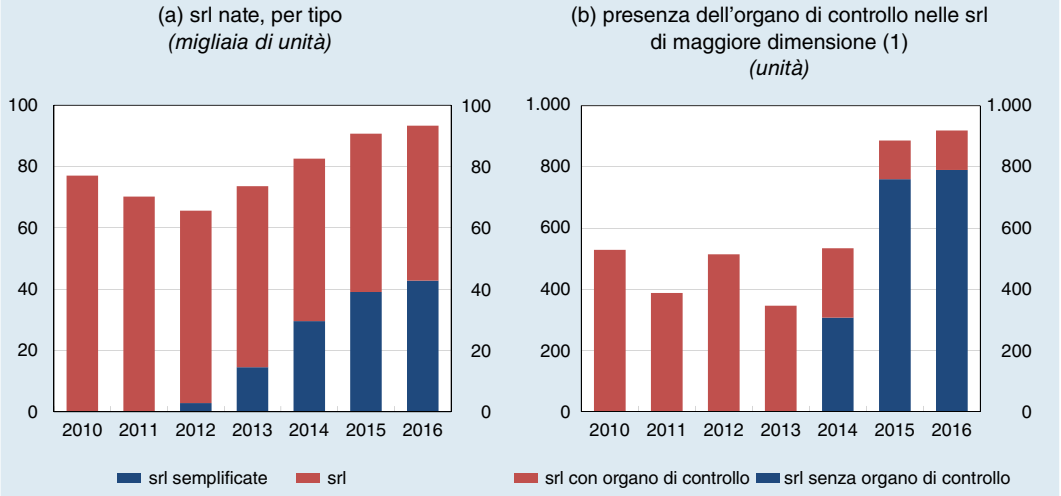
Le società di capitali. – Secondo dati Istat nel 2016 l'incidenza delle società di capitali sul totale delle imprese (inclusi i liberi professionisti e i lavoratori autonomi) era pari al 20 per cento; al 53 in termini di occupati. Tra il 2012 e il 2016, a fronte di una lieve contrazione del totale delle imprese, il numero di società di capitali è cresciuto quasi dell'11 per cento, aumento integralmente ascrivibile alle società a responsabilità limitata (srl). Un forte stimolo all'impiego di srl è giunto dalle misure

[5] E. Brodi, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 440, 2018.

che ne hanno contenuto sia i costi di costituzione sia quelli di gestione. Quanto ai primi, è stata ridotta la dotazione di capitale sociale minimo richiesto[6]; ciò ha portato, tra l'altro, a un crescente ricorso alle srl semplificate, che nel 2016 rappresentavano circa il 46 per cento delle nuove srl (fig. 12.3.a). Riguardo ai secondi, è stato eliminato l'obbligo di costituzione dell'organo di controllo per le società con capitale pari o superiore a 120.000 euro[7]; nell'ultimo anno di osservazione quasi il 90 per cento delle nuove srl non ha nominato sindaci o revisori (fig. 12.3.b)[8].

Figura 12.3

Dinamica demografica e diffusione dell'organo di controllo nelle srl



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.
(1) I dati si riferiscono alle nuove srl costituite con capitale sociale pari o superiore a 120.000 euro.

I costi connessi con l'istituzione dell'organo di controllo sono destinati ad aumentare con le misure introdotte dal D.lgs. 14/2019 che, per rafforzare la struttura organizzativa delle imprese, ha sensibilmente ampliato i casi in cui è imposta la nomina di sindaci o revisori. Sulla base dei nuovi criteri si stima che la percentuale di srl tenute a tale nomina passi dal 3 al 28,5 per cento[9].

Negli assetti proprietari e di governo delle società di capitali non si scorgono segnali di una riduzione dell'elevata concentrazione della proprietà e della significativa coincidenza tra proprietà e gestione. Nel 2016 la partecipazione del primo socio era pari in media a circa due terzi del capitale sociale; gli amministratori detenevano in media quasi la metà del capitale di rischio. Tali caratteristiche sono più pronunciate tra le imprese familiari, la cui incidenza sul totale delle società è cresciuta nell'ultimo decennio, trainata dalle srl semplificate (cfr. il riquadro: *Imprese familiari: diffusione, fattori di contesto e performance*).

6 DL 1/2012 e DL 76/2013.

7 DL 91/2014.

8 A. Baltrunaite, E. Brodi e S. Mocetti, *Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

9 E. Brodi e T. Orlando, *Nomina dell'organo di controllo nelle s.r.l.: un esercizio di quantificazione alla luce dei nuovi parametri dimensionali*, "Crisi d'impresa e insolvenza", 2, 2019, pp. 1-5.

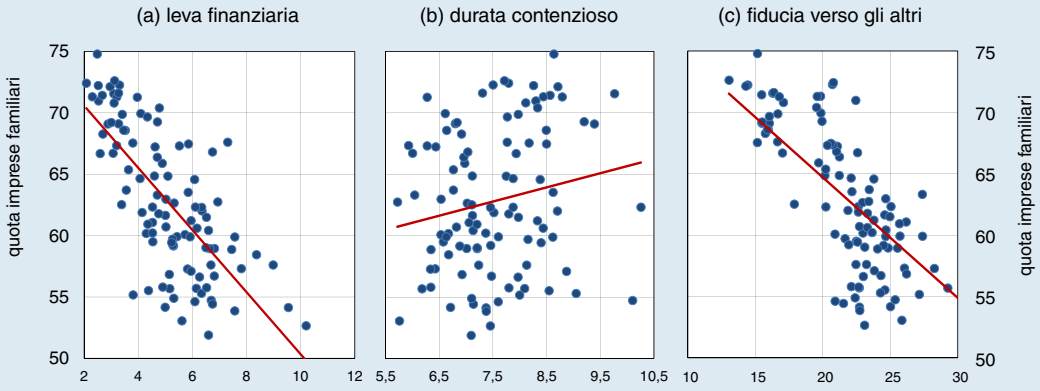
IMPRESE FAMILIARI: DIFFUSIONE, FATTORI DI CONTESTO E PERFORMANCE

Nel sistema produttivo italiano, come nelle altre principali economie europee, si riscontra un'ampia diffusione delle imprese familiari[1]. Anche tra le società di capitali, tali imprese – intese come quelle nelle quali la maggioranza del capitale è detenuta da persone con lo stesso cognome – rappresentavano nel 2016 circa i due terzi del totale[2]. L'incidenza saliva al 74 per cento nel Mezzogiorno, a fronte di valori di poco superiori al 60 per cento nel Centro Nord.

Vari tratti strutturali del contesto operativo sono correlati con la proprietà familiare[3], particolarmente diffusa nelle province caratterizzate da: un più limitato indebitamento, un funzionamento della giustizia meno efficiente e un più basso grado di fiducia verso gli altri (figura). Una maggiore difficoltà a reperire finanziamenti esterni può associarsi infatti a un più frequente ricorso a prestiti interni alla famiglia; al tempo stesso, una debole tutela delle obbligazioni contrattuali o una minore fiducia verso gli altri possono disincentivare le relazioni negoziali e le iniziative imprenditoriali con individui esterni al nucleo familiare.

Figura

Correlazione tra diffusione delle imprese familiari e alcuni fattori di contesto (1)
(dati provinciali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere, Cerved, Ministero della Giustizia e Istat.
(1) L'asse verticale di ciascun pannello riporta la quota delle imprese familiari in valori percentuali. L'accesso al credito è misurato con un indicatore di leva finanziaria, dato dal rapporto tra debito e fatturato per la media delle società di capitali (pannello a); l'efficienza della giustizia è misurata con il logaritmo del numero dei giorni per definire un contenzioso commerciale (pannello b); la fiducia verso gli altri è misurata come percentuale di persone che ritiene di poter riporre fiducia nel prossimo, calcolata utilizzando i dati dell'indagine multiscopo dell'Istat (pannello c). La retta di interpolazione è stimata mediante una regressione lineare semplice.

La proprietà familiare si associa, da un lato, a una più elevata sopravvivenza dell'impresa, probabilmente anche grazie all'importanza attribuita dai proprietari

[1] A differenza degli altri paesi, l'Italia si connota anche per un elevato coinvolgimento diretto dei membri del nucleo familiare nella gestione dell'impresa; cfr. M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

[2] A. Baltrunaite, E. Brodi e S. Mocetti, *Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[3] M. Bianchi, M. Bianco, S. Giacomelli, A.M. Pacces e S. Trento, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2005.

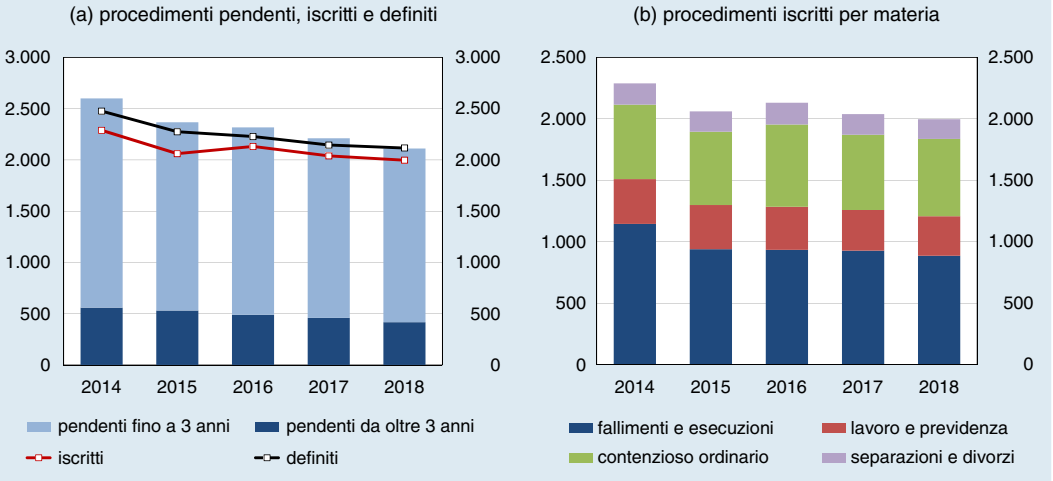
alla trasmissione dell'azienda alle future generazioni; dall'altro lato, è legata a una minore efficienza produttiva, una più bassa attività di investimento e tassi di crescita inferiori. Elaborazioni basate sull'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) mostrano inoltre che tali imprese usano meno frequentemente tecnologie avanzate, quali ad esempio la robotica e l'intelligenza artificiale. Questa minore dinamicità potrebbe derivare sia da una particolare chiusura rispetto all'assunzione di manager esterni al nucleo familiare, sia da una maggiore prudenza nelle scelte di sviluppo dell'azienda. Il divario nella performance di queste imprese rispetto alle altre si accentua per quelle più grandi e più mature, per le quali è probabile che i limiti della gestione familiare, soprattutto in termini di competenze, tendano a prevalere sui vantaggi.

I fattori di contesto

La giustizia civile. – Nel corso dell'ultimo quadriennio è proseguita la diminuzione dei procedimenti pendenti nei tribunali: tra il 2014 e il 2018 il loro numero si è ridotto di circa un quinto. La flessione deriva soprattutto da un'ulteriore, ancorché meno intensa che in passato, contrazione dei procedimenti avviati (-13 per cento circa fra il 2014 e il 2018; fig. 12.4.a). Il calo è principalmente ascrivibile ai fallimenti e alle procedure esecutive, sui quali ha inciso il miglioramento della congiuntura economica, e al contenzioso in materia di lavoro e previdenza, che può aver beneficiato delle semplificazioni normative relative ai contratti a termine e al licenziamento adottate tra il 2012 e il 2015 (fig. 12.4.b)[10].

Figura 12.4

Domanda e offerta di giustizia (1)
(migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.
(1) I dati si riferiscono al totale dei procedimenti presso i tribunali, ad esclusione degli accertamenti tecnici preventivi in materia di previdenza.

[10] L. 92/2012, L. 183/2014, D.lgs. 23/2015; cfr. inoltre F. D'Amuri e R. Nizzi, *Tendenze recenti nel contenzioso in materia di lavoro privato*, "Diritto delle relazioni industriali", 3, 28, 2018, pp. 947-952.

Il DL 87/2018 ("decreto dignità"), che reintroduce maggiori vincoli all'uso del lavoro temporaneo, e la recente decisione della Corte costituzionale in tema di licenziamento (n. 194/2018), potrebbero determinare effetti di segno opposto (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

La durata media dei procedimenti definiti, pur in lieve diminuzione, rimane elevata: nel 2018 nel contenzioso civile ordinario era pari a due anni e quattro mesi, appena tre mesi in meno rispetto al 2014. Nello stesso periodo la quota di procedimenti in corso da oltre tre anni è scesa di circa due punti percentuali (fig. 12.4.a).

Nell'ambito delle procedure esecutive immobiliari si conferma la contrazione dei tempi iniziata con i provvedimenti adottati nel biennio 2015-16 (cfr. *Relazione annuale* sul 2017). La quota di procedimenti con fase di pre-vendita conclusa entro 18 mesi dall'avvio è salita dal 25 per cento nel 2013 al 36 nel 2017; quella di procedimenti con fase di vendita conclusa entro 18 mesi dal 17 al 41 per cento (fig. 12.5).

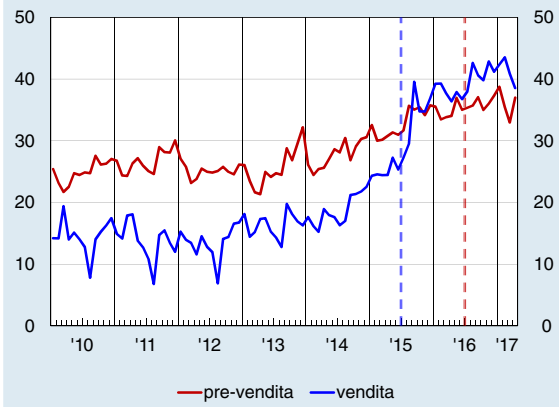
La corruzione. – Dal 2012 sono stati adottati vari provvedimenti volti a inasprire il contrasto alla corruzione agendo sia sul fronte della prevenzione, mediante misure di natura amministrativa, sia su quello della repressione. Ne è derivato un miglioramento della posizione dell'Italia nelle graduatorie internazionali che rilevano la percezione della diffusione della corruzione (fig. 12.6).

La L. 3/2019 ha rafforzato ulteriormente le misure di repressione, in particolare: (a) ha introdotto nuovi strumenti di accertamento

Figura 12.5

Tempi necessari per la chiusura delle fasi di pre-vendita e vendita (1)

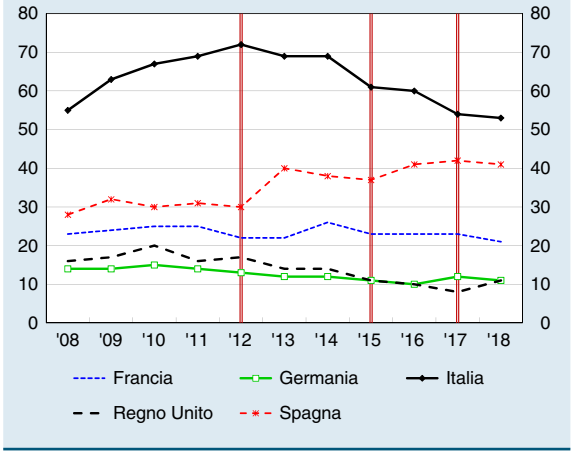
(quota sul totale; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'associazione Tavolo di Studio sulle Esecuzioni Italiane (T6) e Datasinc srl.
(1) La figura riporta, per mese di apertura, la percentuale di procedure esecutive per le quali la fase di pre-vendita e di vendita si è conclusa entro 18 mesi rispetto al totale delle procedure avviate, con l'esclusione di quelle che si sono interrotte entro l'orizzonte considerato senza aver concluso la fase di pre-vendita o di vendita. La linea blu tratteggiata indica il mese di entrata in vigore del DL 83/2015, la linea rossa tratteggiata il mese di entrata in vigore del DL 59/2016.

Figura 12.6

Posizione dei principali paesi europei nella graduatoria dell'indicatore CPI (1)

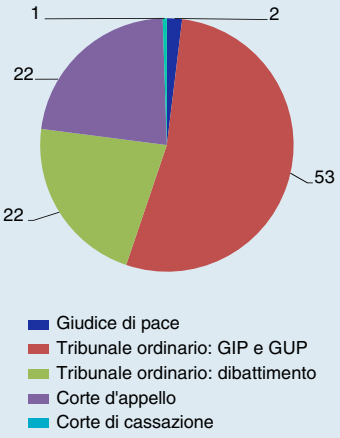


Fonte: elaborazioni su dati Transparency International.
(1) La figura riporta, per ciascun anno, la posizione dei diversi paesi nella graduatoria stilata da Transparency International relativa al livello di corruzione percepita nel paese (*corruption perception index*, CPI). Le linee verticali indicano i principali interventi legislativi in materia anticorruzione adottati nel periodo di riferimento (L. 190/2012, L. 69/2015, L. 103/2017).

delle condotte criminose, prevedendo programmi di clemenza per chi denuncia prontamente un reato contro la Pubblica amministrazione; (b) ha inasprito il regime sanzionatorio, innalzando le pene previste per alcuni illeciti; (c) ha modificato radicalmente l'istituto della prescrizione stabilendone, per tutti i reati, la sospensione dopo il primo grado di giudizio. Allo stato attuale le nuove misure neutralizzerebbero quasi un quarto del totale delle prescrizioni (fig. 12.7). Tuttavia, a fronte del minore rischio di estinzione dei reati, la norma introduce incertezza nei tempi di definizione delle vicende processuali.

Figura 12.7

Incidenza della prescrizione nei procedimenti penali (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia, 2017.
(1) Procedimenti penali prescritti per ufficio, incidenza sul totale delle prescrizioni.

13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita dei prestiti, seppure ancora contenuto, è stato il più elevato dall'avvio della crisi dei debiti sovrani. Dalla seconda parte dell'anno il peggioramento del quadro macroeconomico e finanziario si è tuttavia riflesso rapidamente nella dinamica del credito alle imprese, che è tornato a contrarsi nei primi mesi del 2019.

La consistenza dei crediti deteriorati si è notevolmente ridotta sia in termini assoluti, sia in rapporto al totale dei finanziamenti in seguito a rilevanti operazioni di cessione. Il tasso di deterioramento dei prestiti è sceso su livelli inferiori a quelli del biennio 2006-07.

La riduzione delle rettifiche di valore sui crediti e, in misura minore, il contenimento dei costi operativi hanno favorito l'aumento della redditività, che per le maggiori banche italiane è stata di poco inferiore a quella dei principali intermediari europei.

È proseguita la riorganizzazione della rete distributiva: il numero degli addetti e quello degli sportelli è diminuito, favorendo il contenimento dei costi operativi. Il processo ha interessato soprattutto i cinque maggiori gruppi. Nel 2019 la struttura del settore si è modificata in maniera rilevante a seguito della riforma del credito cooperativo: il numero di banche non appartenenti a gruppi si è ridotto di oltre due terzi.

Gli intermediari hanno incrementato gli investimenti in titoli pubblici italiani nella prima metà dell'anno, in concomitanza con le rinnovate tensioni sul debito sovrano. Il calo dei prezzi dei titoli di Stato ha diminuito il valore dei portafogli valutati al *fair value*; l'effetto sul patrimonio è stato attenuato dalla riallocazione di una quota rilevante dei titoli nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato.

La raccolta degli investitori istituzionali è stata inferiore a quella dello scorso anno, risentendo principalmente del calo di sottoscrizioni di quote di fondi comuni. La flessione ha riguardato anche il segmento dei piani individuali di risparmio (PIR).

LE BANCHE

La struttura dell'industria bancaria

Alla fine del 2018 erano attive in Italia 100 banche incluse in 58 gruppi bancari, 327 banche non appartenenti a gruppi e 78 filiali di banche estere. I gruppi bancari classificati come significativi nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) erano 11, come nel 2017; a questi era riconducibile il 74 per cento del totale delle attività degli intermediari italiani.

Nel primo trimestre del 2019 si è concluso il processo di riforma del settore del credito cooperativo. ICCREA e Cassa Centrale Banca sono divenute capogruppo di due gruppi bancari, ai quali hanno aderito rispettivamente 143 e 84 banche di credito cooperativo (BCC; cfr. il riquadro: *La riforma del credito cooperativo* del capitolo 13 nella *Relazione annuale* sul 2017). Le 39 banche Raiffeisen dell'Alto Adige che non hanno aderito ad alcuno dei due gruppi hanno invece optato per la costituzione di un sistema di protezione istituzionale (*institutional protection scheme*, IPS)[1].

La riforma ha modificato in maniera rilevante la struttura del sistema bancario, che a maggio del 2019 comprende 52 gruppi bancari[2] e 104 banche individuali non appartenenti a gruppi. All'insieme dei gruppi significativi, cui si è aggiunto il gruppo facente capo a Cassa Centrale Banca[3], è riconducibile l'81 per cento delle attività complessive del sistema.

Dalla seconda metà dello scorso decennio gli intermediari stanno riorganizzando la loro presenza territoriale attraverso la riduzione del numero degli sportelli e dei dipendenti. Tra il 2008 e il 2018 il numero di sportelli è sceso di un quarto (a 25.400) e quello degli addetti di poco meno di un quinto (a 280.000). La ristrutturazione della rete distributiva ha interessato quasi esclusivamente le banche appartenenti ai primi cinque gruppi; a questi ultimi è riconducibile anche il 90 per cento della riduzione del numero dei dipendenti. Le altre banche hanno diminuito il numero degli sportelli e dei dipendenti a partire dal 2014, sebbene a un ritmo inferiore rispetto a quello dei primi cinque gruppi.

A seguito della razionalizzazione della rete distributiva, il numero medio di abitanti per sportello è cresciuto del 30 per cento rispetto al 2008 e supera attualmente le 2.200 unità, un valore più elevato di quelli della Francia e della Spagna (circa 1.700 in entrambi i casi), ma inferiore a quello della Germania (quasi 2.800). Gli interventi di riorganizzazione aziendale hanno accresciuto la produttività media del lavoro, che si era notevolmente ridotta tra il 2008 e il 2016 a seguito della caduta dei ricavi dovuta alla crisi. Nel 2018 il valore aggiunto per dipendente è cresciuto del 16 per cento rispetto ai livelli del biennio 2006-07[4].

I guadagni di efficienza sono stati facilitati dalle nuove modalità di interazione con la clientela consentite dalle tecnologie. Tra il 2012 e il 2018 la quota di clienti che può accedere ai servizi bancari attraverso canali digitali è salita dal 48,4 al 74,6 per cento, di cui il 90 per cento con funzioni dispositive, anche grazie alla maggiore estensione della rete internet a banda larga (cfr. il riquadro: *L'impatto della rete internet a banda larga sulle imprese italiane* del capitolo 8). L'offerta di servizi

[1] Nel 2018 è stato introdotto un emendamento al progetto originario di riforma che ha permesso a 39 banche Raiffeisen di costituire un IPS, in luogo dell'adesione a un gruppo bancario cooperativo. L'istituzione di un IPS non determina la costituzione di un gruppo, ma prevede il sostegno patrimoniale e di liquidità tra le banche aderenti, nonché il riconoscimento di taluni benefici regolamentari.

[2] La riduzione del numero dei gruppi bancari nel primo trimestre del 2019 è una conseguenza diretta del perfezionamento della riforma del settore cooperativo, poiché sette gruppi bancari cooperativi hanno aderito a una delle due entità neocostituite.

[3] Il gruppo bancario ICCREA era già classificato come significativo prima della riforma.

[4] Il valore aggiunto è definito come differenza tra il margine di intermediazione e i costi operativi diversi da quelli per il personale in servizio. Si escludono quindi le spese relative all'esodo volontario, al pensionamento anticipato di parte dei dipendenti e alla remunerazione degli amministratori.

bancari attraverso questi canali è più diffusa nell'ambito dei servizi di pagamento, della gestione del risparmio e, in misura minore, della concessione di finanziamenti alle famiglie.

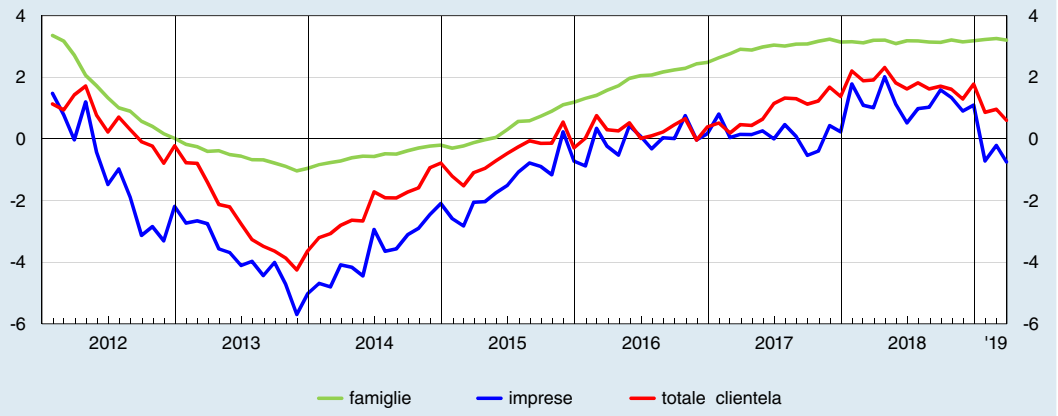
Da un'indagine regionale condotta dalle Filiali della Banca d'Italia emerge che circa la metà delle banche italiane ha programmato progetti ad alto contenuto innovativo (FinTech), soprattutto nel campo dei servizi di pagamento e in quello della gestione del risparmio. Le iniziative già avviate riguardano prevalentemente gli intermediari di maggiore dimensione.

Le attività

Il credito. – Nel 2018 i prestiti delle banche italiane sono aumentati dell'1,8 per cento (1,4 nel 2017), il valore più elevato dall'avvio della crisi dei debiti sovrani (fig. 13.1). La crescita è stata più sostenuta nella prima parte dell'anno; nei mesi successivi ha risentito sia di un lieve peggioramento delle condizioni di accesso al credito sia di un indebolimento della domanda di finanziamenti da parte delle imprese (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2019).

Figura 13.1

Prestiti bancari alla clientela (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Per marzo 2019 dati provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*.

La crescita del credito alle famiglie (3,2 per cento) è stata sostenuta dai bassi tassi di interesse e dal positivo andamento delle transazioni immobiliari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019); secondo le valutazioni degli intermediari le condizioni di offerta sono rimaste complessivamente accomodanti, registrando solo nell'ultimo trimestre un lieve irrigidimento.

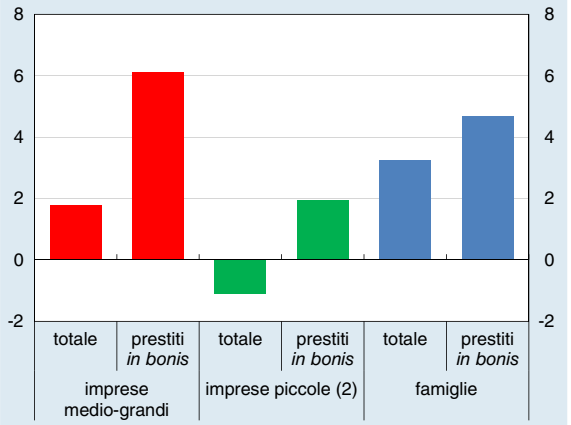
Alla fine del 2018 i finanziamenti alle famiglie erano pari al 39,4 per cento del totale dei prestiti concessi dalle banche al settore privato non finanziario. Dal 2008

questa quota è progressivamente aumentata: nel decennio l'incremento è stato pari a 7,6 punti percentuali per effetto sia del graduale aumento della quota dei mutui residenziali (dal 21,7 al 25,1 per cento), sia della forte espansione, dalla metà del 2015, del credito al consumo (dal 4 al 7,2 per cento). La quota rimane tuttavia inferiore di circa 20 punti percentuali a quella delle banche tedesche e spagnole, di 13 rispetto a quella delle banche francesi. Il divario è spiegato quasi interamente dai prestiti destinati all'acquisto di abitazioni.

Nel 2018 i prestiti alle imprese hanno registrato un'accelerazione (1,1 per cento rispetto allo 0,2 del 2017): il tasso di crescita ha raggiunto il 2 per cento a metà anno; si è successivamente ridotto in seguito all'inversione del ciclo. L'aumento dei finanziamenti ha interessato esclusivamente i prestiti alle aziende con più di 20 addetti, saliti dell'1,6 per cento, mentre quelli alle imprese più piccole sono diminuiti dell'1,1 per cento. Escludendo i debitori insolventi, nei confronti dei quali il credito diminuisce fisiologicamente, i prestiti sono aumentati per tutte le classi dimensionali, ma si amplia a 4,2 punti percentuali il divario tra i tassi di crescita dei prestiti alle imprese medio-grandi e a quelle piccole (fig. 13.2).

Figura 13.2

Tassi di crescita dei prestiti bancari totali e dei prestiti bancari *in bonis*, dicembre 2018 (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.
(1) Esposizioni *in bonis* a dicembre 2019 che nell'arco dei 12 mesi considerati non hanno registrato segnali di deterioramento. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

I tassi di interesse applicati alle imprese sono rimasti su livelli contenuti nel confronto storico; rimane rilevante la differenza tra i costi di finanziamento delle imprese piccole rispetto a quelle più grandi, anche a parità di classe di rischio (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). Le condizioni di offerta sono state favorevoli; soltanto nell'ultimo trimestre del 2018 le banche hanno lievemente ristretto le condizioni di accesso al credito, con effetti tuttavia limitati sul costo dei finanziamenti a causa dell'elevata concorrenza tra gli intermediari.

Nel primo trimestre del 2019 i prestiti alle imprese si sono ridotti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019). I sondaggi condotti presso le banche indicano sia un lieve inasprimento delle condizioni di accesso al credito, in termini di margini e garanzie richieste, sia una minore domanda di credito bancario. L'abolizione a partire dal 2019 dell'Aiuto alla crescita economica (ACE), del quale beneficiavano anche gli intermediari, potrebbe aumentare il costo del credito bancario (cfr. il riquadro: *L'effetto della tassazione sul costo complessivo del credito nel periodo 1998-2017*).

L'EFFETTO DELLA TASSAZIONE SUL COSTO COMPLESSIVO DEL CREDITO NEL PERIODO 1998-2017

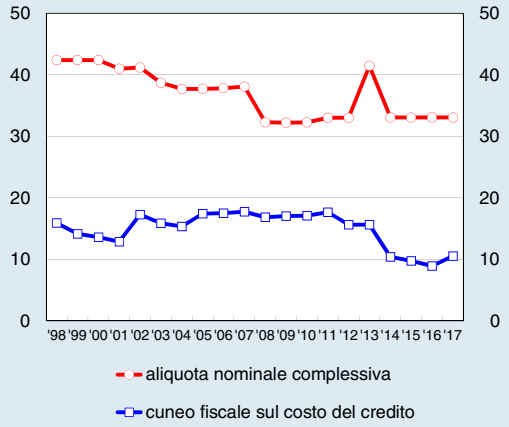
Gli oneri fiscali sostenuti dalle banche sono una componente di costo rilevante nell'erogazione del credito, indicata nella letteratura economica come cuneo fiscale; quest'ultimo dipende principalmente dalle aliquote e dalle basi imponibili delle imposte sui profitti realizzati dalle banche.

Il cuneo fiscale che grava sui finanziamenti delle banche italiane è stato stimato per il periodo 1998-2017 con un modello strutturale che descrive il comportamento del settore bancario nella concessione di prestiti; nell'ipotesi di invarianza del costo delle risorse finanziarie (debito e capitale proprio), il modello individua gli effetti delle modifiche alle norme fiscali sull'andamento del costo del credito[1].

La figura mostra l'evoluzione del rapporto tra il cuneo fiscale e il tasso di interesse pagato dai debitori nel periodo 1998-2017[2]; tale indicatore consente un confronto diretto con l'aliquota nominale di tassazione dei profitti (Ires e IRAP). Nel periodo considerato il cuneo fiscale medio è stato di 70 punti base, con un'incidenza rispetto al tasso di interesse pagato dai debitori pari al 15 per cento[3]. La dinamica del cuneo fiscale in percentuale del costo del credito si è differenziata notevolmente da quella dell'aliquota nominale complessiva che grava sulle banche a causa dei cambiamenti delle norme fiscali sulle basi imponibili. Dal 2002 al 2011, nonostante un calo di 8 punti percentuali dell'aliquota nominale, il cuneo è rimasto sostanzialmente stabile in rapporto al costo del credito, in larga parte a causa di limiti alla deducibilità delle

Figura

Cuneo fiscale rispetto al costo del credito e aliquota nominale complessiva sui profitti delle banche nel periodo 1998-2017



[1] E. Zangari e E. Pisano, *Forward-looking effective tax rates in the banking sector*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. Il lavoro esamina la dinamica e la composizione del cuneo fiscale nel periodo 1994-2017 con un modello di prezzo dei prestiti simile a quello utilizzato, tra gli altri, da D. Elliot, S. Salloy, S. e A.O. Santos, *Assessing the cost of financial regulation*, IMF Working Paper, 233, 2012. I risultati riportati nel riquadro riguardano il periodo successivo all'introduzione dell'IRAP, avvenuta nel 1998. Al fine di identificare il solo effetto dei cambiamenti delle norme fiscali sul costo del credito, i parametri economici del modello (costo del debito, costo del capitale proprio, rapporto tra capitale proprio e prestiti, tasso di svalutazione dei crediti) sono assunti costanti e pari alla media dei valori annuali. Analisi di sensitività mostrano che le variazioni del cuneo fiscale sono poco sensibili alle ipotesi sul costo finanziario del prestito.

[2] Tale rapporto corrisponde all'aliquota marginale effettiva, utilizzata in letteratura per misurare la tassazione sul prestito "marginale", ossia il prestito che garantisce un rendimento esattamente uguale al costo delle risorse finanziarie e della tassazione (cfr. M.P. Devereux, *Measuring taxes on income from capital*, CESifo Working Paper Series, 962, 2003).

[3] In altri termini, su un tasso di interesse medio pagato dai debitori nel periodo considerato pari al 4,6 per cento, circa 0,7 punti percentuali (il 15 per cento) sono riconducibili al cuneo fiscale.

rettifiche su crediti divenuti più stringenti. A partire dal 2012, a fronte di un'aliquota nominale pressoché invariata (con l'eccezione dell'addizionale Ires del 2013), si è registrata invece una riduzione significativa del cuneo, dovuta principalmente ai minori vincoli alla deducibilità delle rettifiche su crediti e alla modifica del trattamento fiscale del capitale proprio prevista dall'Aiuto alla crescita economica (ACE).

I limiti alla deducibilità delle rettifiche su crediti, in vigore fino al 2015, hanno rappresentato una componente rilevante del cuneo fiscale: nel periodo 1998-2012 hanno accresciuto in media l'incidenza del cuneo fiscale sul costo del credito di circa 3 punti percentuali. A partire dal 2013 il contributo al cuneo fiscale di questa componente è gradualmente diminuito, fino ad annullarsi; ciò ha comportato una riduzione di circa 15 punti base del tasso di interesse complessivo sopportato dai debitori bancari e la conseguente eliminazione di un'anomalia del sistema fiscale italiano.

Un'altra componente rilevante del cuneo è dovuta al trattamento fiscale sfavorevole del finanziamento con capitale proprio, a causa della deducibilità dei soli interessi sul debito. Dalla fine del 2011 l'ACE ha diminuito tale asimmetria, consentendo la deduzione dalla base imponibile dell'Ires di un rendimento del capitale proprio stabilito dal legislatore. Nel periodo 2012-17 questa misura ha ridotto l'incidenza del cuneo fiscale sul costo del credito in media di poco meno di 3 punti percentuali, contribuendo a un calo dei tassi di interesse pagati dai debitori di circa 12 punti base. L'effetto è cambiato nel tempo a causa delle modifiche apportate al tasso di rendimento del capitale proprio, che è stato prima aumentato tra il 2014 e il 2016 e in seguito drasticamente ridimensionato. Dal 2019 l'ACE è stato abrogato.

Attualmente, data la completa deducibilità delle rettifiche su crediti, il cuneo fiscale è dovuto pressoché interamente all'indeducibilità del costo del capitale proprio.

I titoli. – Alla fine del 2018 i titoli detenuti dalle banche emessi da controparti non bancarie erano pari a poco meno di 600 miliardi di euro; i titoli pubblici italiani ammontavano al 63,1 per cento del totale, mentre la restante parte era in prevalenza costituita da titoli relativi ad attività proprie cartolarizzate e non cancellate dai bilanci (17 per cento), da titoli pubblici di paesi dell'area dell'euro (7,5 per cento) e da titoli emessi da società non finanziarie (1,5 per cento).

Nel 2018 le consistenze di titoli sono cresciute del 13,7 per cento, prevalentemente per i maggiori acquisti netti di titoli di Stato (oltre 50 miliardi) concentrati nel periodo successivo al forte rialzo dei loro rendimenti avvenuto in maggio. Nel 2012, durante la fase più acuta della crisi dei debiti sovrani, gli acquisti netti sono stati pari a 100 miliardi. La vita media residua dei titoli di Stato nel portafoglio delle banche, pari a 4,9 anni alla fine del 2018, è leggermente diminuita nel corso dell'anno.

Per ridurre l'impatto in conto economico e sul patrimonio delle variazioni di valore dei titoli pubblici gli intermediari ne hanno allocato una quota crescente nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato; l'incidenza di titoli pubblici in questo portafoglio è aumentata dal 27,2 al 55,6 per cento; l'incremento è stato maggiore per le banche meno significative (dal 30,7 al 74,1 per cento). Questa decisione pone tuttavia maggiori vincoli a un'eventuale vendita dei titoli sul mercato secondario.

La quota di titoli pubblici sul totale degli attivi è cresciuta di 1,3 punti percentuali rispetto alla fine del 2017, all'11,5 per cento, un valore prossimo al picco della metà del 2016 e ampiamente superiore a quello della media delle banche dell'area dell'euro (4,7 per cento). Le banche significative detengono l'8,5 per cento delle attività in titoli pubblici, di cui l'80 per cento in titoli italiani. Per le banche meno significative – che strutturalmente hanno un'eccedenza dei depositi rispetto agli impieghi – l'incidenza dei titoli pubblici è maggiore (21 per cento) e riguarda quasi esclusivamente i titoli di Stato italiani.

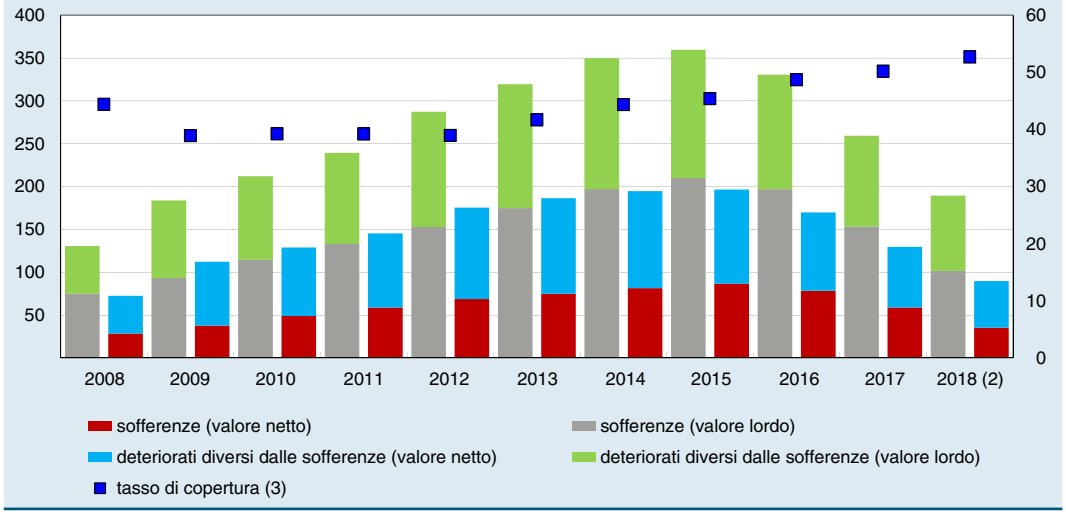
I crediti deteriorati

Nel 2018 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei crediti è diminuito di mezzo punto percentuale, all'1,6 per cento, un valore inferiore a quelli registrati prima della crisi finanziaria del 2008; nel primo trimestre del 2019 è ulteriormente sceso all'1,3 per cento. Negli ultimi anni il calo dell'indicatore ha riflesso sia un miglioramento della congiuntura, sia una maggiore selettività degli intermediari che hanno orientato l'erogazione dei prestiti verso le aziende meno rischiose. L'indebolimento del ciclo economico potrebbe pertanto comportare effetti sulla qualità del credito più contenuti rispetto al passato.

Nel corso dell'anno i crediti deteriorati si sono ridotti in misura marcata, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore. Alla fine del 2018 le consistenze nette erano pari a 90 miliardi, circa 40 in meno rispetto all'anno precedente; la loro incidenza sul totale dei crediti è diminuita dal 6,1 al 4,3 per cento[5]. Le sofferenze nette erano pari a 35 miliardi e costituivano l'1,7 per cento del totale del credito bancario (fig. 13.3).

Figura 13.3

Qualità del credito delle banche e dei gruppi bancari italiani: importi e tasso di copertura dei crediti deteriorati (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (2) Dati provvisori. – (3) Scala di destra.

[5] Nello stesso periodo i crediti deteriorati lordi sono diminuiti da 259 a 190 miliardi.

Le operazioni di cessione, pari a circa 55 miliardi al lordo delle rettifiche e in crescita di 13 miliardi rispetto al 2017, hanno contribuito in misura significativa alla diminuzione dei crediti deteriorati. Anche i tempi di recupero delle posizioni classificate in sofferenza si stanno gradualmente riducendo (cfr. il riquadro: *I tempi di estinzione dei crediti in sofferenza verso le imprese*).

I TEMPI DI ESTINZIONE DEI CREDITI IN SOFFERENZA VERSO LE IMPRESE

I tempi di recupero dei crediti in sofferenza verso le imprese variano notevolmente sia per effetto delle principali caratteristiche del prestito e del debitore, sia in relazione all'efficienza del contesto istituzionale e alle politiche di gestione dei crediti deteriorati adottate dalle banche.

Attraverso un'analisi condotta sui dati rilevati dalla Centrale dei rischi, relativi ai finanziamenti alle imprese classificati per la prima volta a sofferenza tra il 2005 e il 2016, è stato misurato il tempo intercorso tra l'iscrizione a sofferenza e la cessazione della segnalazione da parte della banca creditrice (tempo di estinzione)[1]. L'analisi è limitata alle sofferenze non cedute, che rappresentano circa i tre quarti dei crediti classificati per la prima volta a sofferenza nel periodo esaminato, e tiene conto di alcune caratteristiche dell'esposizione (importo e presenza o meno di una garanzia reale), dell'impresa debitrice (forma giuridica, settore e provincia di sede, ricorso al multiaffidamento) e della classe dimensionale della banca che ha erogato il finanziamento[2].

I risultati indicano che il tempo di estinzione è mediamente più lungo per le esposizioni di importo maggiore e per quelle nei confronti di imprese multiaffidate o del settore delle costruzioni (superiore di oltre il 10 per cento rispetto al comparto manifatturiero e a quello dei servizi). Vi è un'ampia eterogeneità territoriale in relazione alla sede dell'azienda debitrice: a parità di altre caratteristiche, una sofferenza nei confronti di un'impresa con sede in una delle cinque province in cui i tempi di estinzione sono più brevi, localizzate nel Nord del Paese, si estingue in circa metà del tempo necessario nelle cinque province in cui i tempi sono più lunghi, tutte nel Centro e nel Mezzogiorno (figura, pannello a). I divari territoriali osservati sono coerenti con le evidenze sulla durata media dei fallimenti e delle procedure esecutive immobiliari[3].

L'analisi mostra inoltre che il tempo di estinzione ha subito significative variazioni nel periodo in esame: è aumentato in concomitanza con il rapido incremento delle insolvenze delle imprese e dei procedimenti di recupero avviati presso gli uffici giudiziari, raggiungendo un massimo nel biennio 2011-12; è successivamente

---

1 E. Bonaccorsi di Patti, C. Demma, D. Dottori e G. Micucci, *Bad loan closure times in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. La cessazione della segnalazione della sofferenza avviene in conseguenza di uno stralcio, a seguito di una delibera della banca creditrice per registrare la perdita al termine delle procedure di recupero oppure di una cessione; in una quota residuale di casi la sofferenza non viene più rilevata senza che si registri alcuna segnalazione di perdita o cessione.

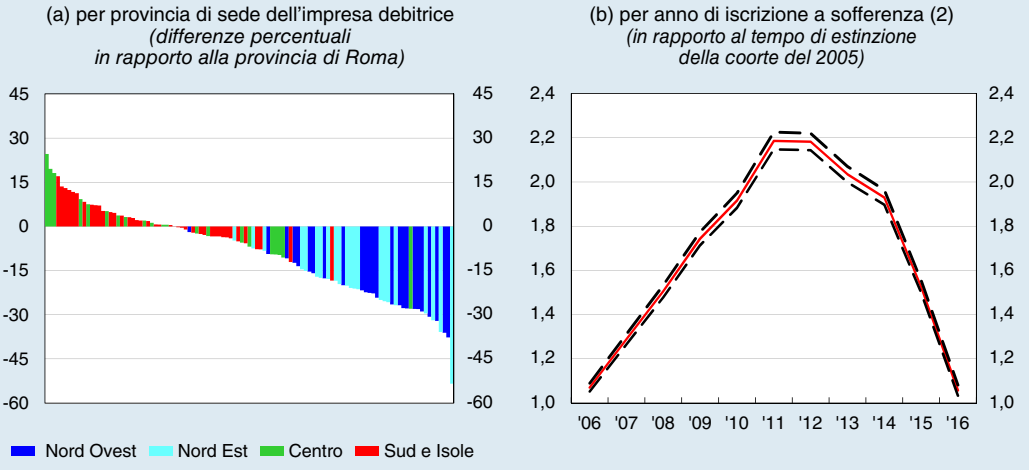
2 Le stime si basano su un modello di sopravvivenza in cui nel periodo considerato le osservazioni passano dallo stato iniziale, definito dall'ingresso in sofferenza, allo stato finale individuato dall'estinzione della sofferenza; per le posizioni cedute l'estinzione è considerata come non osservabile.

3 Cerved, *La durata dei fallimenti chiusi e delle esecuzioni immobiliari in Italia nel 2016*, 2018.

diminuito, tornando nel 2016 a un valore simile a quello iniziale (figura, pannello b). La durata mediana stimata era pari a 5,4 anni nel 2005, a 11,9 nel 2011-12 e a 5,7 nel 2016[4]. Alla riduzione negli ultimi anni potrebbero avere contribuito l'adozione di prassi di gestione dei crediti deteriorati più attive da parte degli intermediari e le misure volte a incrementare l'efficienza dei tribunali[5].

Figura

Tempi di estinzione delle sofferenze verso imprese (1)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi.
(1) La stima del tempo di estinzione è stata ottenuta con un modello parametrico log-normale di durata. – (2) Le linee tratteggiate rappresentano gli intervalli di confidenza al 95 per cento.

[4] La durata mediana attesa è definita come il periodo di tempo in corrispondenza del quale la probabilità che una sofferenza si estingua prima o dopo è pari al 50 per cento.

[5] S. Giacomelli, S. Mocetti, G. Palumbo e G. Roma, *La giustizia civile in Italia: le recenti evoluzioni*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 401, 2017.

L'incidenza dei crediti deteriorati delle banche meno significative italiane (*Less Significant Institutions*, LSI) sul totale dei finanziamenti, pari al 6,4 per cento al netto delle rettifiche di valore, rimane superiore a quella del resto del sistema. Le LSI con un'elevata quota di crediti deteriorati hanno pianificato per il prossimo triennio una loro riduzione del 25 per cento e un calo di oltre due punti percentuali della loro incidenza sul complesso dei finanziamenti. Un contributo rilevante deriverebbe dalle cessioni; i recuperi e i rientri *in bonis* dovrebbero sostanzialmente compensare i nuovi ingressi (cfr. il riquadro: *I piani di riduzione dei crediti deteriorati delle banche meno significative,* in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

Il tasso di copertura, misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare delle esposizioni deteriorate lorde, è salito di circa 2,5 punti percentuali, al 52,7 per cento[6]; quello delle sole sofferenze è cresciuto di quasi 3 punti percentuali,

[6] Il tasso di copertura, salito al 54,5 per cento alla fine di giugno, si è ridotto nel secondo semestre dell'anno per effetto di ingenti cessioni di sofferenze con elevati tassi copertura (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

al 65,4 per cento. All'aumento dell'indicatore ha contribuito l'entrata in vigore del principio contabile IFRS 9 (cfr. il riquadro: *L'impatto del nuovo principio contabile IFRS 9*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017), che richiede tra l'altro di incorporare le possibili previsioni di vendita nel calcolo degli accantonamenti. Alla fine dell'anno il rapporto tra i crediti deteriorati netti e il capitale di migliore qualità era sceso di quasi un terzo rispetto a dicembre del 2017, al 50 per cento.

Nel corso del 2018 e nei primi mesi del 2019 sono state assunte diverse iniziative normative e di supervisione in materia di gestione dei crediti deteriorati delle banche europee. In luglio la Banca centrale europea (BCE) ha reso noti i criteri con i quali valuterà l'appropriatezza degli accantonamenti effettuati dalle banche significative sulle consistenze dei crediti deteriorati, con l'obiettivo di allinearne nel medio periodo i livelli di copertura a quelli già stabiliti per i crediti divenuti deteriorati dal 1° aprile del 2018 (una misura cosiddetta di secondo pilastro). Nell'emendamento al regolamento sui requisiti di capitale è stata prevista una norma (di primo pilastro) che prevede per tutte le banche dell'Unione europea (UE) l'obbligo, a fini prudenziali, di svalutare integralmente i nuovi crediti deteriorati non garantiti, quelli garantiti da beni non immobili e quelli garantiti da immobili in tre, sette e nove anni, rispettivamente; la misura si applica ai crediti erogati dopo l'entrata in vigore del regolamento, avvenuta ad aprile del 2019, nel momento in cui vengano classificati tra i deteriorati. Queste misure avranno presumibilmente un impatto maggiore per le banche dei paesi, come l'Italia, dove i tempi di recupero sono mediamente più lunghi. La durata delle procedure tuttavia si sta riducendo grazie agli specifici provvedimenti legislativi adottati nel nostro paese nel biennio 2015-16; ulteriori benefici potrebbero derivare dall'entrata in vigore del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (D.lgs. 14/2019; cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

La raccolta

Nel 2018 la raccolta complessiva delle banche è aumentata dell'1,4 per cento (fig. 13.4). La provvista all'ingrosso, che alla fine dell'anno rappresentava quasi un quarto del totale, è cresciuta del 10,6 per cento. L'incremento è attribuibile per circa due terzi all'aumento delle passività nette verso controparti centrali – per finanziare a tassi contenuti gli acquisti di titoli di Stato (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018) – e per la restante parte alla crescita dei depositi detenuti da banche estere.

La raccolta obbligazionaria all'ingrosso è invece diminuita del 3,2 per cento: le tensioni nel mercato dei titoli di Stato hanno infatti limitato le emissioni sui mercati internazionali, in particolare quelle di titoli subordinati computabili ai fini del requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL).

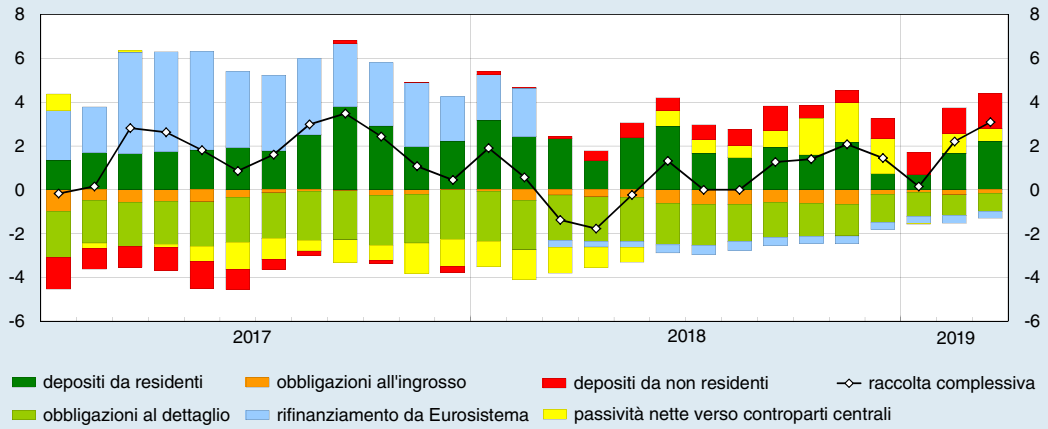
Le passività verso l'Eurosistema sono diminuite (-3,0 per cento); in dicembre erano pari a circa il 10 per cento della raccolta complessiva.

La raccolta al dettaglio si è lievemente ridotta (-0,8 per cento); alla fine dell'anno era pari a circa due terzi della provvista complessiva. È proseguita la sostituzione delle obbligazioni con depositi in conto corrente. A partire dal 2011 l'aumento dei

Figura 13.4

Crescita della raccolta in Italia: contributi delle diverse componenti (1)

(punti percentuali; variazioni sui 12 mesi)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Non sono considerate le passività nei confronti delle Istituzioni finanziarie monetarie residenti. Le passività nette nei confronti delle controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

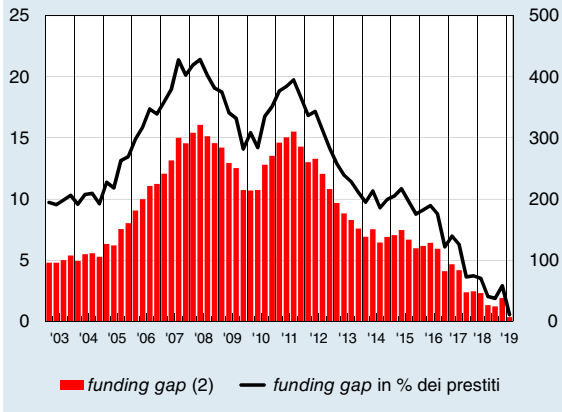
depositi ha sostanzialmente compensato il calo delle consistenze di obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

La quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) è scesa di 0,8 punti percentuali rispetto al 2017, al 2,9 per cento (fig. 13.5), e di oltre 15,4 punti dal picco del 2011. Alla contrazione ha contribuito soprattutto la debole dinamica dei prestiti detenuti nei bilanci degli intermediari, che ha ridotto le necessità di provvista. Il *funding gap* è rimasto invariato all'11,4 per cento per le banche significative, per le quali la flessione dei prestiti è stata compensata dalla minore raccolta al dettaglio; per le banche meno significative l'indicatore è rimasto ampiamente negativo (-29,8 per cento).

Figura 13.5

***Funding gap* delle banche italiane** (1)

(valori percentuali e miliardi di euro)



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse Cassa depositi e prestiti spa e le filiali di banche estere in Italia.
(1) Prestiti a residenti meno raccolta al dettaglio (depositi da residenti più obbligazioni collocate presso le famiglie). Gli ultimi dati si riferiscono alla fine di febbraio 2019. – (2) Scala di destra.

Nel 2018 il costo medio della raccolta si è ridotto di dieci punti base, al minimo storico dello 0,19 per cento. Il calo è attribuibile, in parti uguali, alla ricomposizione della raccolta verso fonti di provvista meno costose, quali i depositi alla clientela e i finanziamenti sul mercato interbancario, e alla riduzione dei costi delle diverse componenti della raccolta bancaria. In particolare il tasso medio corrisposto sui depositi è sceso dallo 0,19 allo 0,13 per cento

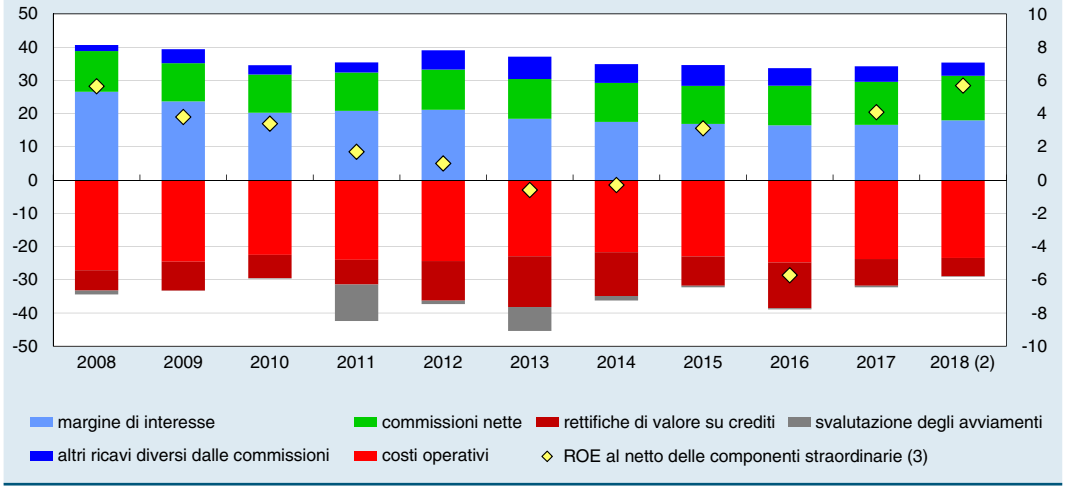
e quello sulle obbligazioni dal 2,6 al 2,4 per cento. Nel secondo semestre dell'anno il costo delle nuove emissioni obbligazionarie, di importo limitato, ha risentito tuttavia delle tensioni nel mercato dei titoli di Stato italiani (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

La redditività e il patrimonio

La redditività. – Nel 2018 il rendimento del capitale (*return on equity*, ROE) delle banche e dei gruppi bancari, al netto dei proventi di natura straordinaria, è salito al 5,7 per cento, dal 4,1 del 2017 (fig. 13.6). Il ROE delle maggiori banche è risultato di poco inferiore a quello dei principali intermediari europei.

Figura 13.6

Principali voci di conto economico delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) In rapporto al capitale medio dell'anno. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Scala di destra.

Il fattore che ha contribuito maggiormente al miglioramento della redditività è stato il calo delle rettifiche di valore sui crediti, che ha portato il costo medio del rischio – misurato dal rapporto tra rettifiche e ammontare medio dei crediti – al livello più basso dell'ultimo decennio (0,7 per cento).

Il ROE è migliorato anche grazie alla riduzione dei costi operativi, diminuiti del 3,9 per cento, per effetto della forte flessione degli oneri per il personale (7,6 per cento). Al netto delle spese non ricorrenti contabilizzate nel 2017 in relazione all'esodo volontario e al pensionamento anticipato di parte dei dipendenti[7], i costi complessivi e le spese per il personale sarebbero diminuiti del 2,1 e del 3,3 per cento, rispettivamente. Alla fine del 2018 l'incidenza dei costi operativi sul margine di intermediazione era scesa di tre punti percentuali rispetto al 2017, al 66,2 per cento per il totale del sistema bancario e al 64,3

[7] Tali oneri sono stati sostenuti nell'ambito di un processo di razionalizzazione che ha fatto seguito a operazioni di aggregazione.

per le banche significative. Per queste ultime il rapporto è in linea con la media di un campione di grandi banche europee[8].

Il margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2017 (0,6 per cento); sono aumentati il margine di interesse (5,5 per cento) e le commissioni nette (1,5 per cento), mentre si sono ridotti gli utili da negoziazione e da cessione di attività finanziarie (-4,1 per cento). Nonostante l'aumento, il primo da sei anni, il margine di interesse rimane inferiore del 13,1 per cento rispetto al valore del 2011: il calo degli interessi attivi, superiore al 40 per cento, è stato solo parzialmente compensato dalla diminuzione degli interessi passivi. Quest'ultima è stata determinata per circa tre quarti dal calo dei costi unitari di provvista e per la restante parte dalla ricomposizione tra fonti di finanziamento, in particolare tra obbligazioni e depositi.

Nel 2018 quasi la metà delle commissioni delle banche significative è derivata dall'attività di gestione e intermediazione del risparmio, soprattutto dal collocamento e dalla distribuzione di quote di fondi comuni e polizze assicurative di società del gruppo o di terzi. Il contributo ai ricavi dei servizi di collocamento di titoli delle imprese è rimasto contenuto (cfr. il riquadro: *Le banche e l'attività di collocamento dei titoli delle imprese*).

LE BANCHE E L'ATTIVITÀ DI COLLOCAMENTO DEI TITOLI DELLE IMPRESE

Il ricorso delle imprese italiane al mercato dei capitali è cresciuto significativamente nell'ultimo decennio: tra la fine del 2007 e il 2018 queste hanno emesso titoli azionari e obbligazionari per un ammontare medio di 30 miliardi l'anno[1], 6 in più rispetto al periodo 2000-07[2].

Alla crescita delle emissioni azionarie e obbligazionarie delle imprese non è corrisposto un aumento del peso e del numero delle banche italiane attive nel mercato dei servizi di collocamento. Tra la fine del 2007 e il 2018 i gruppi bancari italiani hanno curato le emissioni e il collocamento di circa un terzo dei titoli emessi, quota rimasta inalterata rispetto al periodo 2000-07 e quasi interamente ascrivibile ai tre principali intermediari operanti in questo mercato (29 per cento del totale). Il numero e la quota di mercato degli altri intermediari sono rimasti sostanzialmente invariati anche nel periodo 2012-18, in concomitanza con l'aumento del numero e la diminuzione delle dimensioni delle imprese che hanno emesso obbligazioni. La quota di mercato detenuta dagli intermediari italiani nel segmento dei titoli di capitale (37 per cento) è superiore a quella nel segmento dei titoli di debito (27 per cento)[3].

Negli anni più recenti le commissioni da collocamento titoli percepite dalle banche italiane sono aumentate: nel 2018 sono state stimate pari al 2 per cento del

[1] I dati, di fonte Dealogic, sono riferiti alle emissioni di società non finanziarie residenti in Italia o di società appartenenti a gruppi la cui capogruppo è una società non finanziaria residente in Italia.

[2] Per un'analisi della crescita del ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese italiane, cfr. M. Accornero, P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, *Missing investors in the Italian corporate bond market*, Questioni di economia e finanza, 450, 2018.

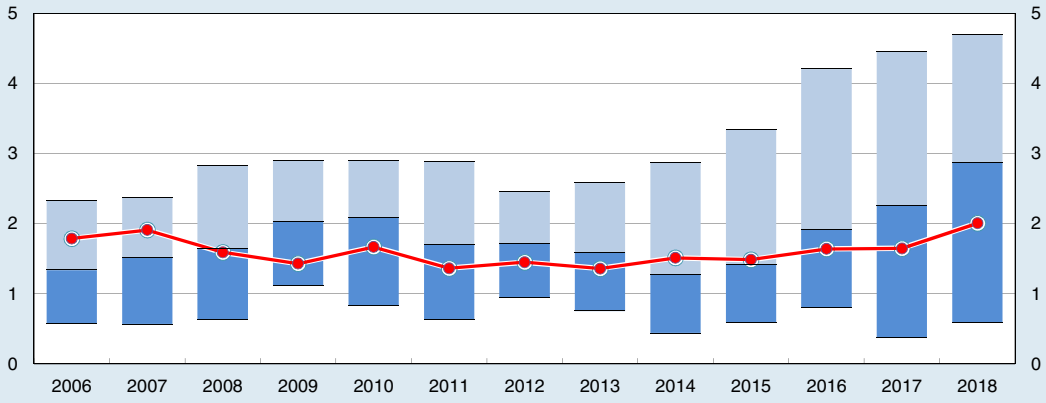
[3] G. Albareto e G. Marinelli, *Italian banks and market-based corporate financing*, Questioni di economia e finanza, 432, 2018.

[8] EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2018*, marzo 2019.

valore delle emissioni, 0,6 punti percentuali in più rispetto al minimo del 2011 (figura). A tale aumento ha concorso la cresciuta incidenza delle emissioni di valore nominale inferiore, alle quali sono associate commissioni unitarie più elevate per la presenza di costi fissi nelle operazioni di collocamento. Tra la fine del 2007 e il 2018 le commissioni percepite dalle banche sono state mediamente più alte per il collocamento dei titoli azionari (2,1 per cento del valore dell'emissione) rispetto a quelle per il collocamento dei titoli obbligazionari (0,6 per cento); tali valori sono sostanzialmente in linea con quelli osservati negli altri principali paesi europei.

Figura

Commissioni da collocamento titoli percepite dalle banche italiane (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.
(1) Distribuzione delle commissioni percentuali da collocamento titoli calcolate come rapporto tra l'ammontare delle commissioni da collocamento e il valore totale delle emissioni di cui le banche hanno curato il collocamento nel corso dell'anno di riferimento. Le tre linee orizzontali di ogni diagramma rappresentano, dal basso verso l'alto, il 25°, il 50° e il 75° percentile; la linea rossa rappresenta la media ponderata.

La concentrazione dell'attività nel mercato dei servizi di collocamento titoli in un ristretto numero di intermediari è verosimilmente da ricondurre all'esistenza di barriere all'entrata dovute agli ingenti investimenti necessari per sviluppare adeguate competenze specialistiche e per istituire presidi organizzativi atti a prevenire i conflitti di interesse.

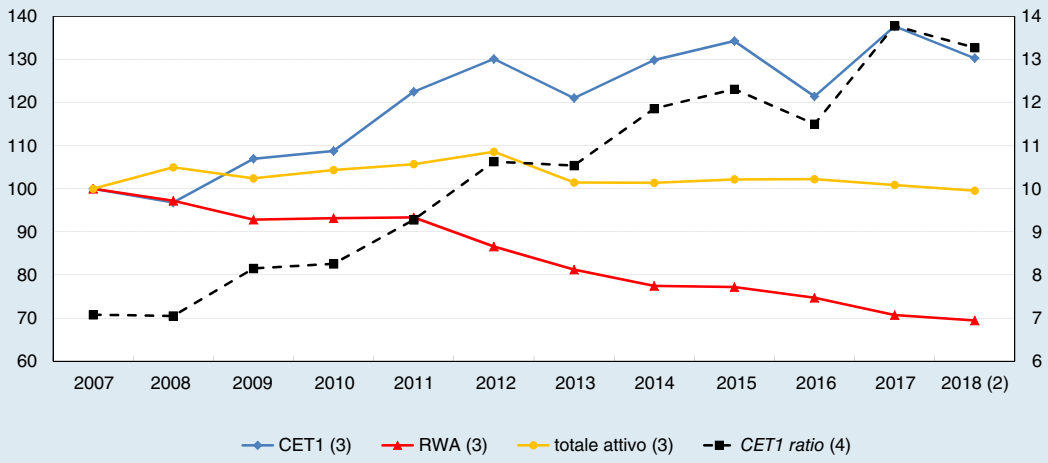
Il patrimonio. – Alla fine di dicembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) era in media pari al 13,3 per cento del totale delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA), in flessione di circa 50 punti base rispetto alla fine del 2017 (fig. 13.7). Il divario esistente tra il *CET1 ratio*[9] medio dei principali intermediari europei e quello delle banche significative italiane è aumentato da 1,6 a 2,0 punti percentuali.

La flessione del *CET1 ratio* delle banche italiane è riconducibile per oltre due terzi alla riduzione dei corsi dei titoli di Stato contabilizzati nei portafogli valutati al *fair value*, particolarmente rilevante nel secondo trimestre dell'anno. La diminuzione del capitale non è stata compensata da quella degli RWA, scesi di circa due punti percentuali.

[9] Rapporto tra il CET1 e le attività ponderate per il rischio.

Figura 13.7

Evoluzione del capitale di migliore qualità e delle attività ponderate per il rischio delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Per capitale di migliore qualità si intende il *core tier 1* fino a dicembre 2013 e, da marzo 2014, il *CET1*. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Indice: 2007=100. – (4) Scala di destra.

Alla fine del 2018 le banche italiane avevano un'eccedenza media del *CET1 ratio* rispetto al livello minimo fissato a seguito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP)[10] pari a quattro punti percentuali. Tale eccedenza si è ridotta di circa un punto percentuale rispetto alla fine del 2017 per effetto della flessione del *CET1 ratio* di sistema e del maggiore valore del coefficiente minimo della riserva di conservazione del capitale[11].

A seguito dell'entrata in vigore dell'IFRS 9 è stato introdotto un regime prudenziale transitorio che consente di dedurre dal CET1 solo una quota, crescente nel tempo, degli effetti contabili derivanti dalla sua prima applicazione. Senza i benefici del regime transitorio, il *CET1 ratio* medio del sistema si ridurrebbe di 80 punti base, al 12,5 per cento.

GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI

È proseguita la crescita degli impieghi degli intermediari creditizi diversi dalle banche[12]; i prestiti erogati sono saliti complessivamente del 5 per cento e hanno raggiunto i 123 miliardi di euro, circa l'8,5 per cento dei prestiti bancari a famiglie e

[10] La *SREP capital decision* è espressa come la somma tra i requisiti di primo e secondo pilastro della riserva di conservazione del capitale e dei buffer sistemici.

[11] A seguito dell'applicazione del regime transitorio, la riserva di conservazione del capitale è aumentata dello 0,625 punti percentuale, raggiungendo così il massimo del 2,5 per cento.

[12] L'analisi riguarda gli intermediari iscritti nell'albo ex art. 106 del D.lgs. 385/1993 (Testo unico bancario, TUB) operanti prevalentemente nei segmenti del leasing, del factoring e del credito al consumo; sono esclusi i confidi, trattati separatamente.

a imprese non finanziarie. L'incremento è stato accompagnato da un miglioramento della qualità del credito: alla fine del 2018 l'incidenza delle posizioni deteriorate sul totale dei prestiti era pari al 10,3 per cento, in flessione di 2,4 punti percentuali rispetto al 2017. Il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e il valore delle attività ponderate per il rischio complessivo (*total capital ratio*), pari all'11,3 per cento, è in linea con quello dello scorso anno. La crescita degli impieghi ha favorito un aumento della redditività: il margine di intermediazione si è ampliato del 5,4 per cento.

Alla fine del 2018 le garanzie rilasciate dai consorzi di garanzia collettiva dei fidi (confidi) vigilati dalla Banca d'Italia[13] erano pari a 7,4 miliardi, in riduzione del 2 per cento rispetto al 2017. La qualità dei prestiti e la solvibilità del settore sono migliorate: l'incidenza delle posizioni deteriorate complessive sul totale delle attività si è ridotta di 1,5 punti percentuali (al 33 per cento) e il *total capital ratio* è aumentato di quasi un punto percentuale, portandosi al 25 per cento. La redditività dei confidi è rimasta negativa; le perdite di esercizio complessive sono risultate pari a circa 4 milioni (erano 12 milioni nel 2017).

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

La raccolta. – Nel 2018 la raccolta netta dell'industria del risparmio gestito si è ridotta in misura rilevante rispetto all'anno precedente. I fondi comuni di diritto italiano, le assicurazioni, i fondi pensione e le gestioni patrimoniali hanno raccolto complessivamente risorse per circa 16 miliardi di euro (48 nel 2017; tav. 13.1 e fig. 13.8). Il calo è dovuto principalmente alle tensioni sui mercati finanziari che si sono verificate nella seconda metà dell'anno.

I flussi netti sono stati eterogenei tra categorie di investitori: sono diminuiti fortemente per i fondi comuni, aumentati per le assicurazioni e rimasti pressoché stabili per le gestioni patrimoniali e per i fondi pensione.

Tra i fondi comuni di diritto italiano, quelli aperti – che rappresentano il 77 per cento del patrimonio complessivo – hanno registrato una raccolta netta negativa (-2,5 miliardi), riconducibile interamente ai disinvestimenti del settore delle famiglie. I flussi sono gradualmente scesi nella prima parte dell'anno e sono divenuti negativi nei mesi successivi. Nel primo semestre del 2018 i risparmiatori hanno riscattato quote di fondi obbligazionari e investito nei comparti più rischiosi, caratterizzati da maggiori rendimenti attesi; successivamente, a seguito delle turbolenze sui mercati finanziari, le richieste di rimborso hanno riguardato tutte le principali categorie.

I fondi PIR di diritto italiano, che nel 2017 avevano contribuito per il 55 per cento alla raccolta complessiva dei fondi aperti italiani, hanno registrato un forte calo delle sottoscrizioni nette, scese da 9,4 miliardi nel 2017 a 4 nel 2018. I riscatti di quote dei fondi PIR sono stati tuttavia più contenuti rispetto agli altri fondi per effetto della normativa fiscale che incentiva i sottoscrittori a detenere le quote per un periodo minimo di cinque anni. Da gennaio dell'anno in corso, in attesa dell'attuazione delle modifiche alla normativa introdotte con l'ultima legge di bilancio, la raccolta si è pressoché arrestata ed è limitata

[13] Confidi di maggiore dimensione che superano determinate soglie di operatività fissate dal Ministero dell'Economia e delle finanze e iscritti nell'albo ex art. 106 del TUB.

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2017	2018 (1)	2017	2018 (1)	quote percentuali	
					2017	2018 (1)
Fondi comuni (2)	25.090	6.396	327.764	320.114	15,9	15,5
Assicurazioni (3)	38.200	41.000	715.841	736.300	34,7	35,7
Fondi pensione (4)	4.100	4.400	162.299	167.107	7,9	8,1
Gestioni patrimoniali	4.497	4.538	858.537	839.778	41,6	40,7
Totale	**71.887**	**56.334**	**2.064.441**	**2.063.299**	**100,0**	**100,0**
Totale consolidato (5)	**48.441**	**15.903**	**1.512.844**	**1.498.234**	**–**	**–**
in percentuale del PIL	2,8	0,9	87,6	85,3	–	–
Per memoria: fondi comuni esteri (6)	56.772	-4.317	775.778	734.237	–	–
di cui: di intermediari italiani (7)	25.478	10.123	165.855	163.870	–	–

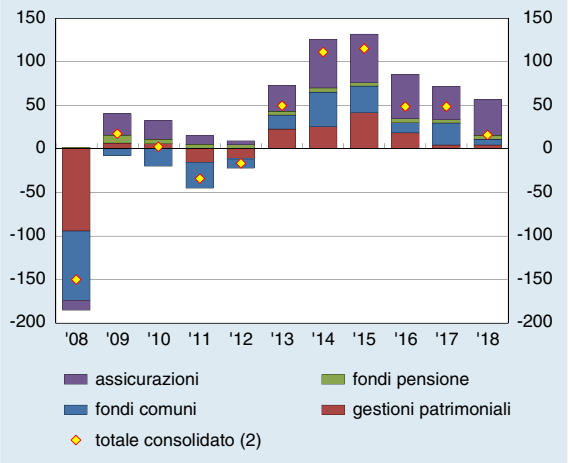
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle società di gestione del risparmio (SGR) e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti. – (6) Fondi aperti di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani. – (7) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda.

ai soli fondi PIR costituiti prima dell'introduzione delle nuove regole (cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti modifiche normative sui fondi PIR*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

La raccolta netta del settore assicurativo è aumentata sia nei rami vita sia nei rami danni a 29 e 12 miliardi, rispettivamente. A differenza di quanto avvenuto nel settore dei fondi comuni, le sottoscrizioni nette di polizze da parte delle famiglie sono rimaste elevate; nel comparto vita oltre il 55 per cento delle sottoscrizioni ha riguardato i prodotti di tipo tradizionale, molti dei quali offrono rendimenti minimi garantiti.

Figura 13.8

Raccolta netta degli investitori istituzionali (1)
(miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip.
(1) I flussi sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali. Per i fondi comuni sono inclusi solo quelli italiani. Per il 2018 dati provvisori. – (2) Cfr. le note alla tav. 13.1.

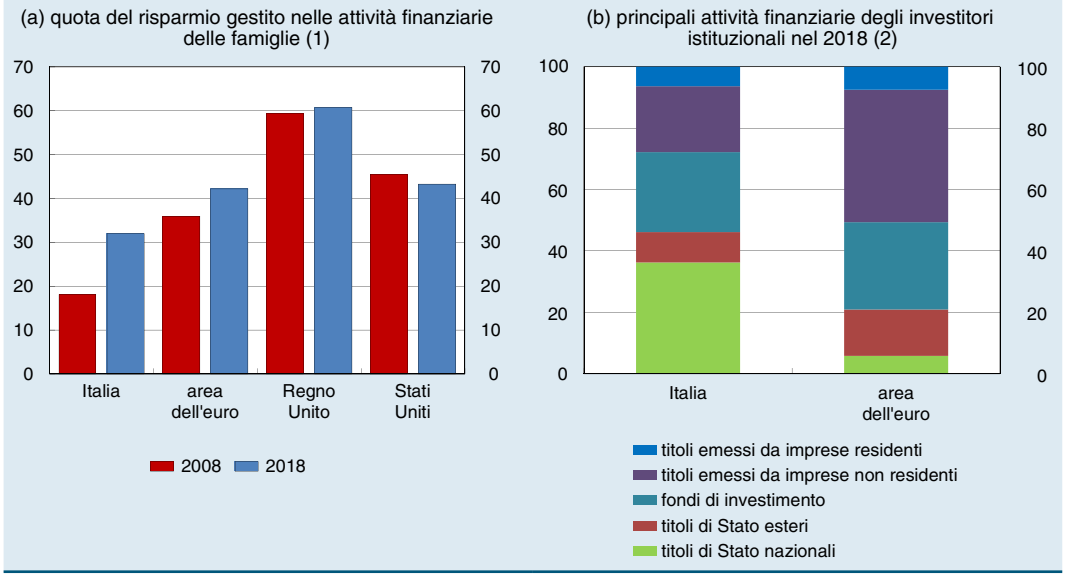
I flussi di risorse verso le gestioni patrimoniali sono stati pari a 4,5 miliardi, riconducibili principalmente ai mandati delle compagnie assicurative. Gli investimenti delle famiglie in tali prodotti sono diminuiti.

Il patrimonio gestito. – Il patrimonio gestito dagli investitori istituzionali si è leggermente ridotto rispetto all'anno precedente, nonostante la raccolta sia stata nel complesso positiva, per effetto del calo dei prezzi delle attività sui principali mercati finanziari; in rapporto al prodotto interno lordo il patrimonio è sceso di 2,3 punti percentuali, all'85 per cento.

La percentuale delle attività finanziarie delle famiglie italiane gestite dagli investitori istituzionali è lievemente aumentata rispetto al 2017, pur rimanendo inferiore alla media dei paesi dell'area dell'euro e ai livelli del Regno Unito e degli Stati Uniti; tale divario è riconducibile essenzialmente alla minore quota di attività finanziarie affidate alla gestione dei fondi pensione (fig. 13.9.a).

Figura 13.9

Risparmio gestito
(percentuali)



Fonte: per il pannello (a), Banca d'Italia, BCE, OCSE, BEA e Federal Reserve; per il pannello (b), BCE.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19. Per gli Stati Uniti, il dato sui fondi pensione è relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali; sono esclusi i piani pensionistici federali. Sono inclusi i fondi esteri detenuti da residenti. – (2) Sono escluse le gestioni patrimoniali; nei dati sull'area dell'euro è stata esclusa l'Italia.

Benché gli acquisti netti di titoli pubblici italiani siano rimasti elevati, la loro quota nel portafoglio degli investitori istituzionali è diminuita rispetto al 2017, soprattutto a seguito del calo dei prezzi; rimane comunque elevata rispetto alla media dell'area dell'euro (fig.13.9.b). Si è ridotto anche il peso degli investimenti in azioni e obbligazioni emesse da imprese italiane: alla fine del 2018 era pari al 6,3 per cento, un valore inferiore alla media dell'area dell'euro (7,5 per cento).

I fondi immobiliari, in particolare quelli riservati alla clientela professionale, hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti: il loro patrimonio è aumentato del 10 per cento, a 80 miliardi, pari a un decimo del patrimonio complessivo dei fondi immobiliari dell'area dell'euro. Anche il patrimonio dei fondi chiusi mobiliari è cresciuto: in tale comparto, i portafogli dei fondi azionari – tra cui quelli di private equity e venture capital – e dei fondi di debito sono rispettivamente pari a 13 e 4 miliardi, valori contenuti nel confronto internazionale.

La redditività. – La forte riduzione della raccolta rispetto al 2017 ha inciso negativamente sulla redditività dei gestori di fondi comuni aperti, che hanno registrato un calo degli utili netti di oltre il 40 per cento. La redditività dei gestori attivi nei comparti immobiliare e del private equity è invece leggermente aumentata per effetto della crescita dei volumi intermediati. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale dei gestori è ulteriormente cresciuto, salendo nel complesso da 6,3 a 7,8.

La redditività delle compagnie di assicurazione italiane si è ridotta in modo significativo; il calo è stato più ampio nei rami vita che hanno risentito della perdita di valore dei titoli di Stato italiani (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Le condizioni dei mercati finanziari italiani hanno riflesso, a partire dalla primavera scorsa, l'aumento dell'incertezza sull'orientamento delle politiche economiche e di bilancio; nell'ultima parte dell'anno hanno risentito anche del ridimensionamento delle prospettive di crescita a livello globale.

Il premio per il rischio sovrano richiesto dagli investitori, misurato dal differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi, è salito in misura marcata; l'incremento si è trasmesso al costo della raccolta obbligazionaria per imprese e banche italiane, che è significativamente aumentato. Le tensioni sul mercato dei titoli sovrani si sono attenuate nell'ultimo trimestre del 2018, dopo il raggiungimento dell'accordo tra il Governo e la Commissione europea sulle politiche di bilancio. Le quotazioni azionarie, in particolare quelle delle aziende di credito, sono diminuite sensibilmente nell'anno, in linea con gli andamenti osservati nell'area dell'euro.

Dopo una fase di elevata volatilità nella parte finale del 2018, nel primo quadrimestre dell'anno in corso le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate, al pari dei principali paesi avanzati, beneficiando dell'orientamento meno restrittivo da parte della Riserva federale e dell'intenzione della Banca centrale europea (BCE) di mantenere più a lungo condizioni monetarie molto espansive. A partire da maggio tuttavia i corsi azionari e obbligazionari sono scesi sensibilmente, risentendo del rialzo dell'avversione al rischio degli investitori.

A causa dell'incertezza sulle prospettive del quadro macroeconomico e delle politiche economiche, nei primi mesi del 2019 il premio per il rischio sovrano è restato ancora al di sopra del livello registrato all'inizio del 2018; sul mercato dei titoli di Stato la volatilità è rimasta elevata.

Il mercato monetario

Nel 2018 l'orientamento espansivo della politica monetaria della BCE ha contribuito a mantenere condizioni distese sul mercato monetario; il volume medio delle transazioni è cresciuto rispetto al 2017. Nel primo trimestre dell'anno in corso, dopo la conclusione alla fine del 2018 degli acquisti netti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), si è registrato un ulteriore aumento degli scambi (fig. 14.1).

La maggior parte dell'attività ha continuato a essere condotta sul mercato pronti contro termine dell'MTS. L'ammontare delle negoziazioni nel segmento

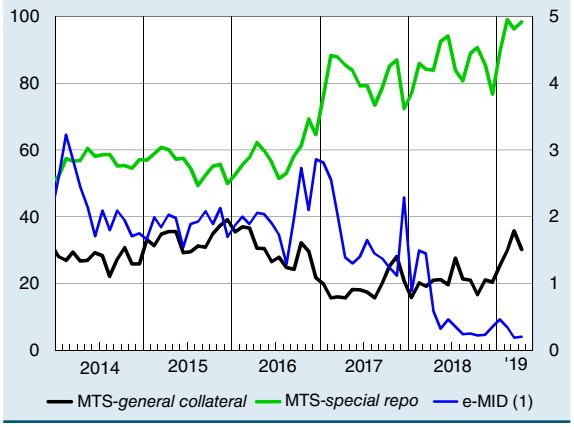
general collateral è tornato a salire rispetto all'anno precedente, mentre è proseguita la crescita del volume delle transazioni nel segmento *special repo*, parzialmente sostenuta dalla domanda di titoli in prestito da parte degli operatori esteri.

I tassi di interesse dei pronti contro termine a brevissima scadenza sui titoli di Stato italiani sono rimasti stabili e allineati al livello, da tempo negativo, del tasso di interesse sulle operazioni di deposito overnight presso l'Eurosistema.

Figura 14.1

Scambi sul mercato monetario

(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa e MTS spa.
(1) Scala di destra.

Il mercato dei titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2018 le emissioni nette di titoli pubblici sono aumentate rispetto all'anno precedente, da 43 a 46 miliardi di euro, in corrispondenza con un incremento delle disponibilità liquide detenute dal Tesoro alla fine dell'anno in vista delle successive scadenze (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). La vita media residua dei titoli di Stato è scesa lievemente, a seguito della minore durata dei titoli di nuova emissione, restando però pari a 6,7 anni (6,8 l'anno precedente).

L'ammontare dei titoli di Stato in scadenza nel 2019 è di 339 miliardi (lievemente inferiore ai 349 del 2018), di cui circa 100 miliardi con durata all'emissione superiore a sei anni (a fronte di 70 nel 2018).

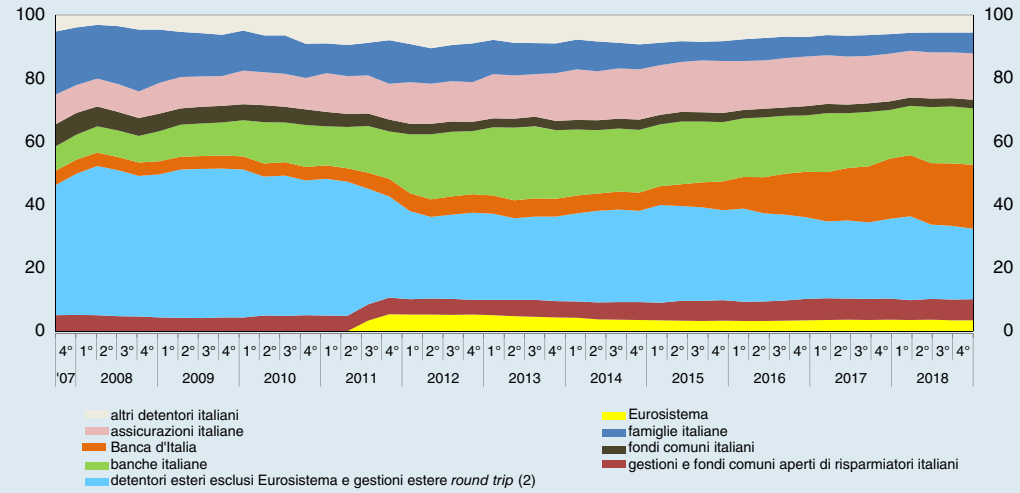
Lo scorso anno la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è salita al 20,3 per cento (circa 422 miliardi, dal 19,1 del 2017; fig. 14.2); gli acquisti netti effettuati nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), terminati alla fine dell'anno, sono stati pari a 35 miliardi (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

Anche per le banche e le famiglie italiane sono aumentate le quote di titoli pubblici (di 2,4 e 0,5 punti percentuali, al 17,8 e al 6,6 per cento, rispettivamente); si sono lievemente contratte quelle in capo ad assicurazioni e fondi comuni di diritto italiano.

La quota di titoli detenuta da investitori esteri – valutata secondo nostre stime al netto dei titoli dell'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e di quelli nel portafoglio di gestioni patrimoniali e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani – si è collocata al 22,3 per cento, circa tre punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente. Alcuni episodi di tensione sul mercato dei titoli di Stato italiani a partire dalla primavera hanno coinciso con ingenti vendite da parte di non residenti, che sono però diminuite nei trimestri successivi (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018 e il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*).

Figura 14.2

Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



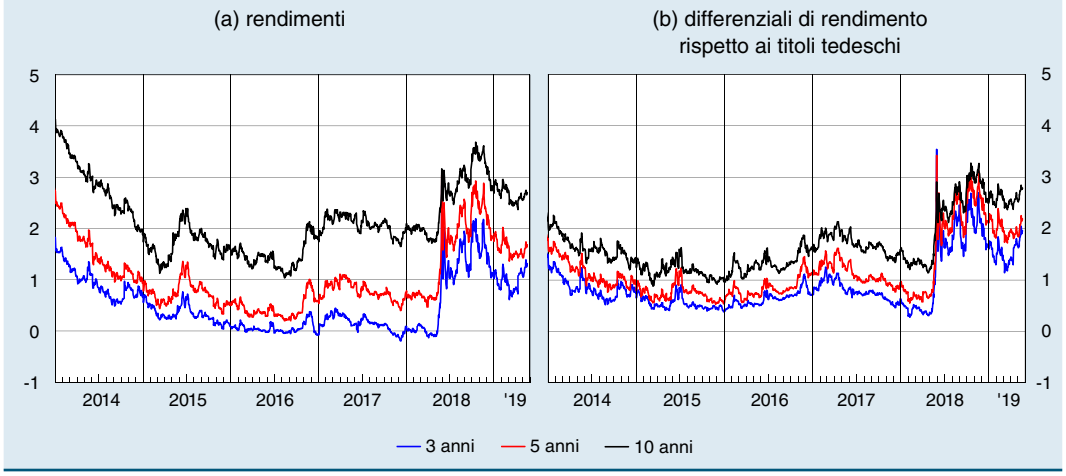
Fonte: Banca d'Italia e stime basate su dati Assogestioni e BCE.
(1) Quote calcolate sui valori ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

I rendimenti. – Nel corso del 2018 il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali è aumentato di circa 73 punti base (al 2,74 per cento; fig. 14.3.a); incrementi più marcati hanno interessato le scadenze a medio termine (105 e 97 punti base su quelle a cinque e tre anni, rispettivamente). I rendimenti sono stati prevalentemente influenzati dalla dinamica del premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere titoli di Stato italiani.

Dopo essersi lievemente ridotti nei primi mesi del 2018, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato italiani rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi sono

Figura 14.3

Rendimenti e differenziali di rendimento dei BTP su diverse scadenze
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

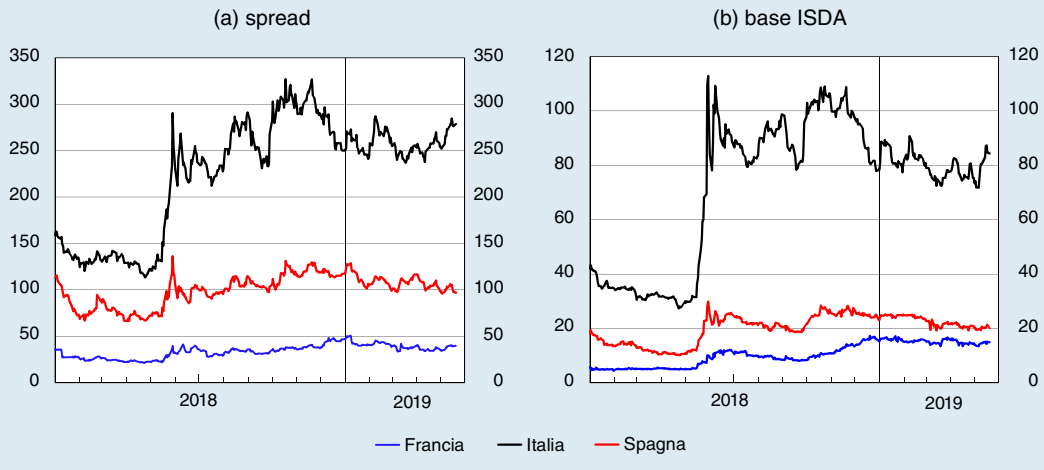
cresciuti a partire da maggio, risentendo delle incertezze degli operatori durante la formazione del Governo e di quelle relative alla politica economica e di bilancio del nuovo Esecutivo (fig. 14.3.b); al rialzo ha contribuito, soprattutto in una prima fase, anche l'aumento della percezione degli operatori in merito al rischio di ridenominazione, ossia la possibilità che il debito dello Stato possa essere convertito in una moneta diversa dall'euro (cfr. il riquadro: *L'andamento dello spread sovrano dell'Italia*).

L'ANDAMENTO DELLO SPREAD SOVRANO DELL'ITALIA

Dalla primavera dello scorso anno il differenziale di rendimento tra il titolo di Stato italiano decennale e il corrispondente titolo tedesco ha risentito, soprattutto in alcune fasi, dell'incertezza percepita dagli operatori riguardo le linee programmatiche della politica di bilancio nel nostro paese (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). Lo spread è aumentato nella seconda parte di maggio del 2018, raggiungendo 290 punti base il 29 del mese (con un picco infragiornaliero di 324), in corrispondenza con le difficoltà emerse per la formazione del nuovo Governo, per poi ridursi solo in parte (figura A, pannello a). Le tensioni si sono rinnovate in autunno, in concomitanza con il confronto con la Commissione europea che ha preceduto l'approvazione della legge di bilancio per il 2019: il 20 novembre lo spread è salito a 327 punti base, il valore più elevato dal 2011 durante la crisi del debito sovrano, pur restando su livelli largamente inferiori a quelli raggiunti allora. Lo spread si è poi collocato intorno a 250 punti alla fine dell'anno, beneficiando delle migliorate prospettive dopo l'accordo tra il Governo italiano e la Commissione europea sui programmi di bilancio. Nell'anno in corso l'andamento dello spread ha risentito della diffusione di dati macroeconomici negativi in febbraio e di incertezze sulle politiche di bilancio nel mese di maggio.

Figura A

Andamento dello spread e del rischio di ridenominazione (1)
(punti base)

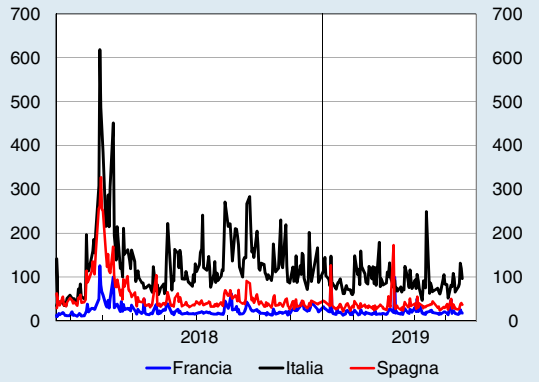


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.
(1) Lo spread è definito come la differenza tra il rendimento del titolo di Stato a 10 anni nei paesi indicati e quello del corrispondente titolo tedesco. La base ISDA è definita come la differenza tra il premio del CDS a 5 anni sul debito di un paese valutato secondo le clausole ISDA 2014 e quello corrispondente alle clausole ISDA 2003.

Sul rischio di credito sovrano italiano ha inciso, in particolar modo in una prima fase, la valutazione dei mercati in merito alla possibilità che il debito italiano possa essere ridenominato in una nuova valuta. Tale componente del rischio di credito può essere approssimata dalla differenza tra il premio del credit default swap (CDS) regolato dalla normativa introdotta nel 2014 – in cui la ridenominazione del debito viene considerata esplicitamente – e il premio relativo ai CDS ai quali si applica la normativa del 2003, che invece non include tale eventualità: questo divario è noto come base ISDA (International Securities Derivatives Association). Diversamente da quanto avvenuto per altri titoli di Stato, come quelli francesi e spagnoli, per i titoli italiani la base ISDA ha registrato un andamento strettamente correlato con quello dello spread (figura A, pannello b). Ciò può segnalare che sull'entità della variazione dello spread ha pesato la percezione dei mercati del rischio di una possibile uscita del Paese dalla moneta unica.

Figura B

Andamento della volatilità degli spread di alcuni paesi dell'area dell'euro (1)
(punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.
(1) Entrambe le misure si riferiscono a intervalli giornalieri e sono calcolate sulla base delle quotazioni infragiornaliere. Le volatilità realizzate sono espresse in valori annualizzati.

L'aumento della base ISDA è rimasto sostanzialmente limitato all'Italia, con ripercussioni contenute sugli altri paesi dell'area dell'euro percepiti come vulnerabili dagli operatori. Solo alla fine di maggio dello scorso anno l'incremento della volatilità delle quotazioni dei corsi obbligazionari nel nostro paese si è trasmessa a quelli spagnoli in misura significativa (figura B).

I rendimenti dei titoli di Stato italiani e il loro differenziale rispetto ai titoli tedeschi sono diminuiti dalla fine del 2018, soprattutto in seguito al raggiungimento di un accordo sul programma di bilancio tra il Governo italiano e la Commissione europea; vi ha poi contribuito anche la ricalibrazione della politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Il differenziale di rendimento sulla durata decennale è tornato a salire dall'inizio di maggio di quest'anno, risentendo anche di nuove incertezze sull'orientamento delle politiche di bilancio; alla fine della seconda decade del mese si collocava intorno a 280 punti base, un valore di oltre 100 punti superiore a quello registrato nel periodo corrispondente del 2018.

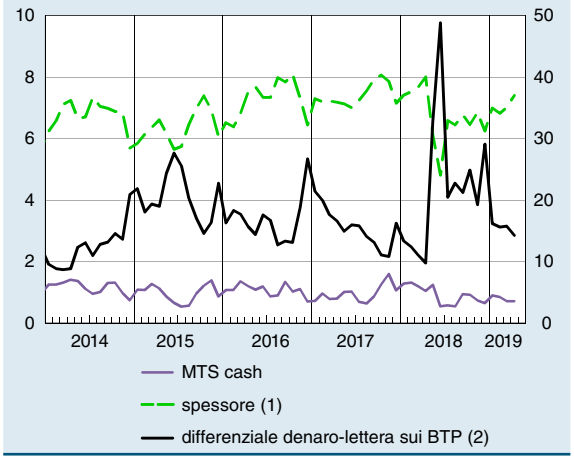
Gli scambi sul mercato secondario. – Dalla metà di maggio del 2018 la liquidità sul mercato secondario all'ingrosso dei titoli di Stato italiani (MTS cash) è diminuita, come segnalato dal rialzo del differenziale denaro-lettera e dalla contrazione degli scambi medi giornalieri (fig. 14.4).

Nel primo trimestre del 2019 si è tuttavia osservato un lieve miglioramento: sono cresciuti gli scambi sia sui mercati regolamentati sia su quelli *over-the-counter*, benché ancora su livelli decisamente inferiori a quelli del primo trimestre dello scorso anno; anche le condizioni di liquidità sono migliorate.

Figura 14.4

Scambi di titoli di Stato sul mercato secondario

(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro e punti base)



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) Lo spessore è calcolato come media giornaliera della semisomma delle quantità di titoli, in acquisto e in vendita, proposte dai *market makers* nelle prime 5 migliori quotazioni in pagina. – (2) Scala di destra.

È proseguita la crescita del volume di transazioni sul mercato dei BTP futures, con picchi di attività in concomitanza con le fasi di maggiore volatilità dei titoli di Stato italiani. Alcune tensioni hanno interessato i titoli di Stato più convenienti per la consegna dei contratti futures (*cheapest-to-deliver*); ciò non ha avuto però ripercussioni sul costo medio delle operazioni di prestito titoli sul mercato MTS, misurato dalla differenza (*specialness*) fra i tassi di interesse *general collateral* e quelli *special repo*. Nel primo trimestre del 2019 la *specialness* si è ulteriormente ridotta, per effetto di una minore domanda di titoli da parte degli investitori esteri per la copertura di posizioni corte sui titoli di Stato italiani e della maggiore disponibilità di titoli sul mercato dopo la conclusione dell'APP.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel 2018 le società non finanziarie italiane hanno limitato il loro ricorso al mercato obbligazionario a causa dell'aumento dei costi della raccolta: i collocamenti lordi si sono ridotti (a 15 miliardi di euro, da 36 nel 2017), determinando un saldo negativo fra emissioni e rimborsi (-5 miliardi, da 22 nel 2017; tav. 14.1). Tale riduzione si è concentrata nel settore industriale e in quello delle comunicazioni e ha interessato principalmente il comparto delle obbligazioni non garantite. In rapporto al PIL, alla fine dell'anno la consistenza di obbligazioni emesse dalle imprese si è portata all'8 per cento (contro 11 in media nell'area dell'euro).

Le banche italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni, ma in misura inferiore a quanto registrato nel 2017 (30 miliardi di euro, da 65 nel 2017; tav. 14.1), soprattutto a seguito di una forte diminuzione dei rimborsi obbligazionari (da 147 miliardi nel 2017 a 119). I collocamenti lordi si sono mantenuti sostanzialmente stabili, grazie alla sostituzione di obbligazioni bancarie non garantite con quelle garantite (covered bond), meno influenzate dall'incremento dei costi di finanziamento. Alla fine dell'anno la consistenza di obbligazioni emesse dalle banche ha raggiunto il 26 per cento del PIL, al di sotto della media dell'area dell'euro (32 per cento).

Tavola 14.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1)
(valori nominali; milioni di euro)

VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2018
Banche	-66.899	-64.911	-29.516	554.183	481.873	450.984	26
Altre società finanziarie	1.671	15.585	10.714	183.800	200.652	212.420	12
Società non finanziarie	-1.892	21.553	-4.625	124.139	144.794	141.021	8
Totale	**-67.119**	**-27.774**	**-23.427**	**862.122**	**827.319**	**804.425**	**46**

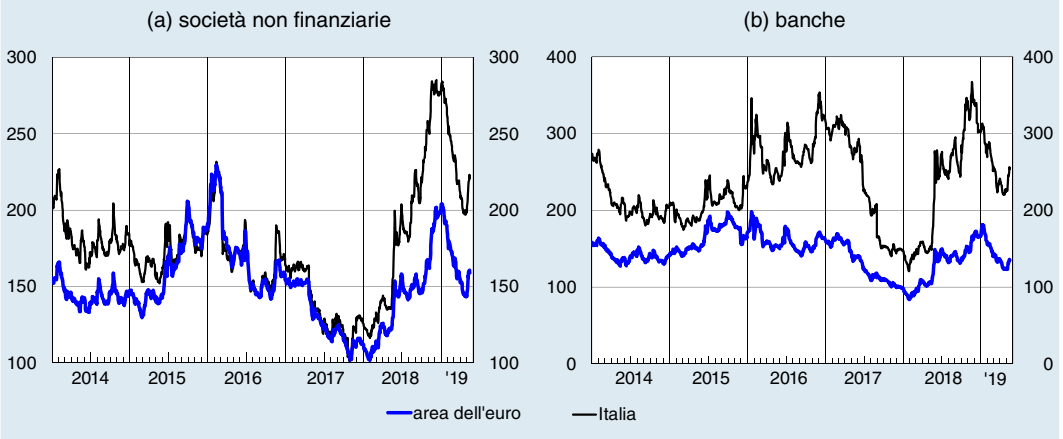
(1) La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

Nel primo trimestre del 2019 le emissioni lorde di obbligazioni delle banche sono aumentate; al netto dei rimborsi i collocamenti obbligazionari sono tuttavia rimasti negativi. Le emissioni lorde delle imprese sono ulteriormente diminuite.

I differenziali di rendimento. – Le condizioni di finanziamento offerte alle imprese italiane sul mercato obbligazionario sono divenute meno favorevoli nel corso del 2018. Gli spread sulle obbligazioni rispetto ai rendimenti dei titoli pubblici dei paesi ritenuti meno rischiosi sono aumentati in misura marcata in primavera, in concomitanza con il rialzo del premio per il rischio sovrano richiesto dagli investitori per detenere titoli di Stato italiani; successivamente gli spread si sono mantenuti su livelli nettamente superiori a quelli medi dell'area dell'euro (fig. 14.5.a). Nel complesso dell'anno i differenziali sono saliti di 150 punti base per le imprese italiane, contro un incremento medio di 85 punti base per quelle dell'area dell'euro. Il diverso andamento per le imprese italiane ha riflesso l'incertezza sulle politiche economiche nazionali ma anche le prospettive meno favorevoli del quadro macroeconomico.

Figura 14.5

Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie (1)
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML.
(1) Differenziali di rendimento corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option adjusted spread*) ponderati per le capitalizzazioni di mercato di singoli titoli delle società.

L'aumento del premio per il rischio di credito per le banche, misurato sia dagli spread obbligazionari sia dai premi sui credit default swap (CDS), è stato in media superiore a quello registrato dalle imprese. Gli spread sulle obbligazioni bancarie italiane, che nella prima parte del 2018 avevano seguito l'andamento di quelli medi sulle obbligazioni emesse dalle banche nell'area dell'euro, hanno registrato un forte rialzo a metà maggio (fig. 14.5.b). Sul maggiore premio per il rischio delle banche italiane rispetto alle corrispondenti banche europee, che si ripercuote sul costo della raccolta obbligazionaria, hanno pesato anche le revisioni al ribasso degli utili attesi.

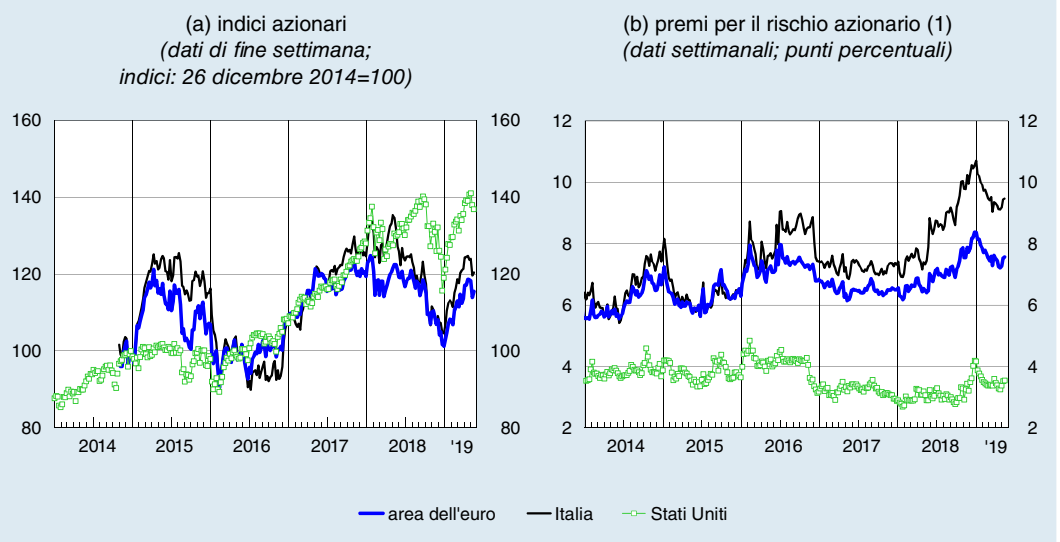
Nei primi quattro mesi del 2019 gli spread sulle obbligazioni delle società italiane e i premi sui CDS bancari sono diminuiti per poi tornare a salire a partire da maggio, in linea con l'evoluzione della propensione al rischio degli investitori. Nel complesso nel nostro paese le condizioni di finanziamento delle imprese e delle banche rimangono sensibilmente meno favorevoli rispetto al resto dell'area.

Il mercato azionario

Andamento delle quotazioni azionarie. – Nel 2018 l'indice del mercato azionario italiano è diminuito del 16 per cento (a fronte di una riduzione del 15 di quello delle principali società dell'area dell'euro; fig. 14.6.a). Le quotazioni sono state penalizzate da un consistente incremento dei premi per il rischio (fig. 14.6.b), il cui effetto è stato in parte compensato da un aumento degli utili attesi. Nel corso dell'anno la borsa italiana ha risentito delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato, nonché di fattori globali che, come per altri paesi, hanno determinato episodi di elevata volatilità; in particolare vi hanno influito le tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina e, in alcune fasi, il diffondersi di timori di un orientamento più restrittivo della politica monetaria statunitense.

Figura 14.6

Mercati azionari



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Refinitiv e I/B/E/S.
(1) Per gli indici azionari considerati si calcola il rapporto fra gli utili attesi a 12 mesi per azione e il valore dell'indice. Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento atteso delle azioni, si sottrae il rendimento dei titoli di Stato decennali privi di rischio, ricavando una stima del premio per il rischio azionario.

Dopo aver riportato nel primo trimestre del 2018 una crescita più pronunciata rispetto al resto dell'area dell'euro, le quotazioni delle aziende di credito hanno registrato un sensibile calo, chiudendo l'anno con una flessione del 30 per cento. Tale diminuzione è ascrivibile all'avvio delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato, che hanno più che controbilanciato il sensibile miglioramento delle condizioni reddituali e patrimoniali delle banche. Il settore finanziario rappresenta, in termini di capitalizzazione, una quota consistente dell'indice di borsa italiano e contribuisce in maniera rilevante a influenzarne l'andamento (cfr. il riquadro: *L'andamento della borsa italiana negli ultimi anni*). Anche il comparto industriale e quello delle telecomunicazioni hanno registrato cali superiori a quello dell'indice generale; il rendimento complessivo è stato invece sostenuto dal settore dei beni di consumo, da quello dei beni e servizi di pubblica utilità e, in modo particolare, dal comparto energetico, che ha beneficiato di un deciso incremento della redditività attesa nel corso dell'anno.

L'ANDAMENTO DELLA BORSA ITALIANA NEGLI ULTIMI ANNI

Durante la crisi finanziaria globale gli indici generali di tutte le principali borse europee sono diminuiti di oltre il 50 per cento, toccando un minimo nel marzo 2009. Nel successivo decennio i mercati azionari si sono ripresi: le quotazioni delle società italiane sono aumentate in media del 2,5 per cento l'anno; in Germania e in Francia l'incremento medio è stato pari all'8,0 per cento (tavola). Nel nostro paese permane un divario negativo in termini di rendimenti totali (6,4 per cento all'anno, rispetto a valori superiori all'11 per cento in Germania e in Francia), nonostante nel decennio sul mercato azionario italiano si sia osservato un più elevato rapporto fra dividendi e capitalizzazione (4,0 per cento medio annuo, contro 3,6 e 3,1 in Francia e in Germania, rispettivamente).

Tavola

Indici azionari generali e settoriali tra marzo 2009 e marzo 2019

	Rendimento totale medio (1)			Variazione media dei prezzi (2)			Capitalizzazione (3)		
	Italia	Francia	Germania	Italia	Francia	Germania	Italia	Francia	Germania
Indice generale	6,4	11,9	11,4	2,5	8,0	8,0	100,0	100,0	100,0
Finanza	0,8	10,2	10,0	-2,0	5,9	6,1	37,0	16,1	17,2
Industria	6,8	15,1	13,7	3,6	11,8	10,5	8,9	18,4	16,0
Beni di consumo	24,2	18,3	13,2	22,5	15,8	10,4	9,5	18,9	20,3
Servizi al consumo	2,3	10,3	7,9	-0,4	6,3	4,7	1,5	10,1	2,5
Energia	6,1	8,2	–	0,3	2,5	–	19,7	10,9	–
Telecomunicazioni	-1,6	5,6	10,5	-5,1	-1,5	3,9	5,8	2,7	4,7
Pubblica utilità	11,7	1,6	-1,2	5,7	-4,3	-6,0	17,6	5,1	6,0
Materiali di base	–	12,5	13,5	–	9,7	10,2	–	4,0	19,7
Salute	–	11,6	10,5	–	7,8	9,1	–	10,3	5,6
Tecnologia	–	16,5	17,7	–	14,9	15,9	–	3,5	8,0

Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv per gli indici FTSE Italia, FTSE Francia e FTSE Germania.
(1) Variazione percentuale media su base annua dell'indice di rendimento totale che tiene conto del reinvestimento dei dividendi distribuiti. – (2) Variazione percentuale media su base annua degli indici di prezzo. – (3) Percentuale di capitalizzazione media annua.

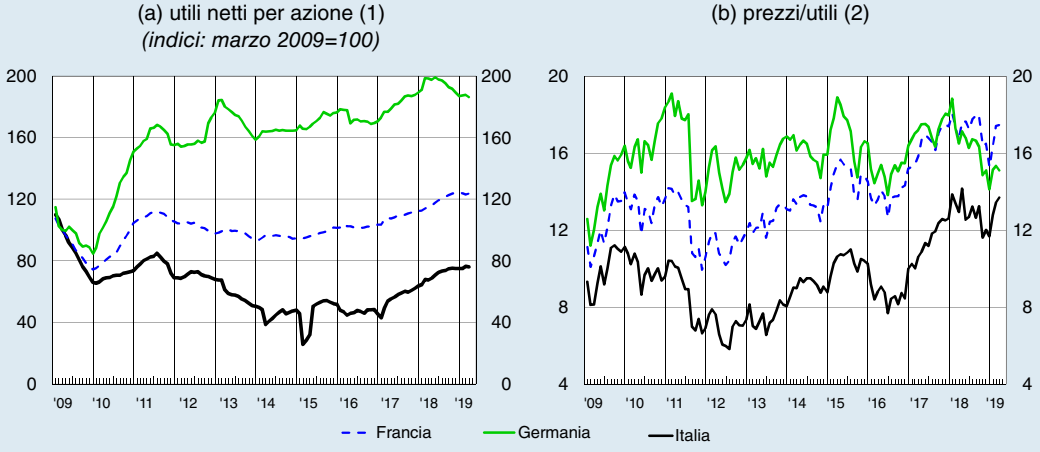
La crescita contenuta dei corsi azionari italiani nel decennio compreso tra marzo del 2009 e marzo del 2019 è riconducibile a diversi fattori. Dalla crisi del debito sovrano le quotazioni delle banche e delle compagnie di assicurazione italiane sono state fortemente colpite dalle tensioni sul mercato dei titoli di Stato e dai timori relativi all'incremento dell'incidenza dei crediti deteriorati nei bilanci bancari determinato dalla recessione; gli effetti sull'indice generale di borsa sono stati accentuati dal peso del settore finanziario, più elevato rispetto alla media europea. In Italia è inoltre modesta la capitalizzazione delle società del settore tecnologico, i cui corsi azionari sono aumentati in misura rilevante a livello globale. Questi risultati sono stati solo in parte compensati dal buon andamento dei settori dei servizi di pubblica utilità e dei beni di consumo, i cui indici sono cresciuti nel nostro paese più che in Francia e in Germania.

Per valutare il ruolo della composizione settoriale, si è calcolato quale sarebbe stata la variazione del listino italiano assumendo una sua composizione pari a quella media francese e tedesca[1]; i risultati di tale simulazione indicano che nell'intero periodo le azioni italiane avrebbero avuto un rendimento medio annuo più elevato di circa 3,5 punti percentuali rispetto a quanto osservato, compensando gran parte del divario con Francia e Germania.

L'andamento del listino italiano riflette anche la profonda e prolungata recessione seguita alla crisi finanziaria, che ha contribuito a comprimere la redditività delle società quotate. Gli utili per azione delle società italiane hanno registrato una prolungata fase calante tra il 2008 e il 2014; successivamente, con il consolidarsi della ripresa dell'economia nel nostro paese, si sono dapprima stabilizzati e, dall'inizio del 2017, hanno segnato un deciso recupero (figura, pannello a). Di contro i profitti

Figura

Multipli di mercato
(*dati mensili*)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e I/B/E/S.
(1) Utili netti per azione degli ultimi 12 mesi. – (2) Rapporto tra il livello mensile dei prezzi e la media mobile di 10 anni degli utili per azione in termini reali.

[1] Sono stati considerati solo i sette settori per cui sono disponibili gli indici di rendimento totale della borsa italiana per l'intero periodo considerato (finanza, industria, beni di consumo, servizi al consumo, energia, telecomunicazioni, pubblica utilità). I rimanenti settori (materiali di base, salute, tecnologia) non sono rappresentati nell'esercizio.

societari delle imprese francesi e tedesche hanno recuperato più rapidamente e in misura più consistente le flessioni rilevate durante la crisi finanziaria globale. Nel complesso le quotazioni delle società italiane mostrano segnali di progressiva riduzione del disallineamento rispetto ad altri paesi: il rapporto tra prezzi di mercato e utili depurati dalle componenti cicliche[2], che era sceso su valori molto bassi negli anni successivi alla crisi finanziaria globale, si sta riavvicinando a quello di Francia e Germania (figura, pannello b).

[2] Il rapporto tra quotazioni e utili indica il prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per ogni unità di utile per azione generato. Al denominatore, in luogo degli utili per azione correnti (la cui volatilità annuale non è idonea a rappresentare i fondamentali azionari su orizzonti più lunghi), si utilizza una media mobile decennale degli utili, al fine di depurare la redditività delle imprese dalle variazioni di breve termine indotte dal ciclo economico.

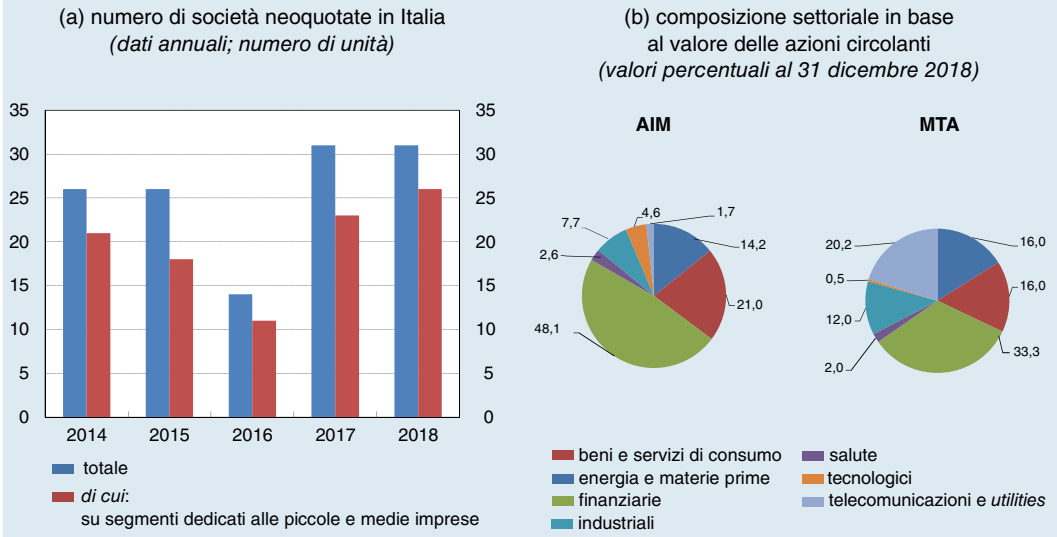
All'inizio del 2019 orientamenti più accomodanti della politica monetaria nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno favorito un marcato recupero dei corsi azionari italiani ed europei, in un contesto di ridotta volatilità sui mercati finanziari internazionali. Nel primo quadrimestre l'indice di borsa italiano è salito del 19 per cento (17 nell'area dell'euro); il rialzo delle quotazioni è stato sostenuto dalla diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine e dei premi per il rischio, che ha più che compensato il lieve peggioramento della redditività attesa. Nello stesso periodo il comparto bancario italiano ha registrato un sensibile aumento (pari al 21 per cento), superiore a quello del corrispondente indice dell'area (cresciuto del 16 per cento); questo andamento ha beneficiato anche di un ulteriore miglioramento della redditività attesa delle banche italiane, a fronte di una lieve contrazione di quella dell'area dell'euro. Nel mese di maggio l'acuirsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina ha determinato un forte calo dei corsi azionari italiani e un aumento della volatilità implicita, così come negli altri paesi dell'area.

L'offerta di azioni. – Nel 2018 il numero di operazioni di prima quotazione sul mercato azionario italiano si è stabilizzato a 31 (fig. 14.7.a), mentre è diminuito sensibilmente il loro controvalore complessivo (2 miliardi di euro, contro 5,4 nel 2017). Si è ampliata la quota di operazioni effettuate nel segmento AIM Italia-Mercato alternativo del capitale di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese (PMI).

A dicembre del 2018 le 111 società presenti nel segmento AIM Italia rappresentavano circa un terzo del numero totale delle aziende quotate sul mercato italiano. Tali imprese si sono caratterizzate per una maggiore crescita del fatturato e una diversa composizione settoriale rispetto al mercato telematico azionario (MTA), che racchiude le società più tradizionali e a elevata capitalizzazione (fig. 14.7.b). Nel segmento AIM Italia è maggiore l'incidenza di titoli del settore dei beni e servizi di consumo (in particolare servizi di informazione e comunicazione), tecnologici e delle *special purpose acquisition companies* (veicoli di investimento quotati che si finanziano sul mercato per poi acquisire o incorporare una società non quotata): essi rappresentano la quasi totalità dei titoli delle imprese finanziarie quotate nell'AIM. La capitalizzazione di mercato nell'AIM Italia è estremamente limitata (pari all'1 per cento di quella totale in Borsa Italiana). Nel 2018 il rapporto tra volume scambiato e numero di azioni ponderato per il flottante (*turnover velocity*) è stato pari al 107 per cento sul segmento

Figura 14.7

Operazioni di prima quotazione in borsa e loro composizione settoriale



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana spa.

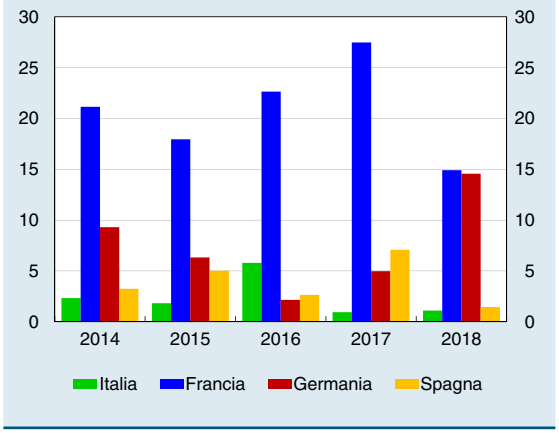
MTA, contro il 34 per quello AIM, riflettendo un netto divario nel grado di liquidità dei due mercati.

Nel complesso il mercato azionario italiano continua ad avere una dimensione modesta rispetto a quello degli altri maggiori paesi europei non solo per capitalizzazione ma anche per numero di imprese (cfr. il riquadro: *La quotazione in borsa delle società non finanziarie: un confronto tra i principali paesi europei* del capitolo 7).

Lo scorso anno la raccolta totale di fondi mediante emissioni di azioni da parte delle società italiane è sensibilmente scesa (a circa 2,5 miliardi, da 14 nel 2017); ha pesato il calo delle emissioni del settore finanziario. Il valore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie è rimasto pressoché invariato in Italia, mentre è diminuito in modo significativo in Francia e Spagna ed è cresciuto in Germania (fig. 14.8).

Figura 14.8

Emissioni azionarie lorde delle società non finanziarie (1)
(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.
(1) Includono sia il nuovo capitale raccolto con le operazioni di prima quotazione in borsa, sia gli aumenti di capitale delle società già quotate.

Con l'intenzione di favorire l'accesso ai mercati azionari delle società italiane sono stati di recente introdotti alcuni interventi normativi, in particolare il credito di imposta per le PMI previsto dalla legge di bilancio

per il 2018 (L. 205/2017), pari al 50 per cento delle spese di consulenza sostenute per intraprendere una procedura di ammissione alla quotazione in borsa.

L'agevolazione, oltre a incentivare la quotazione delle PMI italiane, si pone in linea con le altre iniziative disposte negli ultimi anni, quali i piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR; cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017) e gli incentivi al venture capital e alle start up, che favoriscono lo sviluppo e la diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI (cfr. il riquadro: *Il mercato del venture capital in Italia*).

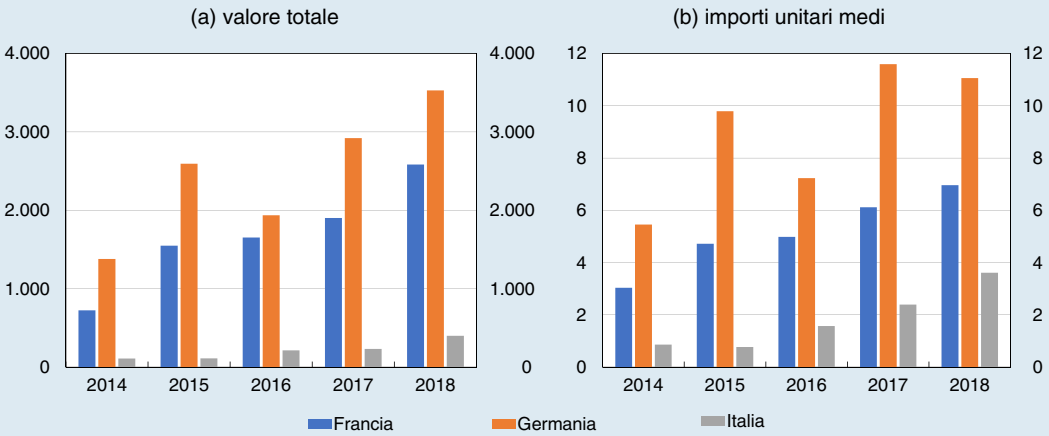
IL MERCATO DEL VENTURE CAPITAL IN ITALIA

Studi recenti mostrano che un'elevata percentuale delle società che si quotano in borsa ha precedentemente ricevuto finanziamenti da fondi specializzati nell'attività di sottoscrizione del capitale di rischio di imprese inizialmente non quotate (fondi di venture capital)[1]. Tali finanziamenti agevolano lo sviluppo di imprese con elevato potenziale di crescita, specialmente nei settori ad alto contenuto tecnologico e innovativo, sostenendo in questo modo anche l'attività economica di un paese.

Il mercato del venture capital in Italia, sebbene significativamente aumentato negli ultimi anni, ha dimensioni contenute nel confronto internazionale. In base a dati provenienti dalla banca dati Crunchbase, nel 2018 gli importi complessivamente erogati nel nostro paese dai fondi di venture capital e da altri investitori con specializzazioni analoghe, tra cui le persone fisiche (*business angels*), sono stati pari a 400 milioni di euro, contro 3,5 e 2,6 miliardi in Germania e in Francia, rispettivamente (figura, pannello a). Questa differenza è dovuta non solo al più basso numero di operazioni di finanziamento in Italia (160 contro 545 e 437 in Germania e Francia), ma anche al loro valore medio unitario che, seppure in crescita, rimane ancora ridotto (3,5 milioni di euro contro 11 e 7; figura, pannello b).

Figura

Finanziamenti erogati dai fondi di venture capital (1)
(milioni di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Crunchbase.
(1) I dati includono i finanziamenti erogati da altri investitori specializzati nel conferimento di capitale di rischio alle imprese non quotate, quali i *business angels*.

[1] J.R. Ritter, *Initial public offerings: VC-backed IPO statistics through 2018*, mimeo, aprile 2019.

Una recente analisi[2] delle operazioni di venture capital relativa a oltre 80 economie avanzate ed emergenti fra il 2014 e il 2017 mostra che l'eterogeneità tra paesi degli importi medi erogati è spiegata principalmente dal contesto in cui le imprese operano, in particolare dalla facilità con cui è possibile avviare e condurre un'attività produttiva. Tale aspetto viene misurato dagli indicatori tratti dal rapporto *Doing Business* della Banca Mondiale[3], secondo i quali l'Italia risulterebbe svantaggiata rispetto ad altre economie avanzate. Si rivelano inoltre importanti le caratteristiche delle imprese finanziate, tra cui i settori di attività: le società specializzate in biotecnologie e quelle che sviluppano prodotti ad alto contenuto tecnologico, relativamente meno diffuse nel nostro paese, ricevono finanziamenti di importo medio assai elevato.

Per agevolare lo sviluppo del mercato del venture capital in Italia sono stati effettuati negli ultimi anni numerosi interventi pubblici volti sia ad aumentare le risorse finanziarie disponibili (ad es. mediante i fondi gestiti dall'agenzia pubblica Invitalia e la partecipazione nel Fondo italiano di investimento detenuta da Cassa depositi e prestiti spa), sia a introdurre agevolazioni fiscali e semplificazioni normative per sostenere la diffusione e la crescita di start up e piccole e medie imprese innovative. Nella legge di bilancio approvata lo scorso anno sono state introdotte ulteriori misure. Oltre a nuove risorse pubbliche da destinare alla sottoscrizione di quote di fondi di venture capital, sono stati previsti incentivi fiscali finalizzati a stimolare l'acquisizione o la cessione di partecipazioni in imprese non quotate, nonché l'obbligo per i piani individuali di risparmio (PIR; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017) di impiegare una percentuale minima del proprio patrimonio nella sottoscrizione di quote di fondi di venture capital[4].

In prospettiva un ulteriore impulso all'attività di venture capital in Italia potrebbe provenire da riforme strutturali mirate a facilititare l'attività di impresa e a incentivare la creazione di società operanti in settori ad alto contenuto tecnologico.

[2] M. Taboga, *Cross-country differences in the size of venture capital financing rounds. A machine learning approach*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[3] Ad esempio, tali indicatori misurano la facilità di registrare una nuova impresa, di ottenere permessi di costruzione, di collegarsi alle rete elettrica, di registrare un diritto di proprietà, di ottenere credito, di escutere debitori insolventi, di far rispettare un contratto, nonché la protezione degli azionisti di minoranza e la semplicità del sistema fiscale.

[4] Per un'analisi dell'impatto che tale obbligo potrebbe avere sui PIR, cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti modifiche normative sui fondi PIR*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019.

Le infrastrutture di mercato

Nel corso del 2018 e nel primo trimestre del 2019 l'attività effettuata nella piattaforma di regolamento titoli europea TARGET2-Securities (T2S)[1] si è mantenuta sui livelli dello scorso anno[2].

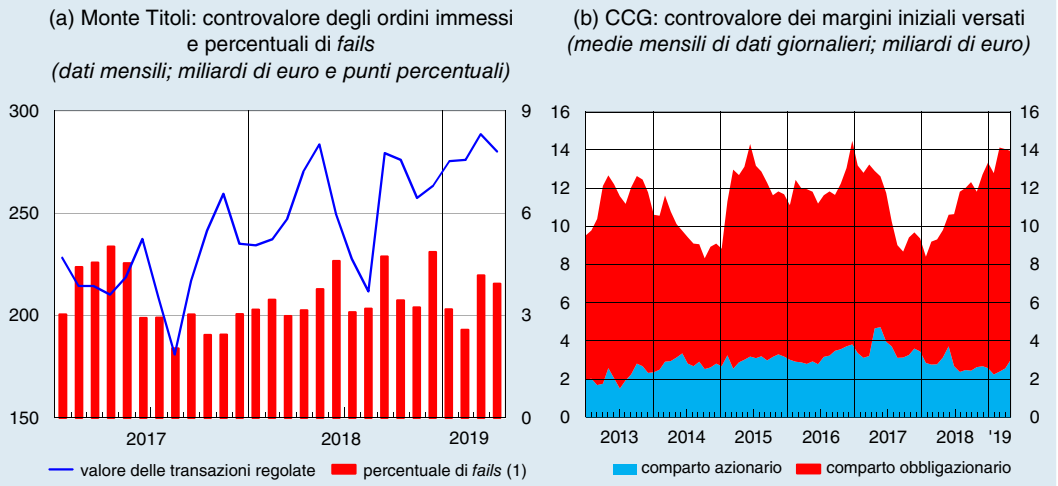
[1] Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *TARGET2-Securities (T2S)*.

[2] In base a dati BCE.

Il valore delle operazioni regolate in T2S dal depositario centrale italiano (Monte Titoli spa) si è collocato in media a 253 miliardi di euro al giorno (in crescita del 14 per cento rispetto al 2017), pari a circa un terzo del totale registrato sulla piattaforma europea. L'incremento può essere ricondotto al maggiore controvalore medio giornaliero di transazioni negoziate sul mercato MTS repo. Nel primo trimestre del 2019 i valori medi regolati sono ulteriormente aumentati. La quota di operazioni non regolate per mancata consegna di titoli o di contante entro la data stabilita (*fails*) è leggermente salita nel 2018, con percentuali medie giornaliere poco al di sotto del 4 per cento (fig. 14.9.a).

Figura 14.9

Infrastrutture di mercato



Fonte: elaborazioni su dati CCG e Monte Titoli.
(1) Scala di destra.

L'ammontare dei margini raccolti dalla Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG), dopo la riduzione osservata nella seconda metà del 2017, ha seguito un andamento crescente nel corso del 2018, riflettendo l'incremento di volatilità nel primo semestre e la revisione dei parametri di marginazione nel secondo (fig. 14.9.b). Le tensioni registrate sui mercati finanziari italiani tra la fine di maggio e l'inizio di giugno non hanno richiesto l'adozione di misure straordinarie.

SEZIONE MONOGRAFICA

15. IL TURISMO IN ITALIA: NUMERI E POTENZIALE DI SVILUPPO[1]

Nel nostro paese il turismo ha un'incidenza significativa sul prodotto interno lordo, superiore a quella della Francia e della Germania; è comparabile a quella della Spagna. Rispetto alla prima metà degli anni novanta, in un contesto globale di notevole espansione del settore, l'Italia ha visto ridurre la propria quota di mercato in misura più marcata nel confronto con le altre principali mete internazionali. Dal 2010 si registrano tuttavia importanti segnali di recupero degli afflussi dall'estero, che si sono ulteriormente rafforzati nell'ultimo biennio.

La distribuzione della spesa sul territorio è più concentrata rispetto alle risorse turistiche: ne consegue, per alcune, un limitato sfruttamento e, per altre, un rischio di congestione. Le regioni del Nord Est e del Centro intercettano gran parte dei flussi internazionali; nel Nord Est si concentra la quota maggiore di turisti italiani. Il settore è invece meno sviluppato nel Mezzogiorno, dove è ancora limitata la presenza di turisti, soprattutto di quelli stranieri.

La domanda turistica si sta caratterizzando per una crescente complessità e articolazione. Rimangono tuttavia centrali le motivazioni culturali, che rafforzano il vantaggio competitivo di cui gode il nostro paese in virtù della ricchezza del suo patrimonio artistico e storico. Dalla capacità di valorizzare tale risorsa dipenderà larga parte delle possibilità di un'ulteriore crescita del settore.

L'offerta ricettiva, più frammentata che in altri paesi, si sta trasformando, anche per l'affermarsi dei canali di prenotazione online, che favoriscono l'aumento dei posti letto in strutture diverse dall'albergo e accelerano il processo di riqualificazione.

Il pieno sfruttamento delle potenzialità turistiche richiede il superamento dei ritardi registrati dal nostro paese che, secondo gli indicatori internazionali, sono concentrati nella qualificazione degli addetti e nelle infrastrutture di trasporto; a ciò si aggiunge anche il basso livello di priorità assegnato al settore nelle politiche nazionali.

Il peso del turismo nell'economia italiana e gli andamenti di medio periodo

Secondo i dati del Conto satellite del turismo (CST) dell'Istat, nel 2015 alle attività connesse con il turismo era riconducibile il 5,9 per cento del valore

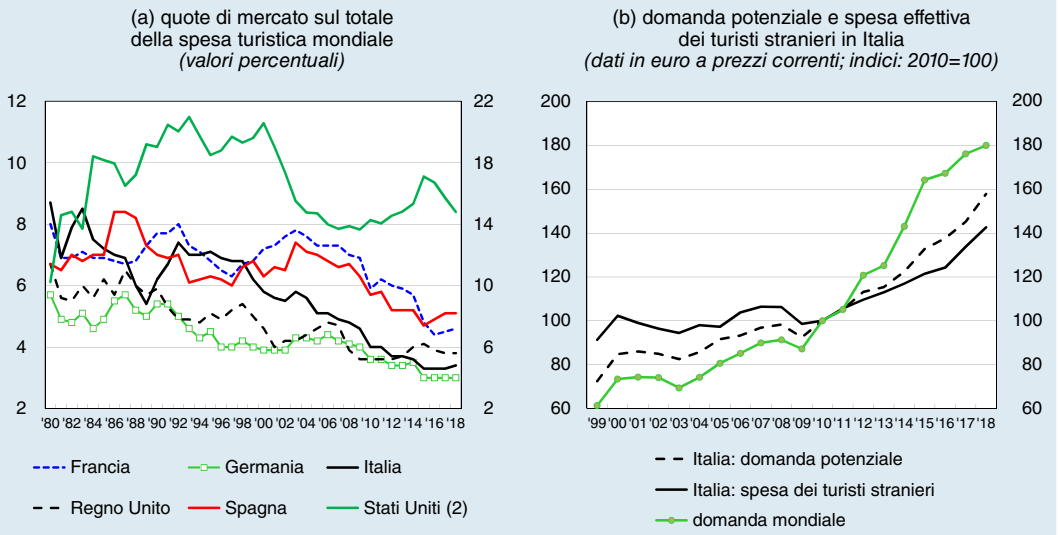
[1] Questo capitolo riprende i risultati di un progetto di ricerca della Banca d'Italia, di cui si dà conto in A. Petrella e R. Torrini (a cura di), *Il turismo in Italia: numeri e potenziale di sviluppo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

aggiunto totale. Le entrate dovute al turismo rappresentano circa il 40 per cento delle esportazioni di servizi, con un contributo strutturalmente positivo alla bilancia commerciale.

Questi dati testimoniano la solida vocazione turistica dell'Italia, che ha i suoi punti di forza nella dotazione di bellezze naturali e nel suo patrimonio storico e artistico. Tuttavia, mentre agli inizi degli anni ottanta il nostro paese era secondo solo agli Stati Uniti per incidenza sulla spesa turistica globale, la quota di mercato dell'Italia si è inevitabilmente ridimensionata a seguito dell'affermazione di nuove mete, a sua volta favorita anche dalla riduzione dei costi di trasporto. Il calo, dal 7 per cento della prima metà degli anni novanta al 3,4 per cento del 2018, è stato maggiore di quello registrato dai principali concorrenti storici (fig. 15.1.a). La spesa dei turisti stranieri è inoltre cresciuta meno anche rispetto alla domanda espressa dai paesi di provenienza più rilevanti per l'Italia (domanda potenziale; fig. 15.1.b)[2].

Figura 15.1

Quote di mercato, domanda potenziale e spesa dei turisti stranieri in Italia (1)



Fonte: elaborazioni su dati World Trade Organization, Banque de France e Banca d'Italia.
(1) La domanda potenziale misura l'ammontare di entrate turistiche che si realizzerebbero se le entrate provenienti da ciascun paese partner crescessero allo stesso ritmo delle sue importazioni complessive di servizi turistici. Questa è calcolata come media ponderata delle variazioni rispetto all'anno precedente delle importazioni di servizi turistici (ossia la spesa all'estero dei viaggiatori residenti) dei primi 44 paesi partner per rilevanza sulle esportazioni italiane. Nel 2017 questi paesi rappresentavano il 95 per cento delle entrate turistiche italiane. Per approfondimenti sulla metodologia della stima della domanda potenziale di servizi turistici, cfr. E. Breda, R. Cappariello e V. Romano, op. cit., 2018. – (2) Scala di destra.

La spesa sostenuta in Italia e rilevata dal CST è attribuibile per quasi tre quinti al turismo domestico e per la restante parte a quello internazionale: nel decennio in corso tuttavia quest'ultimo ha registrato una crescita maggiore, mentre il primo ha risentito della debole dinamica del reddito disponibile delle famiglie. Tra il 2007 e il 2014 le presenze nazionali negli esercizi ricettivi, censite dall'Istat, sono diminuite del 10 per cento, mentre quelle straniere sono cresciute di circa il 14 (fig. 15.2). Nel quinquennio 2014-18 si è registrato un recupero dei turisti nazionali, con

[2] E. Breda, R. Cappariello e V. Romano, *Il turismo internazionale in Italia: recenti tendenze, domanda potenziale e confronto con i principali concorrenti europei*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 475, 2018.

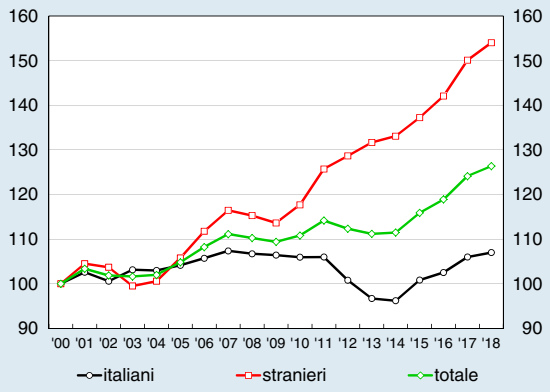
un tasso di crescita medio pari al 2,7 per cento, comunque inferiore di un punto percentuale a quello delle presenze straniere.

Anche sul fronte della spesa il turismo internazionale ha mostrato chiari segnali di recupero, più significativi nell'ultimo biennio. Dopo il calo del 2008-09, dovuto alla crisi economica globale, dal 2010 la spesa dei viaggiatori stranieri è tornata a crescere a tassi elevati, riducendo il divario rispetto alla domanda potenziale. Il tasso di crescita medio tra il 2010 e il 2018 è stato del 4,5 per cento, a fronte dello 0,8 nel decennio precedente; nel 2017 e nel 2018 ha toccato rispettivamente il 7,7 e 6,5 per cento. Anche in ragione dell'andamento della spesa dei turisti italiani all'estero, incrementata meno della metà di quella dei turisti stranieri in Italia, il saldo della bilancia dei pagamenti relativo ai viaggi è aumentato dallo 0,6 per cento del PIL nel 2010 allo 0,9 per cento nel 2018 (fig. 15.3).

La ripresa è stata guidata dapprima dall'aumento della spesa per vacanze di natura culturale e successivamente dal recupero delle destinazioni marittime. Le entrate per viaggi d'affari sono invece diminuite, risentendo della debolezza del ciclo economico e di fattori di natura strutturale, come la maggiore diffusione delle nuove tecnologie della comunicazione[3].

Figura 15.2

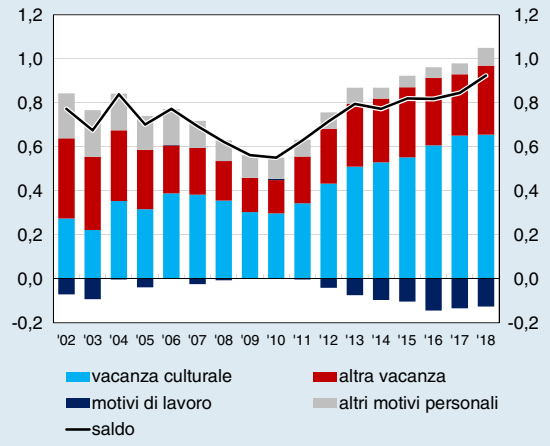
Presenze negli esercizi ricettivi
(indici: 2000=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Figura 15.3

Saldo della bilancia turistica e delle sue componenti
(in percentuale del PIL)



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

L'espansione del turismo negli ultimi anni è stata sostenuta soprattutto dai flussi provenienti da paesi al di fuori dell'Unione europea, la cui quota sul totale della spesa è salita dal 37,6 per cento del 2010 al 41,3 del 2018. Per quanto riguarda i paesi europei, dal 2014 è tornata a crescere la quota della spesa dei turisti provenienti dalla Francia, dal Regno Unito e soprattutto dalla Germania, paesi da cui dipende circa un terzo delle entrate per turismo dell'Italia.

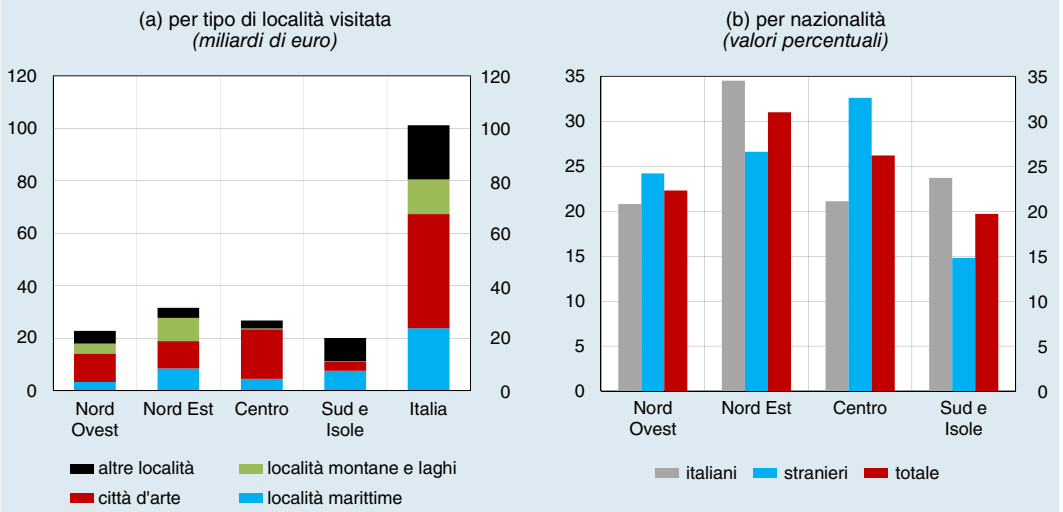
[3] F. Bripi, *Business travels, multinational firms and international trade*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La distribuzione della spesa turistica sul territorio

La ripartizione per area geografica di destinazione della spesa turistica stimata dal CST[4] mostra come questa si concentri nel Nord Est e al Centro; un peso minore hanno il Nord Ovest e soprattutto il Mezzogiorno (fig. 15.4.a).

Figura 15.4

Ripartizione della spesa turistica per macroarea (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.
(1) La spesa è riferita ai viaggiatori pernottanti. Le altre località comprendono le località collinari, termali e religiose, i capoluoghi senza specifici interessi turistici e i comuni non altrimenti classificati.

Il Nord Est, con il 31 per cento della spesa complessiva, è l'area a più alta vocazione turistica; questa esercita una notevole capacità attrattiva sui turisti stranieri e specialmente su quelli italiani, sfruttando la specializzazione delle diverse regioni dell'area nel turismo culturale, montano e marittimo (fig. 15.4.b). Il Centro ha il suo primato nel turismo straniero (oltre un terzo del totale della spesa in questo segmento), grazie in particolare al richiamo esercitato dalle sue città d'arte; minore, ma pur elevato, è il peso dell'area nel turismo domestico. Il Nord Ovest intercetta una quota importante della spesa dei turisti stranieri, in parte trainata negli ultimi anni dall'organizzazione di grandi eventi in città come Torino e Milano; per il turismo domestico questa macroarea conta in misura superiore alla media sul turismo dei propri residenti.

Nel Mezzogiorno, nonostante i recenti miglioramenti, permane un evidente divario fra potenziale turistico e risultati conseguiti. L'area, più esposta alla concorrenza di altre destinazioni del Mediterraneo, fronteggia una domanda più elastica al prezzo rispetto al resto del Paese[5]. Sebbene nella macroarea si situino circa i tre quarti delle coste italiane e del territorio appartenente a parchi nazionali, oltre a una parte consistente dei musei e siti archeologici, la quota del Mezzogiorno sul totale della spesa è inferiore al 20 per cento e scende al 15 per cento se si considerano i soli flussi stranieri. Migliori

[4] Per la metodologia seguita nella ripartizione per nazionalità dei turisti della spesa sul territorio, cfr. il riquadro: *Ripartizione territoriale della spesa turistica domestica*, in A. Petrella e R. Torrini (a cura di), op. cit.

[5] E. Breda e G. Oddo, *The determinants of foreign tourism demand: separating elasticities for the extensive and the intensive margin*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 482, 2019.

sono i risultati nel turismo domestico, grazie al segmento marittimo, caratterizzato peraltro da un'accentuata stagionalità, mentre è ancora poco sfruttato il patrimonio artistico. Tra le presenze italiane, quelle dei residenti all'interno della macroarea hanno un peso elevato, superiore a quanto accade al Nord Est e al Centro.

Tenuto conto del ritardo di sviluppo, il Mezzogiorno è l'area che potrebbe trarre i benefici maggiori dalla crescita del settore, dato l'ampio livello di risorse produttive inutilizzate e i livelli mediamente bassi di congestione dei flussi[6].

Contenuto dei viaggi e turismo culturale

Come rilevato dall'*Indagine sul turismo internazionale* della Banca d'Italia[7], le vacanze dei turisti stranieri in Italia hanno registrato una crescente articolazione (dovuta a un aumento dei viaggi con destinazioni plurime) e un'ibridazione tra prodotti turistici diversi (vacanze al mare, in montagna, culturali e rurali), con una quota significativa e crescente di viaggiatori che indicano una motivazione secondaria. Questa evoluzione è stata particolarmente rilevante per le vacanze al mare e in montagna, arricchitesi con contenuti tipici delle vacanze rurali e culturali.

Nel contempo è aumentata la concentrazione dei flussi verso le principali destinazioni turistiche, con crescenti rischi di congestione. Vi ha inciso la ricomposizione in favore del turismo culturale, diretto verso un numero più ristretto di mete. Tale fenomeno rappresenta una sfida per le principali destinazioni turistiche, rendendo necessaria una conciliazione tra i bisogni dei visitatori e quelli dei residenti. Uno strumento che consente di correggere parzialmente le esternalità negative del turismo e redistribuirne i benefici è l'imposta di soggiorno[8]; quest'ultima nel 2017 ha generato un gettito per i comuni di oltre 470 milioni di euro.

Il nostro paese si caratterizza per un vasto patrimonio artistico, ampiamente diffuso sul territorio. I quasi 5.000 musei, aree archeologiche e monumenti sono distribuiti in circa un terzo dei comuni italiani. Ciò nonostante le prime quattro province (Roma, Venezia, Firenze e Milano) attraggono attualmente circa il 70 per cento della spesa dei viaggiatori stranieri con motivazioni culturali, contro il 60 dell'inizio degli anni duemila. Assumono inoltre un rilievo particolare i comuni sede dei 54 siti dichiarati dall'UNESCO patrimonio dell'umanità, che ospitano quasi la metà dei turisti stranieri e circa i tre quarti di quelli che visitano l'Italia per questo tipo di vacanza.

Il soggiorno a fini culturali rappresenta la principale motivazione dei turisti che arrivano in Italia per la prima volta; tre quarti dei viaggiatori complessivi e oltre il 90 per cento di quelli extraeuropei hanno come destinazione una città d'arte.

---

[6] R. Bronzini, E. Ciani e F. Montaruli, *Tourism and local growth in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Il lavoro mostra come a una più elevata spesa turistica si associ una crescita del valore aggiunto pro capite maggiore nelle aree con livelli iniziali di sviluppo più bassi; gli effetti sul PIL tendono a divenire gradualmente meno rilevanti al crescere della specializzazione turistica, presumibilmente per effetto di fenomeni di congestione.

[7] I risultati relativi al 2017 sono riassunti in *Indagine sul turismo internazionale*, Banca d'Italia, Statistiche, 11 giugno 2018. Per la metodologia, cfr. Banca d'Italia, *Turismo internazionale dell'Italia. La metodologia dell'indagine campionaria alle frontiere sul turismo internazionale dell'Italia*.

[8] L. Conti, E. Gennari, F. Quintiliani, R. Rassu e E. Sceresini, *L'imposta di soggiorno nei Comuni italiani*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 453, 2018.

La quota delle vacanze culturali diminuisce significativamente in caso di ritorno, pur rimanendo molto elevata per i turisti extraeuropei[9]. I contenuti artistici e culturali rappresentano quindi un'importante leva di attrazione del turista internazionale, con potenziali benefici anche per gli altri prodotti turistici nei viaggi successivi al primo.

I visitatori stranieri diretti verso mete culturali formulano un giudizio complessivamente positivo sul grado di soddisfazione[10]. Valutazioni meno favorevoli sono espresse per quanto riguarda i prezzi e i servizi informativi per i turisti. Si registrano ritardi, ad esempio, nell'utilizzo degli strumenti di informazione e comunicazione digitale; secondo i dati dell'Istat, meno di un terzo dei musei italiani dispone di un proprio sito internet.

Le istituzioni museali italiane mostrano una buona e crescente capacità di rendere il patrimonio fruibile al pubblico. Nei soli musei statali i visitatori paganti sono aumentati di circa il 60 per cento tra il 2010 e il 2018. La capacità di valorizzazione rimane tuttavia per alcuni aspetti contenuta: ad esempio, nel 2017 meno della metà delle strutture museali ha allestito esposizioni temporanee, potenziale volàno per attirare visitatori, soprattutto nei siti meno noti.

Un complessivo intervento di riforma ha interessato le istituzioni museali, al fine di migliorarne la gestione e favorirne l'organizzazione in rete. In tal senso sono stati istituiti il Sistema museale nazionale – inteso come un meccanismo di accreditamento basato su standard minimi di qualità del servizio per tutti i luoghi della cultura, pubblici e privati – e i Poli museali regionali, con il compito di coordinare le strutture museali presenti nel territorio di riferimento. Per potenziare la capacità di promuovere il patrimonio artistico è stata conferita autonomia organizzativa e gestionale ai musei e ai parchi archeologici di maggiore dimensione (cfr. il riquadro: *Le innovazioni nei musei statali: evidenze da un'indagine della Banca d'Italia*).

LE INNOVAZIONI NEI MUSEI STATALI: EVIDENZE DA UN'INDAGINE DELLA BANCA D'ITALIA

La conservazione e la possibilità di fruizione del patrimonio artistico garantiscono un servizio alla collettività, accrescendone il capitale umano e sociale. La presenza e la valorizzazione di questo patrimonio possono anche aumentare l'attrattività turistica, con riflessi positivi sull'economia locale. In tali processi sono essenziali gli assetti organizzativi e la performance degli enti gestori. Al riguardo alcuni recenti lavori hanno evidenziato come, nel contesto italiano, a una maggiore autonomia (contabile, organizzativa, operativa) corrispondano in generale risultati migliori, indipendentemente dalla natura pubblica o privata dell'ente[1].

[1] E. Beretta, G. Firpo, A. Migliardi e D. Scalise, *La valorizzazione del patrimonio artistico e culturale in Italia: confronti internazionali, divari territoriali, problemi e prospettive*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; E. Bertacchini, C. Dalle Nogare e R. Scuderi, *Ownership, organization, structure and performance in public service provision: the case of museums*, "Journal of Cultural Economics", 42, 4, 2018, pp. 619-643.

[9] Per maggiori dettagli, cfr. A. Filippone, M. Gallo, P. Passiglia e V. Romano, *Gli stranieri in vacanza in Italia: prodotti turistici, destinazioni e caratteristiche dei viaggiatori*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[10] Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Il grado di soddisfazione dei turisti stranieri diretti verso mete culturali*, in A. Petrella e R. Torrini (a cura di), op. cit.

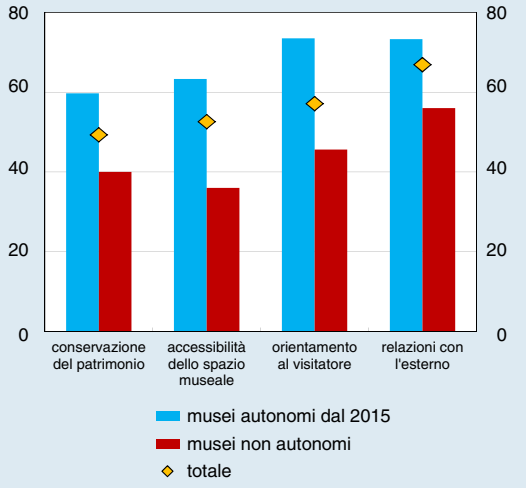
Due terzi degli istituti museali italiani sono di proprietà pubblica; quelli appartenenti allo Stato, pur rappresentando meno del 10 per cento del totale, attraggono oltre il 40 per cento dei visitatori. La metà di questi ultimi si concentra in 32 siti che sono stati interessati, a partire dal 2014, da una vasta azione di riforma, caratterizzata dal riconoscimento di più ampi margini di autonomia. In tale ambito è stata in particolare rafforzata la figura del Direttore (individuato a seguito di una selezione internazionale) cui è affidata, insieme al Consiglio di amministrazione, la responsabilità dell'ente.

In una recente indagine è stata effettuata una ricognizione delle iniziative intraprese nel biennio 2016-17 in 40 tra i principali musei e siti archeologici statali[2]: 20 istituti che hanno acquisito autonomia nel 2015, 10 resi autonomi nel 2016 e 10 non interessati dalla riforma. Allo scopo di elaborare un indicatore di performance sono state considerate le iniziative riferibili a quattro aree dell'offerta museale: la conservazione del patrimonio, l'accessibilità dello spazio museale, l'orientamento al visitatore e le relazioni con l'esterno.

Nel periodo considerato l'offerta di servizi dei musei autonomi si è ampliata in misura più accentuata in tutte le diverse aree considerate (figura). In particolare le differenze tra i musei che hanno acquisito per primi l'autonomia e quelli non autonomi sono statisticamente significative nell'area dell'accessibilità, intesa in senso ampio come possibilità di fruizione dello spazio museale, e nell'area dell'orientamento al visitatore. Riguardo al primo profilo, in quasi tutti gli istituti si sono svolte aperture straordinarie, ma i musei autonomi hanno adottato un numero maggiore di iniziative per riorganizzare gli orari e i giorni di apertura e per consentire l'acquisto dei biglietti via internet. Al fine inoltre di aumentare la fruibilità delle strutture e l'interesse del visitatore, i musei autonomi hanno più frequentemente intrapreso azioni per ampliare il patrimonio museale e la rotazione delle collezioni esposte, migliorare le informazioni disponibili durante la visita (ad es. pannelli didascalici, supporti audiovisivi, visite guidate) e aumentare l'offerta di servizi accessori (ad es. libreria e servizi di ristorazione).

Figura

Performance dei musei statali in alcune aree dell'offerta museale (2016-17) (1)
(valori percentuali)



Fonte: L. Leva, V. Menicucci, G. Roma e D. Ruggeri, op. cit.
(1) L'indicatore di performance è stato calcolato come quota delle nuove iniziative intraprese nel periodo considerato sul totale delle azioni possibili in ogni area dell'offerta museale. Per musei autonomi dal 2015 si considerano i primi 20 musei e parchi archeologici cui è stata conferita l'autonomia; per musei non autonomi si considerano 10 musei non interessati dalla riforma (gruppo di controllo).

[2] L. Leva, V. Menicucci, G. Roma e D. Ruggeri, *Innovazioni nella governance dei musei statali e gestione del patrimonio culturale: alcune evidenze da un'indagine della Banca d'Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La struttura dell'offerta

L'Italia è prima in Europa per numero di strutture ricettive e seconda solo alla Francia per quello di posti letto offerti da strutture professionalmente organizzate: il numero complessivo è peraltro più ampio, ma non quantificato, includendo anche le sistemazioni offerte presso abitazioni private.

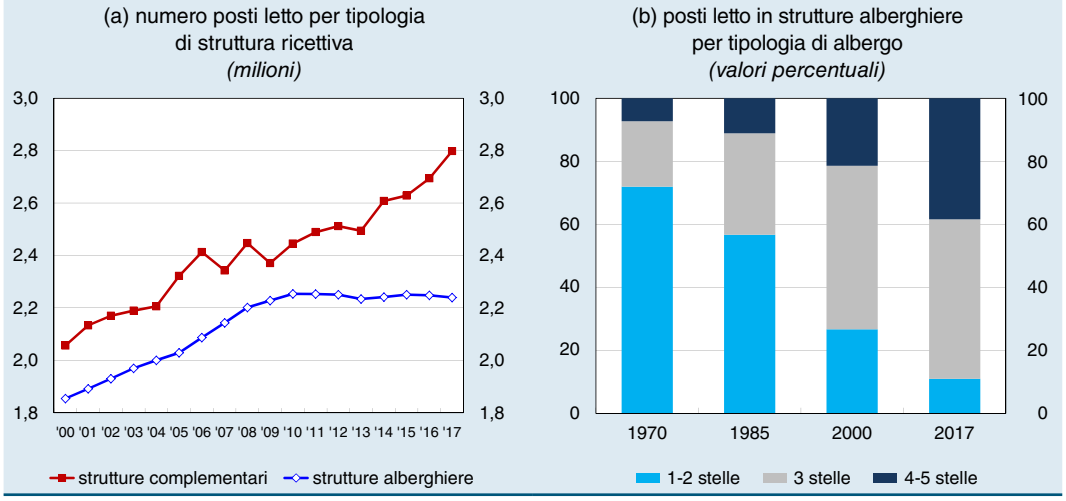
Le imprese che offrono servizi di alloggio mostrano le stesse caratteristiche del resto del sistema produttivo. Spicca il ruolo dominante della piccola impresa, spesso a gestione familiare, e la presenza relativamente ridotta delle strutture plurilocalizzate (catene alberghiere e simili). Ne risulta un peso più elevato del lavoro autonomo e una forte identificazione tra proprietà e management; il livello di istruzione degli addetti, ai vari livelli, è più basso della media europea, in linea con quanto osservato nel resto del sistema economico.

Le strutture alberghiere risultano di dimensioni simili a quelle degli altri paesi europei, ma sono più diffusamente distribuite sul territorio e gestite da imprese più piccole. Il loro grado di utilizzo, inferiore alla media europea, risente di una stagionalità comparativamente elevata, anche a causa dell'incidenza rilevante delle vacanze balneari e del ruolo più modesto dei viaggi d'affari.

Dall'inizio degli anni duemila si osserva un consistente aumento dei posti letto in strutture ricettive diverse dall'albergo (fig. 15.5.a), sostenuto prima dalla diffusione di agriturismi e *bed & breakfast*, poi dal fenomeno dell'economia della condivisione (*sharing economy*)[11] e delle piattaforme di intermediazione digitali. Anche per effetto della pressione competitiva esercitata da queste ultime[12], dal 2010 si è

Figura 15.5

Evoluzione della struttura ricettiva



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

[11] Nel settore turistico assumono rilievo forme di condivisione basate sul noleggio o sullo scambio di beni mediante piattaforma (*asset rental*).

[12] Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'impatto economico di Airbnb: il caso italiano*, in A. Petrella e R. Torrini (a cura di), op. cit.

accentuata la tendenza a un progressivo innalzamento della qualità delle strutture alberghiere, a fronte di una sostanziale stabilità del loro numero. Si è così ridotta la quota dei posti letto in alberghi a una e a due stelle, è rimasta stabile quella nelle strutture a tre stelle ed è aumentato il peso degli alberghi a quattro e a cinque stelle (fig. 15.5.b).

Secondo l'*Indagine sul turismo internazionale*, le prenotazioni via internet sono maggiormente indirizzate verso le località minori e con una più bassa concentrazione turistica. L'affermazione dei canali di prenotazione online, attraverso i quali transita oltre il 60 per cento delle prenotazioni di alloggi per vacanza, potrebbe pertanto contribuire ad attenuare alcuni elementi di fragilità dell'offerta turistica, facilitando l'accesso al mercato alle strutture che più difficilmente riuscirebbero altrimenti a porsi all'attenzione della clientela. Nel contempo l'ampliarsi dell'offerta mediata da questi nuovi operatori richiede di garantire parità di condizioni concorrenziali sul piano fiscale e regolamentare, senza frenare l'innovazione.

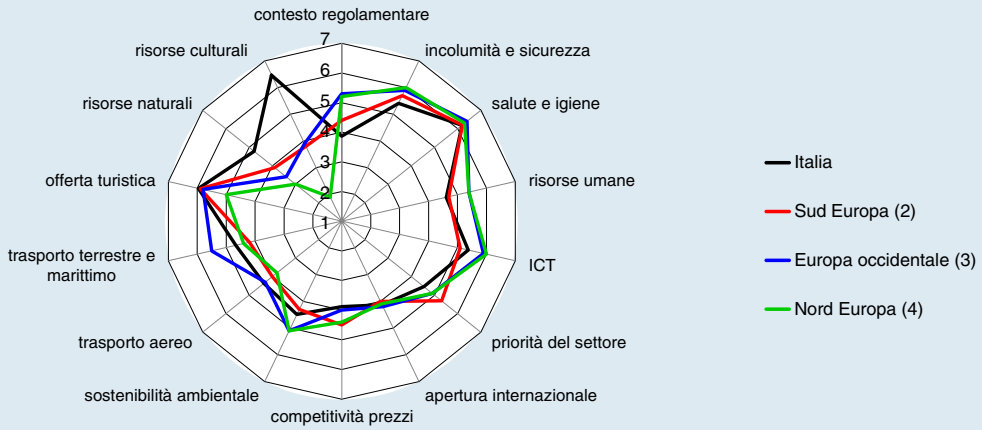
Il posizionamento nel mercato turistico globale

Secondo gli indicatori elaborati dal World Economic Forum (WEF) sul posizionamento nel mercato turistico globale, l'Italia si colloca all'ottava posizione su 136 paesi[13].

Tali indicatori registrano il primato dell'Italia sul piano delle risorse culturali e naturali, rispetto ad altre aree geografiche europee. I ritardi emergono sotto il profilo delle risorse umane (la qualificazione degli addetti) e delle infrastrutture di trasporto, in particolare terrestre e marittimo, che svolgono un ruolo centrale per lo sviluppo del comparto. Secondo questi indici il nostro paese soffre anche di scarsa competitività

Figura 15.6

Indici di competitività turistica (1)
(indici normalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati WEF.
(1) Punteggi attribuiti ai 14 pilastri adottati per la valutazione, riportati alla medesima scala (da 1 a 7). – (2) In base alle classificazioni del WEF, nel Sud Europa sono inclusi i seguenti paesi: Spagna, Italia, Portogallo, Grecia, Croazia, Malta, Turchia, Cipro. – (3) Francia, Germania, Regno Unito, Svizzera, Austria, Paesi Bassi, Belgio, Irlanda, Lussemburgo, Repubblica Ceca. – (4) Norvegia, Svezia, Islanda, Danimarca, Finlandia, Estonia, Lettonia, Lituania.

[13] WEF, *The Travel & Tourism Competitiveness Report 2017,* 2017.

attribuibile al contesto regolamentare; il settore turistico sembra inoltre avere un basso livello di priorità nelle politiche nazionali (fig. 15.6).

Su quest'ultimo aspetto influiscono gli assetti istituzionali, che hanno subito continue modifiche, con il conseguente indebolimento del ruolo di regia, promozione e punto di riferimento per i territori delle strutture di governo centrale.

16. GLI INVESTIMENTI PUBBLICI

Secondo le stime disponibili un aumento della spesa per investimenti pubblici può avere un impatto macroeconomico significativo, la cui entità dipende dal grado di efficienza nell'impiego delle risorse; l'impatto è più elevato in presenza di condizioni monetarie favorevoli e in assenza di ripercussioni negative sul premio per il rischio sovrano.

La spesa per investimenti pubblici in Italia si è fortemente ridotta dall'avvio della crisi, portandosi su valori inferiori a quelli registrati nei principali paesi europei. Vi hanno contribuito non solo la contrazione degli stanziamenti, ma anche le difficoltà operative di spesa. Gli indicatori disponibili suggeriscono un ritardo nella dotazione infrastrutturale del nostro paese che risente, specie nel Mezzogiorno, di sprechi e di inefficienze nella realizzazione delle opere. Tale situazione riflette sia un quadro di regole non adeguato, sia deboli competenze tecniche delle Amministrazioni nella programmazione e nella realizzazione degli interventi.

Negli ultimi anni è stata promossa una vasta azione di riforma volta a migliorare l'efficienza della spesa per investimenti. Tuttavia molte misure (come quelle riguardanti la programmazione tecnico-finanziaria e la qualità della progettazione degli interventi) risultano ancora inattuate o non pienamente operative. Interventi mirati ad accelerare la realizzazione delle opere, se non accompagnati da una maggiore trasparenza dell'attività amministrativa e da adeguati livelli di professionalità negli enti committenti, possono accentuare i rischi di corruzione e di allocazione inefficiente delle risorse.

Spesa per investimenti pubblici e attività economica

La spesa per investimenti pubblici esercita sulla domanda aggregata un impatto diretto, generalmente più forte di quello associato ad altre voci del bilancio pubblico, quali ad esempio i trasferimenti correnti; questi ultimi – aumentando il reddito disponibile dei beneficiari – sono infatti in parte destinati al risparmio. La spesa per investimenti pubblici inoltre espande la capacità produttiva potenziale del sistema economico nazionale, nel medio e nel lungo termine.

Numerosi fattori concorrono a determinare la dimensione del cosiddetto moltiplicatore (ossia l'espansione del prodotto generata da un aumento della spesa): il grado di utilizzo delle risorse produttive al momento dell'investimento; l'efficienza della spesa e i tempi di attuazione dei programmi di investimento; le modalità di finanziamento; l'orientamento della politica monetaria e le possibili ripercussioni sul premio per il rischio sovrano.

Stime dell'impatto sull'economia italiana di un aumento della spesa per investimenti pubblici possono essere ottenute mediante simulazioni del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia (tav. 16.1)[1]. Un incremento degli investimenti effettuato in disavanzo fornirebbe in generale un impulso espansivo; aumenterebbero l'occupazione, i salari e l'inflazione. In presenza di condizioni monetarie accomodanti e con un'adeguata efficienza nell'utilizzo delle risorse la crescita dell'attività economica favorirebbe la discesa del debito pubblico in rapporto al PIL (scenario A). Qualora tuttavia l'attuazione degli investimenti fosse caratterizzata da sprechi e inefficienze, il moltiplicatore si ridurrebbe significativamente e, a più lungo termine, il rapporto fra debito pubblico e prodotto aumenterebbe, risentendo del minore impatto espansivo sulla capacità produttiva (scenario B). Effetti simili si osserverebbero se l'aumento della spesa suscitasse timori sulla sostenibilità del debito pubblico tali da accrescere i costi di finanziamento per il settore pubblico, e indirettamente per quello privato, comprimendo le decisioni di spesa di famiglie e imprese (scenario C). Il minore stimolo all'attività economica e l'aumento della spesa per interessi comporterebbero, anche in questo caso, una crescita del rapporto tra debito pubblico e PIL[2].

Tavola 16.1

Impatto di un aumento degli investimenti pubblici (1 per cento di PIL) secondo il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia (1)

SCENARI	Anni				
	1	2	3	4	5
A. Scenario di base					
PIL reale (2)	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1
Deflatore del PIL (2)	0,1	0,4	0,8	1,3	1,6
Indebitamento/PIL (3)	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6
Debito/PIL (3)	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,4
B. Ridotta efficienza della spesa per investimenti (4)					
PIL reale (2)	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8
Deflatore del PIL (2)	0,0	0,2	0,5	0,7	1,0
Indebitamento/PIL (3)	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Debito/PIL (3)	0,1	0,3	0,4	0,6	1,0
C. Aumento dei costi di finanziamento (5)					
PIL reale (2)	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
Deflatore del PIL (2)	0,1	0,3	0,7	1,0	1,2
Indebitamento/PIL (3)	0,8	0,6	0,8	0,9	1,1
Debito/PIL (3)	-0,4	-0,1	0,3	0,9	2,0

Fonte: F. Busetti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, op. cit.
(1) L'aumento degli investimenti pubblici è effettuato in disavanzo. – (2) Differenze percentuali da uno scenario senza aumento della spesa pubblica per investimenti. – (3) Differenze assolute da uno scenario senza aumento della spesa pubblica per investimenti (punti percentuali di PIL). – (4) Si ipotizza che solo metà dell'ammontare stanziato comporti un incremento dello stock di capitale pubblico e che la parte rimanente dia origine a spesa a carattere improduttivo con un minore impatto sull'attività economica. – (5) Aumento permanente di 10 punti base dei rendimenti sui titoli di Stato a breve termine e di 50 punti base dei rendimenti a medio termine.

[1] Per un'analisi più dettagliata, cfr. F. Busetti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, *Capitale e investimenti pubblici in Italia: effetti macroeconomici, misurazione e debolezze regolamentari*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[2] Se l'aumento del premio per il rischio si verificasse nello scenario di spesa inefficiente, il moltiplicatore sarebbe pari a circa 0,5 nell'intero orizzonte di simulazione (ipotesi congiunte degli scenari B e C; risultati non riportati nella tavola).

Le stime effettuate con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia non tengono pienamente conto dei meccanismi dal lato dell'offerta e in particolare delle possibili relazioni di complementarità tra il capitale pubblico e quello privato nella funzione di produzione delle imprese. Qualora gli investimenti pubblici aumentassero la redditività del capitale privato, incentivandone l'accumulazione, si potrebbero osservare valori più alti del moltiplicatore. La rilevanza di questo canale di trasmissione emerge in alcune analisi effettuate dalle principali istituzioni internazionali utilizzando modelli macroeconomici dinamici di equilibrio economico generale (cfr. il riquadro: *Effetti macroeconomici della spesa per investimenti pubblici: un confronto tra diverse stime).*

EFFETTI MACROECONOMICI DELLA SPESA PER INVESTIMENTI PUBBLICI: UN CONFRONTO TRA DIVERSE STIME

Stime degli effetti macroeconomici di un aumento degli investimenti pubblici sono state recentemente prodotte dalle maggiori istituzioni internazionali utilizzando diverse metodologie. Alcune valutazioni si basano su analisi empiriche che misurano l'impatto complessivo della politica di bilancio sul PIL, utilizzando informazioni per diversi paesi e orizzonti temporali. Questo approccio, che può tenere conto ad esempio delle condizioni del ciclo economico, non consente tuttavia di individuare con precisione i meccanismi di trasmissione delle misure.

Una metodologia alternativa fa invece ricorso a simulazioni di modelli macroeconometrici strutturali (modelli econometrici tradizionali e modelli dinamici di equilibrio generale), che permettono di identificare i diversi canali attraverso i quali l'aumento degli investimenti pubblici influenza l'attività economica. I modelli dinamici di equilibrio generale consentono anche di considerare le relazioni di complementarità tra il capitale pubblico e quello privato impiegato nei processi produttivi: se un aumento degli investimenti pubblici migliora il contesto esterno in cui operano le imprese, si determina un incremento della produttività del lavoro e della redditività del capitale privato che ne sospinge l'accumulazione, favorendo così l'aumento del PIL nel medio e lungo periodo. A determinare gli effetti complessivi sull'attività economica contribuiscono inoltre la risposta della politica monetaria (restrittiva o accomodante) e le possibili ripercussioni finanziarie a fronte dell'aumento degli investimenti pubblici. Alcuni di questi modelli includono inoltre più paesi e consentono pertanto di valutare i possibili effetti di interventi di spesa coordinati a livello internazionale.

La stima dell'impatto macroeconomico della maggiore spesa per investimenti è generalmente riassunta dal valore del moltiplicatore, ossia della variazione percentuale del PIL generata da un incremento persistente (solitamente ipotizzato tra i cinque e i dieci anni) della spesa pubblica pari all'1 per cento del prodotto effettuato in disavanzo. Le analisi delle principali istituzioni indicano che il moltiplicatore degli investimenti pubblici è elevato (compreso tra 1 e 1,8 nel medio periodo) nel caso in cui le condizioni monetarie e finanziarie rimangano invariate e le risorse stanziate si traducano in maniera tempestiva ed efficiente in aumenti del capitale pubblico (tavola). Tali stime devono pertanto essere interpretate come un limite superiore: in presenza di inefficienze nei processi di spesa le stesse analisi indicano valori inferiori del moltiplicatore, compresi tra 0,7 e 1,3 (non riportati nella tavola).

Tavola

Stime degli effetti macroeconomici di un aumento della spesa per investimenti pubblici nell'ipotesi di piena efficienza e di condizioni monetarie accomodanti (1)

Banca d'Italia	
Modello econometrico trimestrale	1,1
Modello a più paesi	1,5 (1,8)
OCSE	1,0
Commissione europea	1,3
Banca centrale europea	1,8
Fondo monetario internazionale	1,4

Fonte: F. Busetti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, *Capitale e investimenti pubblici in Italia: effetti macroeconomici, misurazione e debolezze regolamentari*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.
(1) L'aumento della spesa per investimenti pubblici è pari all'1 per cento del PIL; a fronte della maggiore spesa non sono definite misure di copertura (quindi il disavanzo aumenta). Nelle simulazioni dei modelli strutturali l'aumento della spesa ha una durata compresa tra 5 e 10 anni. Il medio periodo sul quale viene calcolato il moltiplicatore di bilancio corrisponde a 10 anni, ad eccezione delle stime ottenute con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia (5 anni) e delle stime dell'FMI (4 anni). Per i modelli strutturali si ipotizza che la politica monetaria sia accomodante almeno per i primi 2 anni e che non vi siano ripercussioni negative sui premi per il rischio sovrano.

Secondo le nostre valutazioni – sia quelle basate sul modello econometrico trimestrale dell'economia italiana, sia quelle fondate su un modello di equilibrio generale dinamico a più paesi – il moltiplicatore di medio termine sarebbe compreso tra 1,1 e 1,5 nell'ipotesi di piena efficienza della spesa; un valore più elevato (1,8) potrebbe essere raggiunto se l'incremento della spesa fosse coordinato tra i paesi dell'area dell'euro, grazie all'aumento della domanda aggregata e a condizione del permanere dell'attuale orientamento accomodante della politica monetaria (legato alla bassa inflazione)[1]. Le analisi dell'OCSE[2], della Commissione europea[3], della Banca centrale europea[4] e le stime del Fondo monetario internazionale[5] indicano valori del moltiplicatore sostanzialmente simili alle nostre valutazioni, compresi tra 1,0 e 1,8[6].

[1] L. Burlon, A. Locarno, A. Notarpietro e M. Pisani, *Public investment and monetary policy stance in the euro area*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1150, 2017. I risultati si riferiscono a un generico paese dell'area dell'euro e non derivano da una calibrazione del modello specifica per l'economia italiana.

[2] A. Mourougane, J. Botev, J.M. Fournier, N. Pain e E. Rusticelli, *Can an increase in public investment sustainably lift economic growth?*, OECD, Economics Department Working Papers, 1351, 2016.

[3] J. in't Veld, *Public investment stimulus in surplus countries and their euro area spillovers*, European Commission, Economic Brief, 16, 2016.

[4] BCE, *Investimenti pubblici in Europa,* in *Bollettino economico*, 2, 2016, pp. 80-94.

[5] A. Abiad, D. Furceri e P. Topalova, *The macroeconomic effects of public investment: evidence from advanced economies*, IMF Working Paper, 95, 2015.

[6] Valori ancora più elevati, ma non direttamente comparabili, sono ottenuti mediante simulazioni del modello dell'FMI, in cui tuttavia si ipotizza un aumento permanente della spesa per investimenti pubblici (anziché di durata pari a cinque o dieci anni, come negli altri casi).

Un recente lavoro fornisce una valutazione dell'impatto di un aumento degli investimenti pubblici nel Mezzogiorno sulla base di un modello dinamico di equilibrio economico generale calibrato sull'economia delle due macroaree dell'Italia. In assenza di inefficienze nel processo decisionale e di esecuzione della spesa, le simulazioni mostrano che, date la bassa dotazione di capitale pubblico e di infrastrutture nel Mezzogiorno e le forti interconnessioni commerciali tra le due aree, gli investimenti pubblici avrebbero

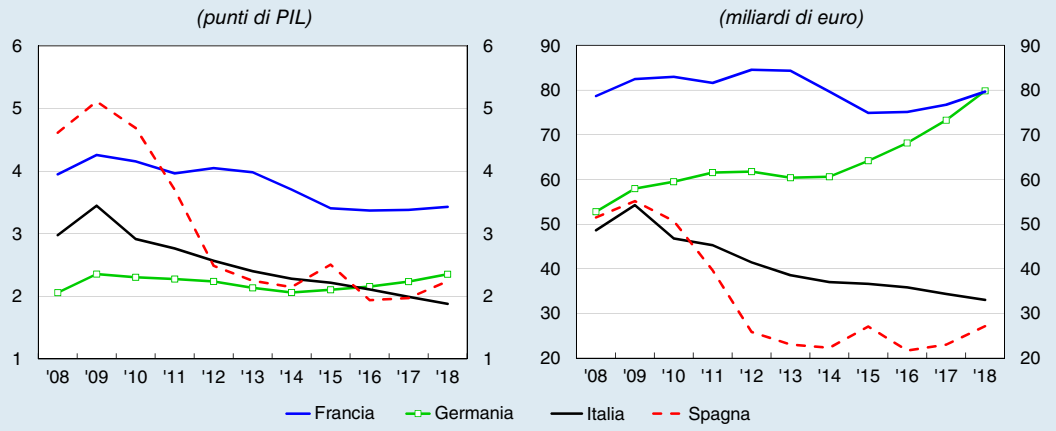
effetti marcatamente espansivi nel Mezzogiorno, favorendo anche l'attività economica nel Centro Nord[3].

Spesa per investimenti pubblici e dotazione di infrastrutture

In Italia negli ultimi anni gli investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche sono fortemente diminuiti (-3,6 per cento in media all'anno tra il 2008 e il 2018; fig. 16.1)[4], ben più che nel complesso dell'area dell'euro (-0,4). In rapporto al PIL, sono passati da circa 3 a circa 2 punti percentuali. La riduzione è stata maggiormente pronunciata per le Amministrazioni locali (da 1,7 a 1,0 punti di prodotto).

Figura 16.1

Investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche nelle principali economie dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea (Ameco).

La spesa per investimenti registrata nel conto economico delle Amministrazioni pubbliche non riflette con precisione le risorse che concorrono alla formazione del capitale infrastrutturale del Paese. Da un lato essa include voci che non riguardano il finanziamento delle infrastrutture (ad es. armamenti, macchinari e brevetti); queste contano per poco più della metà del totale e sono diminuite di quasi l'1 per cento in media all'anno. Dall'altro, al finanziamento delle infrastrutture concorrono anche soggetti esterni alle Amministrazioni pubbliche (come i concessionari autostradali e le società di telecomunicazioni).

Nonostante l'imperfetta corrispondenza tra investimenti e infrastrutture, il forte calo delle spese relative ai primi registrato nell'ultimo decennio indica un tendenziale rallentamento della accumulazione di infrastrutture del Paese.

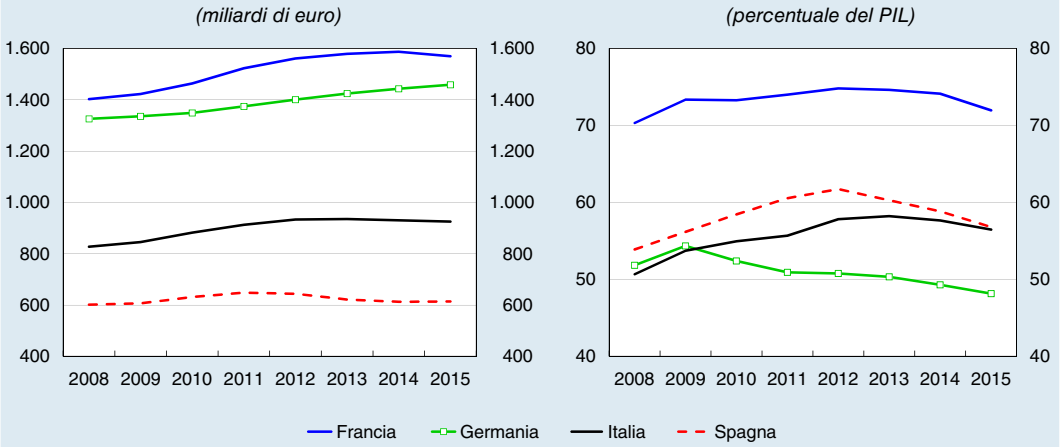
[3] A. Bartocci, A. Notarpietro e M. Pisani, *Macroeconomic effects of public investment in the South of Italy: a model-based analysis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[4] A seguito di una decisione dell'Eurostat del 2019, alcuni enti (tra i quali Rete Ferroviara Italiana spa) sono stati inclusi nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche a partire dal 2017. Per sterilizzare l'effetto di tale discontinuità il tasso di crescita relativo solo al periodo 2016-17 è stato calcolato senza includere gli investimenti di tali enti, che sono ammontati a oltre 8 miliardi nel biennio 2017-18.

La dotazione infrastrutturale può essere misurata, per quanto in modo approssimato, utilizzando diverse metodologie. L'approccio dell'inventario permanente cumula i dati storici della spesa annua per investimenti, tenendo conto del deprezzamento delle principali categorie di beni capitali. Con questo metodo il Fondo monetario internazionale (FMI)[5] ha stimato che nel 2015 il capitale pubblico italiano fosse pari a circa il 56 per cento del PIL, in linea con quello della Spagna (57), in posizione intermedia tra quelli della Germania e della Francia (48 e 72, rispettivamente; fig. 16.2).

Figura 16.2

Stock di capitale pubblico delle principali economie dell'area dell'euro
(metodo dell'inventario permanente)



Fonte: FMI.

Altri approcci si basano su misure fisiche delle infrastrutture effettivamente esistenti. Nei confronti internazionali basati su questo tipo di misure la posizione dell'Italia appare meno favorevole. Il nostro paese ad esempio ha un'estensione della rete autostradale e ferroviaria in rapporto alla popolazione significativamente inferiore a quella delle principali economie europee; il quadro migliora solo in parte se il dato viene rapportato alla superficie (tav. 16.2).

Tavola 16.2

Infrastrutture di trasporto nei principali paesi dell'area dell'euro (1)

PAESI	Autostrade/Popolazione	Ferrovie/Popolazione	Autostrade/Superficie	Ferrovie/Superficie
Francia	174,3	425,6	0,0183	0,0448
Germania	158,1	470,0	0,0364	0,1081
Italia	114,4	276,7	0,0230	0,0556
Spagna	332,6	348,1	0,0305	0,0320

Fonte: Eurostat.
(1) I dati, riferiti al 2016, sono espressi in chilometri e non sono corretti per tenere conto dell'orografia. La popolazione è espressa in milioni, la superficie in chilometri quadrati.

[5] L'FMI considera gli investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche di 170 paesi. Il tasso di deprezzamento è stimato separatamente per ciascun paese.

Sempre con riferimento ai trasporti, si può valutare anche l'adeguatezza delle reti, ad esempio considerando una media dei tempi di percorrenza tra le diverse località. Questi indicatori tendono a favorire i luoghi serviti da un numero maggiore di collegamenti, ben connessi alle aree più popolose (in quanto i tempi di percorrenza sono tipicamente ponderati con la popolazione del luogo di destinazione)[6] e geograficamente al centro del territorio considerato. Anche questo tipo di misura suggerisce un marcato svantaggio dell'Italia (fig. 16.3).

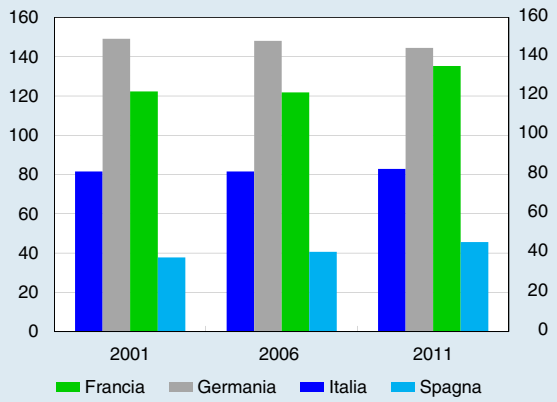
Anche all'interno del Paese vi sono significativi divari di dotazione infrastrutturale. Ad esempio in rapporto alla popolazione, la rete autostradale nel Mezzogiorno è meno estesa. Si registra inoltre uno svantaggio nei collegamenti ferroviari e nei nodi di accesso alle reti di trasporto (caselli autostradali, stazioni ferroviarie, porti, aeroporti)[7].

In termini di accessibilità i capoluoghi di provincia con indici migliori sono concentrati in Lombardia, Veneto, Piemonte, Emilia-Romagna e, in misura minore, in Toscana e nel Lazio (fig. 16.4)[8].

Nel complesso, pur tenendo conto delle difficoltà di misurazione dovute alla multidimensionalità del fenomeno, il divario infrastrutturale dell'Italia rispetto agli altri paesi europei in termini di misure fisiche appare superiore a quello

Figura 16.3

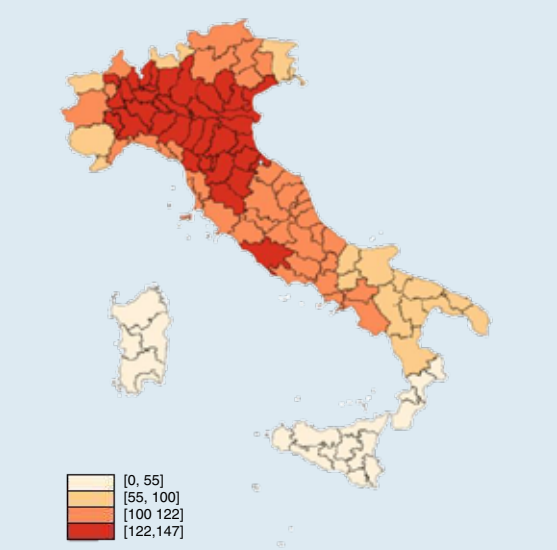
Indice di accessibilità delle infrastrutture di trasporto (1)



Fonte: elaborazione su dati European Spatial Planning Observation Network (ESPON) dell'Unione europea.
(1) Quota di popolazione europea raggiungibile nell'arco di 4 ore, utilizzando spostamenti intermodali (aereo, treno, autostrada). I valori dell'indicatore sono ottenuti fissando pari a 100 l'indice della UE27. L'indicatore per ciascun paese è costruito come media semplice degli indicatori provinciali.

Figura 16.4

Accessibilità delle province italiane
(numeri indice: media=100)



Fonte: M. Bucci, G. Ivaldi e G. Messina, op. cit.

[6] Questo è vero almeno nel caso di indici costruiti utilizzando la velocità teorica. Per calcolare i tempi di collegamento può essere infatti utilizzata una velocità teorica (ad es. basata sui limiti di velocità delle strade) o una stima della velocità effettiva. La popolosità di una città ha un effetto negativo sulla velocità effettiva, poiché le vie di uscita e di ingresso da un grande centro sono di norma più congestionate.

[7] Svimez, *Rapporto sull'economia e la società del Mezzogiorno*, il Mulino, Bologna, 2018.

[8] M. Bucci, G. Ivaldi e G. Messina, *I divari infrastrutturali in Italia: una ricostruzione mirata*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

suggerito dagli indicatori basati sull'entità della spesa; ciò segnala una minore efficienza nella realizzazione delle opere, generalmente più accentuata nel Mezzogiorno (cfr. il capitolo 11: *Le infrastrutture* nella *Relazione annuale* sul 2010).

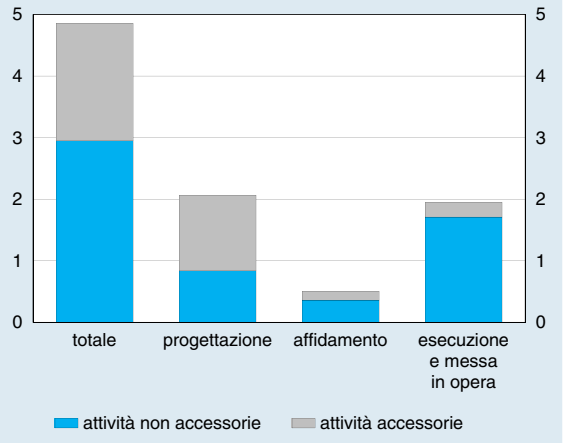
Tempi e ostacoli alla realizzazione delle infrastrutture

Il nostro paese si caratterizza per lunghi tempi di realizzazione delle opere, anche per progetti di valore contenuto (quindi presumibilmente poco complessi). Secondo un'analisi condotta sugli interventi avviati nel contesto delle politiche di coesione, che rappresentano poco più di un decimo del totale dei progetti avviati in Italia, la durata mediana della realizzazione di un'opera è pari a 4 anni e 10 mesi, a fronte di un importo mediano di 300.000 euro; sale a quasi 11 anni per le opere il cui valore supera i 5 milioni[9].

La sola fase di progettazione ha una durata mediana di poco più di 2 anni (circa il 40 per cento della durata complessiva); se ne impiegano quasi altrettanti per l'esecuzione e messa in opera dell'intervento; l'affidamento dei lavori richiede circa 6 mesi. Sui tempi incidono in misura significativa un insieme di attività accessorie di tipo amministrativo (in particolare iter autorizzativi e passaggi burocratici), che assommano a circa il 40 per cento della durata complessiva. Tali attività accessorie rappresentano più del 60 per cento della sola fase di progettazione, che include iter autorizzativi che coinvolgono numerosi enti preposti alla tutela di interessi specifici, come quello ambientale (fig. 16.5).

Figura 16.5

Durata delle fasi che compongono il ciclo di realizzazione delle opere pubbliche
(valori mediani; anni)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Agenzia per la Coesione territoriale.

Gli ampi scostamenti dai tempi di realizzazione previsti portano a qualificare taluni interventi come incompiuti. Secondo l'Anagrafe delle opere incompiute, gestita dal Ministero delle Infrastrutture e dei trasporti ai sensi della L. 214/2011, alla fine del 2017 risultavano avviati ma non completati 647 interventi per un valore complessivo di quasi 4 miliardi. Tra le cause di stallo è indicata in oltre la metà dei

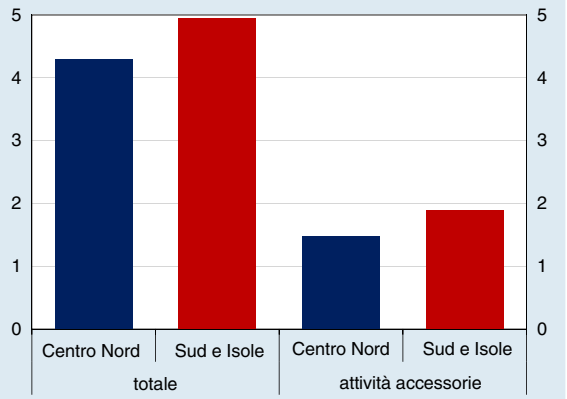
[9] C. Carlucci, C. Giorgiantonio e T. Orlando, *Tempi di realizzazione delle opere pubbliche e loro determinanti*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Le politiche di coesione impiegano risorse pubbliche, europee e nazionali, con la finalità di rimuovere le disuguaglianze di sviluppo e promuovere la coesione economica tra i territori italiani. L'analisi è stata effettuata sulla base dati gestita dall'Agenzia per la Coesione territoriale, relativa agli interventi avviati nel periodo 2000-2013. I maggiori fruitori dei fondi sono enti situati nelle regioni meridionali (circa il 75 per cento). I progetti relativi alle politiche di coesione rappresentano circa il 30 per cento del totale delle opere avviate nel Mezzogiorno e il 5 di quelle intraprese nel Centro Nord. La stima della rappresentatività si fonda sulle informazioni disponibili nella base dati OpenCUP, gestita dalla Presidenza del Consiglio dei ministri.

casi la mancanza di fondi (fenomeno che include i rallentamenti nell'erogazione delle risorse).

I tempi di realizzazione sono maggiori nel Mezzogiorno: considerando i soli lavori gestiti dai comuni, il tempo mediano complessivo necessario è di circa 5 anni nel Mezzogiorno, contro i 4,3 del Centro Nord (fig. 16.6)[10]. Una parte rilevante di questo scostamento deriva dai tempi attribuibili alle attività accessorie di tipo amministrativo: nelle aree meridionali ammontano a quasi 2 anni, il 28 per cento in più rispetto al Centro Nord.

Figura 16.6

Durata di realizzazione delle opere e delle attività accessorie (1)
(valori mediani; anni)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Agenzia per la Coesione territoriale.
(1) La figura riporta i valori mediani della durata totale di realizzazione delle opere e di quella delle sole attività accessorie, relativi ai comuni del Centro Nord, del Sud e delle Isole.

Con riferimento alle opere incompiute, oltre il 70 per cento degli interventi censiti come incompiuti nel 2017 si colloca nelle regioni meridionali, a fronte di una quota di lavori affidati pari a circa un terzo del totale. La frequenza della causa di stallo relativa alla mancanza di fondi raggiunge il 57 per cento nel Mezzogiorno, mentre si colloca al 24 al Nord, dove sono più diffuse cause tecniche come le ragioni di forza maggiore (52 per cento dei casi).

Nel corso degli ultimi anni è stata promossa una vasta azione di riforma per rendere più efficiente la spesa per investimenti. La legge Madia (L. 124/2015 e successivi decreti di attuazione), nell'ambito di un più ampio programma di riordino dell'Amministrazione pubblica, ha introdotto rilevanti misure di semplificazione dei processi autorizzativi (cfr. il capitolo 15: *La Pubblica amministrazione* nella *Relazione annuale* sul 2014). Il Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 50/2016) ha disposto una complessiva riforma del settore volta in particolare a razionalizzare il quadro normativo di riferimento, responsabilizzare maggiormente gli operatori pubblici e privati, contrastare la corruzione (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale* nella *Relazione annuale* sul 2015).

Il Codice ha inoltre previsto: preventive e più accurate analisi costi-benefici delle opere; miglioramenti nella programmazione tecnico-finanziaria e nella qualità della progettazione; misure di qualificazione degli enti committenti. A distanza di oltre tre anni dalla loro approvazione, tali disposizioni non risultano tuttavia ancora attuate o pienamente operative[11].

[10] C. Carlucci, C. Giorgiantonio e T. Orlando, op. cit. Tale divario non è spiegato da differenze nella natura o nella dimensione delle opere nelle due macroaree.

[11] C. Giorgiantonio, A. Pasetto e Z. Rotondi, *La dotazione infrastrutturale: i nodi da affrontare nella nuova legislatura*, in G. Arachi e M. Baldini (a cura di), *La finanza pubblica italiana. Rapporto 2018*, Bologna, il Mulino, 2018, pp. 211-236; F. Busetti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, op. cit.

Il Governo ha recentemente adottato alcune misure per accelerare la realizzazione delle opere (DL 32/2019, in corso di conversione in legge), che incidono però prevalentemente sulla fase di affidamento. Talune semplificazioni (come l'estensione della possibilità di ricorrere al subappalto e alle procedure negoziate con soli tre operatori economici), se non contemperate da una maggiore trasparenza dell'attività amministrativa e adeguati livelli di professionalità degli enti committenti, potrebbero accentuare i rischi di corruzione e di inefficiente allocazione delle risorse[12]. L'operatività di altre misure resta demandata all'adozione di successivi provvedimenti attuativi.

[12] F. Decarolis e C. Giorgiantonio, *Corruption red flags in public procurement: evidence from italian calls for tenders*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; A. Baltrunaite, C. Giorgiantonio, S. Mocetti e T. Orlando, *Discretion and supplier selection in public procurement*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1178, 2018.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 MAGGIO 2019

DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- Governatore
Fabio PANETTA	- Direttore generale
Luigi Federico SIGNORINI	- Vice Direttore generale
Alessandra PERRAZZELLI	- Vice Direttrice generale
Daniele FRANCO	- Vice Direttore generale

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Gaetano MACCAFERRI
Francesco ARGIOLAS	Ignazio MUSU
Nicola CACUCCI	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Carlo CASTELLANO	Donatella SCIUTO
Marco D'ALBERTI	Orietta Maria VARNELLI
Giovanni FINAZZO	Marco ZIGON
Andrea ILLY	

COLLEGIO SINDACALE

Gaetano PRESTI - Presidente

Giuliana BIRINDELLI	Anna Lucia MUSERRA
Lorenzo DE ANGELIS	Sandro SANDRI

SINDACI SUPPLENTI

Giovanni LIBERATORE	Giuseppe MELIS

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

Augusto APONTE	- Revisore generale
Corrado BALDINELLI	- Capo del dipartimento risorse umane e organizzazione
Carmelo BARBAGALLO	- Capo del dipartimento vigilanza bancaria e finanziaria
Ebe BULTRINI	- Capo del dipartimento informatica
Luigi DONATO	- Capo del dipartimento immobili e appalti
Eugenio GAIOTTI	- Capo del dipartimento economia e statistica
Paolo MARULLO REEDTZ	- Capo del dipartimento mercati e sistemi di pagamento
Marino Ottavio PERASSI	- Avvocato generale
Roberto RINALDI	- Capo del dipartimento circolazione monetaria e bilancio
Giuseppe SOPRANZETTI	- Funzionario generale con incarichi speciali e direttore della sede di milano

* * *

Claudio CLEMENTE	- Direttore dell'unità di informazione finanziaria per l'italia (uif)

Stampato su carta prodotta nel rispetto dell'ambiente