



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione annuale

Roma, 31 maggio 2022

CENTOVENTOTTESIMO ESERCIZIO

anno 2021

esercizio

CXXVII





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione annuale

---

anno 2021 – centoventottesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2022

© Banca d'Italia, 2022

**Indirizzo**

Via Nazionale, 91  
00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 06 47921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione  
a fini didattici e non commerciali,  
a condizione che venga citata la fonte

ISSN 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 2022*

---

*Il bilancio della Banca d'Italia è disponibile sul sito internet dell'Istituto ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).*

*Copie a stampa possono essere richieste alla Biblioteca Paolo Baffi: [richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it](mailto: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

<b>1. La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale</b>	3
La congiuntura e le politiche macroeconomiche	3
<b>Riquadro: L'aumento dell'inflazione globale: fattori sottostanti e prospettive</b>	5
Il commercio internazionale	11
I prezzi e i mercati delle materie prime	13
I mercati finanziari internazionali	15
<b>Riquadro: La Presidenza italiana del G20</b>	19

## L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

<b>2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro</b>	25
La fase ciclica	25
I prezzi e i costi	27
I mercati finanziari	28
Le politiche di bilancio	30
<b>Riquadro: La riforma della governance economica europea</b>	30
La risposta europea all'aumento dei prezzi energetici e alla crisi in Ucraina	35
<b>3. La politica monetaria nell'area dell'euro</b>	37
L'azione di politica monetaria	37
<b>Riquadro: La revisione della strategia di politica monetaria della BCE</b>	38
Le operazioni di politica monetaria	42
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	43
La moneta e il credito	45

## L'ECONOMIA ITALIANA

<b>4. Il quadro di insieme</b>	49
<b>Riquadro:</b> <i>Fonti e utilizzi dell'energia in Italia e nell'Unione europea</i>	52
<b>Riquadro:</b> <i>L'impatto della guerra in Ucraina sulle prospettive di crescita e inflazione dell'Italia</i>	54
<b>Riquadro:</b> <i>L'attuazione del PNRR: risultati raggiunti e scadenze nel 2022</i>	58
<b>5. Le famiglie</b>	61
Il reddito e la sua distribuzione	61
<b>Riquadro:</b> <i>I bilanci delle famiglie italiane: un confronto tra il 2016 e il 2020</i>	63
<b>Riquadro:</b> <i>Il costo di un figlio</i>	66
I consumi	69
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni	72
<b>6. Le imprese</b>	74
Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo	74
Gli investimenti	78
L'innovazione e la produttività	79
<b>Riquadro:</b> <i>La riallocazione delle risorse durante la pandemia</i>	82
<b>7. Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese</b>	86
LE FAMIGLIE	86
La ricchezza e gli investimenti finanziari	86
L'indebitamento	89
LE IMPRESE	91
La redditività e il saldo finanziario	91
Le fonti di finanziamento	92
<b>Riquadro:</b> <i>L'accesso al credito delle imprese di nuova costituzione</i>	96
<b>8. Il mercato del lavoro</b>	102
L'occupazione e le ore lavorate	102
<b>Riquadro:</b> <i>Politiche attive del lavoro: le migliori pratiche nei principali paesi europei e il caso italiano</i>	108
L'offerta di lavoro	111
Le relazioni industriali e la contrattazione	114
<b>9. I prezzi e i costi</b>	115
I prezzi e i costi nel 2021	115

Le prospettive dell'inflazione nel 2022	117
<b>Riquadro:</b> <i>L'effetto dei rincari energetici e delle difficoltà di approvvigionamento sulla variazione dei costi e dei prezzi delle imprese</i>	118
<b>10. L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti</b>	120
Le esportazioni e le importazioni	120
<b>Riquadro:</b> <i>Problemi di approvvigionamento e catene globali del valore</i>	121
La competitività di prezzo	124
La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	125
<b>Riquadro:</b> <i>La bilancia energetica dell'Italia</i>	126
<b>11. La finanza pubblica</b>	133
La finanza pubblica nel 2021	133
La finanza pubblica nel 2022 e le prospettive di medio termine	141
<b>Riquadro:</b> <i>Gli effetti distributivi e sugli incentivi all'offerta di lavoro dell'assegno unico e universale e delle modifiche all'Irpef</i>	142
<b>12. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale</b>	148
La gestione delle crisi di impresa	148
Il contesto istituzionale	150
<b>Riquadro:</b> <i>La regolamentazione del settore dell'energia elettrica e il meccanismo di formazione dei prezzi</i>	155
<b>13. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali</b>	159
La struttura dell'industria bancaria	160
Le attività delle banche	161
La raccolta bancaria	165
La redditività e il patrimonio delle banche	166
Gli altri intermediari creditizi e i confidi	169
Gli investitori istituzionali	170
<b>Riquadro:</b> <i>Lo sviluppo dei fondi di investimento alternativi chiusi mobiliari</i>	173
<b>14. I mercati monetari e finanziari</b>	177
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	181
Il mercato azionario	183
<b>Riquadro:</b> <i>Le quotazioni azionarie: analisi delle determinanti e degli andamenti settoriali</i>	184
Le infrastrutture di mercato	187

## SEZIONE MONOGRAFICA

<b>15. L'economia del Mezzogiorno</b>	191
Il quadro macroeconomico fino alla vigilia della pandemia	191
La struttura produttiva	193
Il mercato del lavoro	195
<b>Riquadro:</b> <i>Le differenze territoriali nella formazione del capitale umano</i>	196
L'accesso al credito	199
Fattori di contesto ed efficacia dell'azione pubblica	200
<b>Riquadro:</b> <i>Le condizioni finanziarie dei Comuni del Mezzogiorno</i>	201
<b>Riquadro:</b> <i>I divari territoriali nella realizzazione delle opere pubbliche</i>	204
La pandemia e le prospettive di medio termine	206
<b>16. La digitalizzazione dell'industria finanziaria italiana</b>	208
La diffusione delle tecnologie digitali nel settore finanziario italiano	209
Le iniziative delle autorità europee per favorire la digitalizzazione dell'industria finanziaria	215
Le iniziative della Banca d'Italia	217
<b>AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA</b>	219

---

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

---

Pubblicazione aggiornata con i dati disponibili al 18 maggio 2022, salvo diversa indicazione.

# **L'ECONOMIA INTERNAZIONALE**



## 1. LA CONGIUNTURA MONDIALE, LE POLITICHE ECONOMICHE E IL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Nel 2021 la situazione pandemica mondiale è sensibilmente migliorata, grazie soprattutto al progresso delle campagne vaccinali, più spedito tra i paesi avanzati. Il conseguente allentamento delle restrizioni alla mobilità e le politiche economiche nel complesso ancora espansive hanno favorito una ripresa della domanda globale più rapida e intensa del previsto, in particolare dei beni. Ne hanno beneficiato la crescita mondiale, in forte recupero al 6,1 per cento, e la dinamica degli scambi internazionali. In tale contesto, l'inflazione è stata sospinta dalla crescita dei prezzi delle materie prime, soprattutto di quelle energetiche e alimentari, e dal riemergere di strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale.

Nei principali paesi avanzati le politiche economiche sono rimaste generalmente accomodanti. Sul fronte fiscale, i governi hanno continuato a sostenere la domanda, soprattutto negli Stati Uniti. Dall'autunno, in risposta a pressioni inflazionistiche più intense e persistenti delle attese, la Federal Reserve e la Bank of England hanno avviato la normalizzazione dell'orientamento della politica monetaria.

Il tono delle politiche di bilancio si è mantenuto espansivo anche in tutte le principali economie emergenti. È stato invece eterogeneo quello delle politiche monetarie, a fronte di dinamiche inflative diverse tra i paesi. Mentre in Cina e in India le banche centrali hanno confermato una linea moderatamente accomodante, quelle di Brasile e Russia hanno aumentato progressivamente i tassi di riferimento già dai primi mesi dell'anno.

Le condizioni finanziarie, rimaste distese nella prima parte del 2021, hanno segnato un deterioramento dall'autunno soprattutto nei paesi emergenti, anche per le prospettive di una politica monetaria statunitense meno accomodante e per il proseguimento dell'apprezzamento del dollaro.

L'invasione russa dell'Ucraina nel febbraio 2022 ha determinato un repentino peggioramento delle condizioni finanziarie globali e delle prospettive di crescita del prodotto e del commercio mondiali, per effetto dell'aumentata incertezza, dell'ulteriore rialzo dei prezzi delle materie prime e dell'acuirsi delle strozzature dal lato dell'offerta. A frenare l'attività economica potranno contribuire inoltre i recenti pesanti lockdown in Cina e il tono più restrittivo delle politiche economiche, soprattutto negli Stati Uniti.

### *La congiuntura e le politiche macroeconomiche*

*I principali paesi avanzati.* – Nel 2021, dopo la marcata contrazione dell'anno precedente, il PIL dei paesi avanzati è cresciuto del 5,2 per cento (tav. 1.1). I progressi delle campagne vaccinali sono stati fondamentali per la ripresa economica: hanno

contribuito a ridurre i ricoveri e i decessi, permettendo un allentamento generalizzato delle restrizioni imposte per contenere la pandemia. L'orientamento accomodante delle politiche monetarie e di bilancio ha sostenuto l'attività economica. Secondo le più recenti previsioni del Fondo monetario internazionale, nel 2022 la dinamica del PIL diminuirà al 3,3 per cento (3,6 per cento a livello globale).

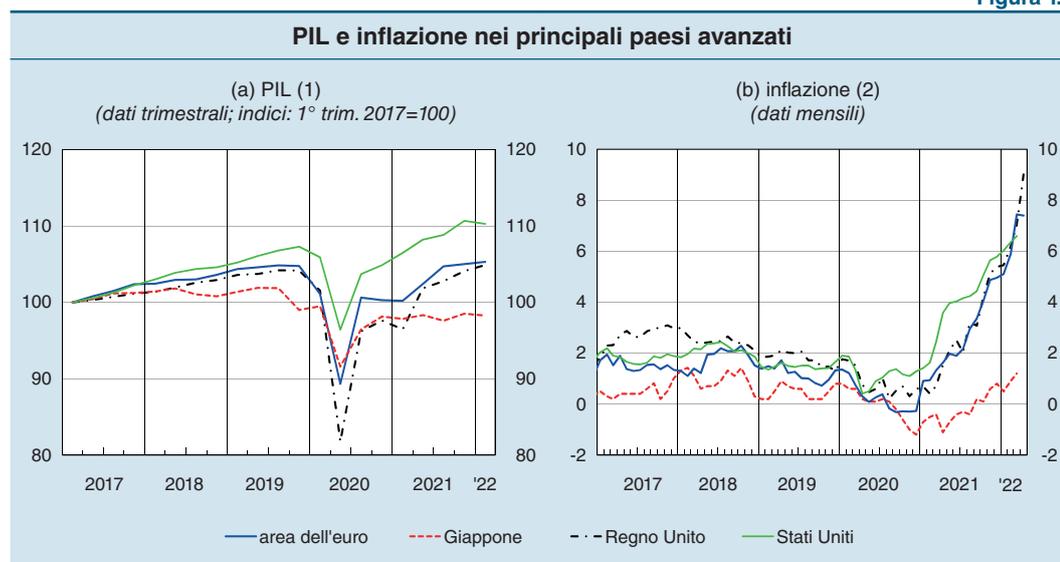
Tavola 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti (1) (valori percentuali)				
PAESI	PIL		Inflazione (2)	
	2020	2021	2020	2021
<b>Paesi avanzati</b>	<b>-4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>
Giappone	-4,5	1,7	0,0	-0,2
Regno Unito	-9,3	7,4	0,9	2,6
Stati Uniti	-3,4	5,7	1,2	3,9
<b>Paesi emergenti e in via di sviluppo</b>	<b>-2,0</b>	<b>6,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>
Brasile	-3,9	4,6	3,2	8,3
Cina	2,2	8,1	2,5	0,9
India	-6,6	8,3	6,6	5,1
Russia	-2,7	4,7	3,4	6,7

Fonte: dati nazionali e FMI.  
(1) Variazioni del PIL e dell'indicatore dei prezzi rispetto all'anno precedente. – (2) Per il Giappone, indice dei prezzi al consumo; per il Regno Unito, indice armonizzato dei prezzi al consumo; per gli Stati Uniti, deflatore dei consumi.

La ripresa è stata trainata da una decisa accelerazione dei consumi nel 2021, soprattutto di beni, con una significativa eterogeneità tra paesi. Negli Stati Uniti il prodotto è ritornato al livello precedente l'inizio della pandemia più velocemente che nelle altre economie avanzate (fig. 1.1.a), risentendo anche di una politica di bilancio ancora fortemente espansiva durante la prima parte dell'anno. Anche nel

Figura 1.1



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Dati destagionalizzati. – (2) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. Per l'area dell'euro, indice armonizzato dei prezzi al consumo; per il Giappone, indice dei prezzi al consumo; per il Regno Unito, indice armonizzato dei prezzi al consumo; per gli Stati Uniti, deflatore dei consumi.

Regno Unito, nonostante le difficoltà legate alla Brexit, la spedita campagna vaccinale e il contestuale allentamento delle restrizioni dalla fine del primo trimestre hanno favorito la crescita del PIL. Al contrario, in Giappone la recrudescenza della pandemia e l'imposizione di limitazioni alla mobilità in molte zone del paese nella seconda parte dell'anno hanno indebolito la dinamica dei consumi, frenando l'espansione del prodotto.

L'inflazione è notevolmente aumentata nel corso del 2021 e nei primi mesi del 2022 (fig. 1.1.b). L'incremento è stato trainato principalmente dai rincari dei beni energetici, ma anche la componente di fondo ha segnato un rialzo marcato, in particolare negli Stati Uniti per effetto di una forte ripresa della domanda interna (cfr. il riquadro: *L'aumento dell'inflazione globale: fattori sottostanti e prospettive*).

#### L'AUMENTO DELL'INFLAZIONE GLOBALE: FATTORI SOTTOSTANTI E PROSPETTIVE

Dai primi mesi del 2021 l'inflazione è rapidamente aumentata nelle maggiori economie avanzate e in molti paesi emergenti. Secondo stime dell'FMI, nel quarto trimestre del 2021 i prezzi al consumo sono saliti su base annua del 4,9 per cento nelle economie avanzate e del 6,0 per cento in quelle emergenti (dallo 0,4 e 3,3 per cento alla fine del 2020, rispettivamente). Questa tendenza ha riguardato sia l'inflazione complessiva, il cui andamento ha risentito del deciso incremento del prezzo dell'energia, sia quella di fondo, che esclude le componenti più volatili. Hanno fatto eccezione il Giappone, dove l'inflazione è stata contenuta da una consistente riduzione delle tariffe degli operatori telefonici, e la Cina, a causa delle stringenti politiche di contenimento dei contagi che hanno frenato i consumi.

All'incremento dell'inflazione hanno contribuito fattori sia dal lato dell'offerta, sia da quello della domanda. La pandemia ha costretto molte aziende a interrompere o ridurre notevolmente la produzione di beni e servizi, soprattutto a causa delle limitazioni imposte per motivi sanitari. Con il graduale rientro dall'emergenza, l'offerta globale non è stata in grado di adeguarsi alla celere ripresa della domanda aggregata, anche per una ricomposizione di quest'ultima, che ha privilegiato i beni rispetto ai servizi. Ne sono derivate rilevanti difficoltà nelle catene di approvvigionamento, che hanno inciso sui costi di trasporto e su quelli di produzione (cfr. il riquadro: *Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto sull'economia globale*, in *Bollettino economico*, 1, 2022). Le difficoltà sono state amplificate dalla debolezza dell'offerta di lavoro, che ha contribuito a generare pressioni al rialzo sulle retribuzioni nominali negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In alcune economie emergenti si sono registrate restrizioni dell'offerta anche a causa di disastri naturali. In particolare, in Brasile una grave siccità ha causato un drammatico calo della produzione di energia idroelettrica, fondamentale nel paese, e di alcune materie prime.

Al forte recupero della domanda hanno concorso il generalizzato allentamento delle politiche monetarie (per la prima volta comune a economie avanzate ed emergenti), gli stimoli fiscali di eccezionale entità, nonché la propensione delle famiglie a utilizzare il risparmio accumulato durante la fase di restrizione, in seguito alla ripresa delle attività e alla riduzione dell'incertezza economica. La domanda si è inizialmente indirizzata, con un vigore senza precedenti, verso beni a elevato contenuto tecnologico, fruibili anche in contesti di distanziamento sociale e

funzionali al lavoro da remoto. Questo fenomeno si è scontrato con problemi di approvvigionamento dei semiconduttori necessari alla produzione di tali beni, inducendo un cospicuo rincaro dei listini. La tendenza è stata particolarmente marcata negli Stati Uniti, dove l'inflazione nel comparto dei beni ha toccato il livello più elevato da oltre quarant'anni.

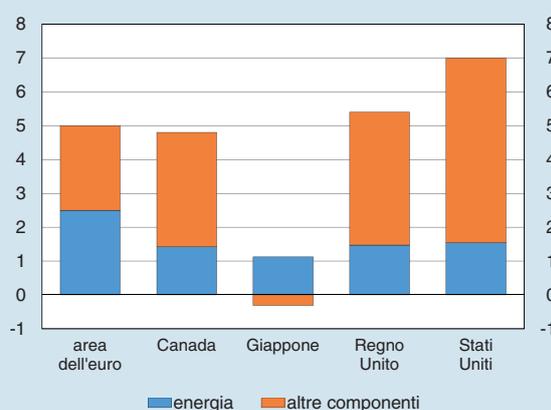
Un elemento comune al rialzo dell'inflazione globale è l'aumento dei prezzi delle materie prime, in particolare di quelle alimentari ed energetiche. Le quotazioni internazionali delle materie prime alimentari sono cresciute bruscamente nel 2021, sospinte da un calo dell'offerta, da un aumento sostenuto dei costi degli input e da ordini più elevati delle attese. Secondo stime della Banca Mondiale i rincari sono stati particolarmente consistenti per il caffè (70 per cento fra gennaio e dicembre), l'olio di soia (38 per cento) e il grano (40 per cento). Ne hanno risentito in misura maggiore i paesi emergenti, in ragione del peso più elevato che i prodotti alimentari hanno nei loro panieri di consumo.

Nei paesi avanzati la componente energetica ha fornito un contributo rilevante all'accelerazione dei prezzi al consumo, in particolare nell'area dell'euro e in Giappone (figura). I prezzi dei prodotti energetici hanno rispecchiato, da un lato, l'aumento delle quotazioni del greggio e dall'altro, in particolare in Europa, gli ingenti rincari del gas; rispetto all'inizio del 2020, gli incrementi percentuali dei prezzi del gas naturale scambiato in Europa sono risultati alla fine del 2021 di circa sette volte superiori a quelli registrati sul mercato statunitense.

Dallo scoppio del conflitto in Ucraina, le prospettive inflazionistiche globali si sono fortemente deteriorate, per effetto degli ulteriori rialzi dei prezzi dei comparti energetico e alimentare e di quelli di altre materie prime, tra le quali alcuni metalli di cui Russia e Ucraina sono tra i principali esportatori. L'incremento nei prezzi medi del gas naturale e del petrolio ha raggiunto, rispettivamente, il 46

**Figura**

**Contributo della componente energetica all'inflazione al consumo**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi; dicembre 2021)



Fonte: elaborazioni su dati nazionali.

**Tavola**

**Previsioni di inflazione per il 2022 (1)**  
(variazioni percentuali dei prezzi al consumo sul 2021)

PAESI	Gennaio 2021	Gennaio 2022	Maggio 2022
Brasile	3,6	5,4	8,1
Canada	1,9	3,4	5,7
Cina	2,1	2,2	2,2
Giappone	0,5	0,8	1,7
India (2)	4,7	5,4	6,1
Regno Unito	2,0	4,6	7,8
Russia	3,9	4,9	20,9
Stati Uniti	2,2	4,8	7,2

Fonte: Consensus Economics.

(1) Valore medio delle previsioni. Indagini effettuate nei mesi riportati in colonna. – (2) Dati relativi all'anno fiscale 2022, corrispondente al periodo aprile 2022-marzo 2023.

e il 15 per cento nel confronto con i valori medi di febbraio, prima dell'invasione; anche la volatilità dei rispettivi prezzi è aumentata repentinamente, collocandosi nel caso del gas naturale in Europa su livelli senza precedenti<sup>1</sup>. La guerra ha inoltre creato nuove strozzature dal lato dell'offerta, anche per gli aumenti dei tempi e dei costi di consegna dovuti alla deviazione di molte rotte commerciali. Il peggioramento del quadro inflazionistico si è riflesso anche nelle revisioni delle attese di inflazione degli operatori professionali censiti da Consensus Economics (tavola).

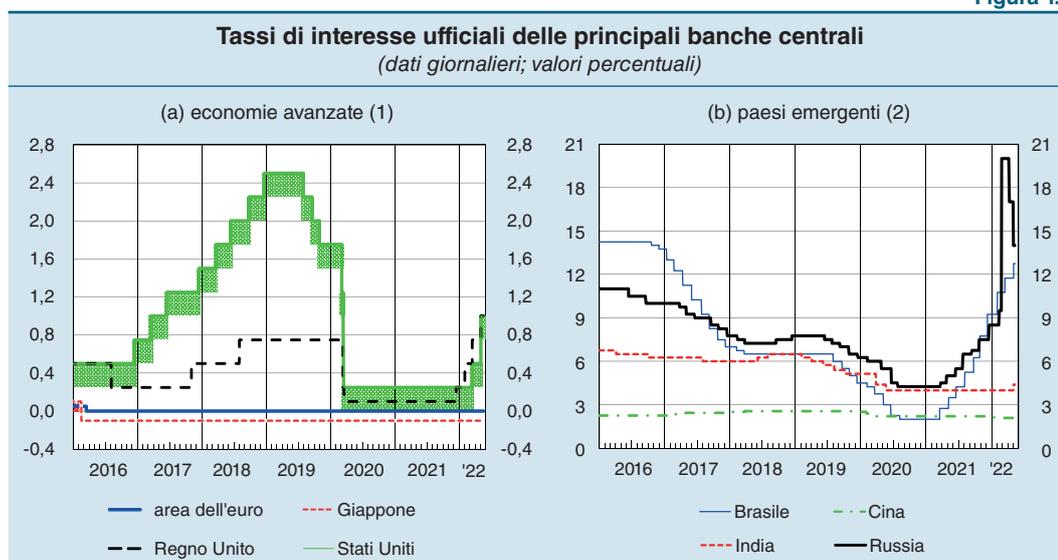
<sup>1</sup> I prezzi riportati si riferiscono ai contratti a pronti di gas naturale europeo scambiato in euro per megawattora sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF) e ai prezzi in dollari al barile del petrolio Brent. Dati aggiornati al 18 maggio 2022.

Le condizioni del mercato del lavoro sono progressivamente migliorate. A fronte di una decisa ripresa della domanda di lavoro, il tasso di disoccupazione è sceso negli Stati Uniti e nel Regno Unito, collocandosi nei primi mesi del 2022 sotto il 4 per cento; è rimasto sotto il 3 per cento in Giappone. Il rapporto fra posizioni vacanti e numero di disoccupati si è portato su valori molto elevati sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito, segnalando difficoltà da parte delle imprese a reperire lavoratori, anche perché la partecipazione al mercato del lavoro è ancora largamente inferiore ai livelli precedenti l'emergenza sanitaria. Sulla debolezza dell'offerta di lavoro hanno pesato i fattori legati agli sviluppi della pandemia: tra questi, il persistente timore dell'estensione dei contagi nelle attività caratterizzate da prossimità fisica, i generosi sussidi di disoccupazione, il cambiamento di preferenze lavorative, i pensionamenti anticipati e – soprattutto nel Regno Unito – il calo dell'immigrazione, che ha comportato una carenza di manodopera nei settori della distribuzione e della logistica. Questi andamenti hanno esercitato una significativa pressione al rialzo sulle retribuzioni nominali, sebbene quelle reali siano risultate pressoché stazionarie<sup>1</sup>.

L'orientamento delle politiche monetarie dei principali paesi avanzati si è mantenuto accomodante durante il 2021. È proseguita l'espansione dei bilanci delle banche centrali e i tassi di interesse di riferimento sono rimasti intorno allo zero (fig. 1.2.a). A seguito del rialzo dell'inflazione, tuttavia, verso la fine dell'anno la Federal Reserve e la Bank of England hanno avviato un processo di normalizzazione. In novembre la Federal Reserve ha cominciato a ridurre gli acquisti di titoli fino ad azzerarli nel marzo di quest'anno, quando ha anche deciso un primo rialzo di 25 punti base dell'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds; in maggio ha nuovamente innalzato l'intervallo di 50 punti, collocandolo tra 0,75 e 1,00 per cento, e ha indicato la necessità di ulteriori aumenti di analoga entità nel resto del 2022. La Federal Reserve ha inoltre comunicato che, a partire da giugno, inizierà la riduzione del proprio bilancio, non reinvestendo titoli in scadenza<sup>2</sup>. La Bank of England ha portato i tassi di interesse all'1,00 per cento nel maggio di quest'anno e ha cessato di reinvestire i titoli scaduti. In Giappone la politica monetaria si è mantenuta invece fortemente espansiva.

<sup>1</sup> I. Buono e F. Venditti, *US and UK labour market tightness: main trends and implications for inflation*, Banca d'Italia, mimeo, 2022.

<sup>2</sup> La riduzione del bilancio della Federal Reserve potrebbe portare a un aumento dei tassi a lungo termine maggiore rispetto a quanto questi diminuirebbero dopo un'espansione del bilancio di pari entità; cfr. A. Anzuini e L. Rossi, *Unconventional monetary policies and expectations on economic variables*, "Empirical Economics", 9 marzo 2022, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Temì di discussione*, 1323, 2021.



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per l'area dell'euro, tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; 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; successivamente anche sul tasso ufficiale di riferimento); per il Regno Unito, tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Bank of England; per gli Stati Uniti, intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds. – (2) Per il Brasile, tasso Selic target; per la Cina, tasso reverse repo a 7 giorni; per l'India, tasso repo; per la Russia, tasso repo *minimum rate* a 7 giorni.

Lo scorso anno le politiche di bilancio, seppure meno espansive rispetto al 2020, sono rimaste accomodanti. I governi hanno continuato a finanziare i programmi di contrasto agli effetti della pandemia e hanno promosso piani volti a migliorare le dotazioni infrastrutturali dei rispettivi paesi<sup>3</sup>. Negli Stati Uniti, dopo l'approvazione in marzo di un ulteriore, ampio piano di sostegno ai redditi e alla sanità pubblica (*American Rescue Plan, ARP*)<sup>4</sup>, è stato finanziato un nuovo programma di investimenti, che ammonta a circa il 2 per cento del PIL, per il miglioramento della rete dei trasporti pubblici, il potenziamento della banda larga e la protezione dell'ambiente. Nel Regno Unito a marzo del 2021 è stato presentato un piano infrastrutturale (*Build Back Better: our plan for growth*) con l'obiettivo di innalzare la quota dell'investimento pubblico sul prodotto al 2,7 per cento (dall'1,6) entro il 2024-25. In Giappone, in dicembre è stato approvato un programma – stimato dall'FMI nell'ordine del 5 per cento del PIL – che estende alcune misure di contrasto alla pandemia e aumenta sia la spesa sociale sia quella infrastrutturale.

*I paesi dell'Europa centrale e orientale membri della UE non appartenenti all'area dell'euro.* – Nella media del 2021 l'attività di questi paesi<sup>5</sup> ha accelerato al 5,6 per cento e l'inflazione è salita al 4,5 per cento, a seguito delle riaperture dopo la fase più acuta della pandemia e, nella seconda parte dell'anno, della sostenuta dinamica dei corsi delle materie prime energetiche. L'orientamento della politica monetaria è diventato più restrittivo e le banche centrali dei paesi che adottano regimi di cambio flessibile

<sup>3</sup> V. Ercolani, *The macroeconomic impact of infrastructure investment: a review of channels*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 613, 2021.

<sup>4</sup> G. Bernardini e V. Ercolani, *La risposta della politica di bilancio degli Stati Uniti al Covid-19 e un confronto con quella dell'area dell'euro*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 30 giugno 2021.

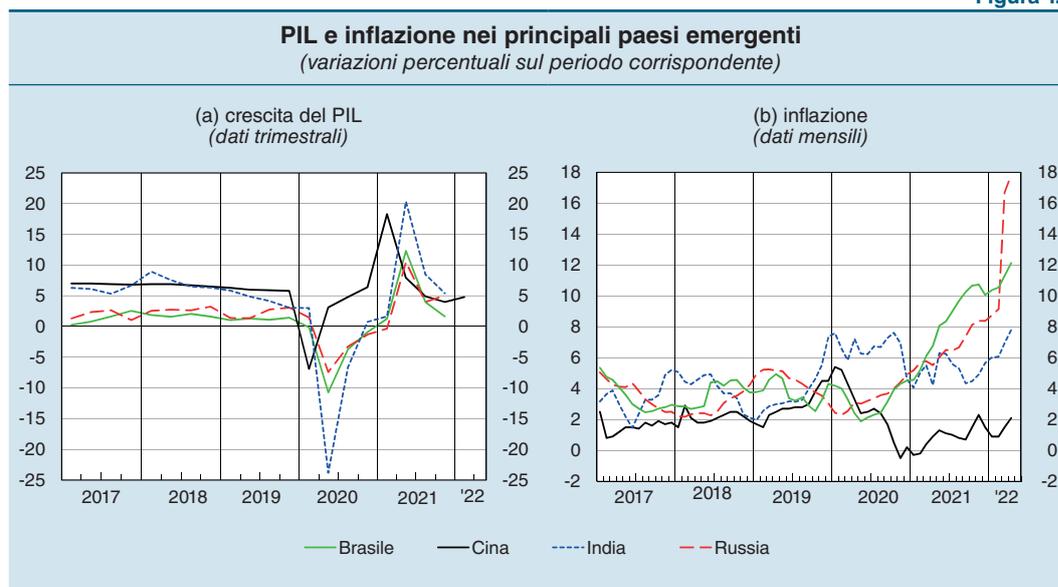
<sup>5</sup> Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria.

(Polonia, Repubblica Ceca, Romaniaa e Ungheria) hanno aumentato a più riprese i tassi di interesse di riferimento.

In considerazione della dipendenza di queste economie dalle importazioni di prodotti energetici dalla Russia, il conflitto in Ucraina potrebbe comportare un deciso rallentamento della crescita, stimata in aprile dall’FMI al 3,1 per cento per l’anno in corso. La minore domanda estera e l’accresciuta incertezza si rifletterebbero negativamente sugli investimenti privati e sulla spesa per consumi delle famiglie. Il rincaro dei beni energetici e delle materie prime contribuirebbe inoltre a una forte crescita dei tassi di inflazione. Secondo l’Agenzia delle Nazioni Unite per i rifugiati (United Nations High Commissioner for Refugees, UNHCR), 6 milioni di ucraini hanno lasciato il paese dall’inizio delle ostilità; di questi, oltre 3 milioni sono stati accolti in Polonia, 900.000 in Romaniaa, 580.000 in Ungheria. Le conseguenze macroeconomiche sui paesi di destinazione restano tuttora molto difficili da prevedere.

*Le principali economie emergenti.* – Nella prima metà del 2021 il miglioramento della situazione pandemica e il mantenimento di politiche di bilancio espansive hanno sostenuto una forte ripresa della domanda interna nelle principali economie emergenti. In un contesto di generale ritardo nella somministrazione dei vaccini, i consumi hanno comunque beneficiato di limitazioni alla mobilità più mirate rispetto al 2020. Sulla crescita del prodotto hanno anche influito il considerevole recupero della domanda nelle economie avanzate e le condizioni distese sui mercati finanziari. Nella seconda parte dell’anno l’attività ha rallentato in tutti i principali paesi (fig. 1.3.a) e l’aumento dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni alimentari ha sospinto l’inflazione, soprattutto in Brasile e in Russia (fig. 1.3.b); in questi ultimi paesi le autorità monetarie hanno reagito innalzando a più riprese i tassi di riferimento (fig. 1.2.b). Il peggioramento delle prospettive economiche globali a seguito dello scoppio del conflitto in Ucraina ha indotto l’FMI, nell’esercizio previsivo di aprile, ad abbassare di un punto percentuale la crescita attesa per il 2022 nel complesso delle economie emergenti.

Figura 1.3



Fonte: statistiche nazionali.

In Cina il prodotto è aumentato dell'8,1 per cento nella media del 2021, ma ha segnato una netta decelerazione nel corso dell'anno, crescendo del 4 per cento nell'ultimo trimestre. Seppure a fronte di un'ampia copertura vaccinale – in dicembre oltre l'80 per cento della popolazione aveva ricevuto un ciclo completo – sono state reintrodotte misure di contenimento estremamente restrittive (*Zero-Covid Policy*) per contrastare la diffusione della variante Omicron, contro la quale i vaccini domestici sembrerebbero avere minore efficacia. Ne è derivata una forte frenata dei consumi privati, specie nei servizi. Dall'autunno le politiche ambientali più stringenti nell'uso del carbone hanno causato diffuse interruzioni alla produzione industriale. Inoltre ha continuato a rallentare l'attività nel settore immobiliare, che incide per oltre un quinto del prodotto, a seguito dell'introduzione di limiti al rifinanziamento di società molto indebitate, tra le quali il colosso Evergrande che pesa per quasi il 10 per cento del settore. Ne è conseguita una crisi di fiducia dei consumatori nei confronti del tradizionale meccanismo di acquisto degli immobili su progetto, ossia prima dell'effettiva costruzione degli edifici, che ha depresso le vendite e la dinamica dei prezzi, rendendo necessario il ricorso ad accordi specifici con creditori e clienti per il pagamento del debito in scadenza e per il completamento dei progetti in corso (cfr. il riquadro: *Il dissesto finanziario del gruppo immobiliare cinese Evergrande*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021). L'inflazione si è ridotta nel 2021 allo 0,9 per cento, dal 2,5 del 2020. Nella seconda metà dell'anno la Banca centrale cinese ha sostenuto l'economia riducendo il tasso di riserva obbligatoria in luglio e poi, nuovamente, in dicembre. Anche la politica di bilancio ha continuato a sostenere l'attività con sconti fiscali alle imprese. Nel marzo del 2022 è stato annunciato un obiettivo di crescita per l'anno pari al 5,5 per cento, un valore superiore rispetto al 4,4 per cento previsto dall'FMI. Secondo diversi analisti, il suo raggiungimento richiederà ulteriori politiche a sostegno dell'attività, soprattutto alla luce delle ricadute dei lockdown imposti recentemente in alcuni dei più importanti centri del paese, tra cui Shanghai, che contribuiscono per circa il 40 per cento al PIL nazionale.

Lo scorso anno l'economia dell'India è cresciuta dell'8,3 per cento, il ritmo più rapido tra i principali paesi emergenti, grazie al recupero dei consumi e degli investimenti, soprattutto pubblici. L'ondata pandemica che ha colpito il paese in primavera ha frenato solo marginalmente la ripresa dell'attività, poiché le limitazioni imposte alla mobilità sono state meno severe e più mirate rispetto a quelle dell'anno precedente. L'inflazione è stata pari al 5,1 per cento nella media dell'anno, in linea con l'intervallo obiettivo del 2-6 per cento della Banca centrale, ma è salita progressivamente dallo scorso ottobre, risentendo dell'aumento dei prezzi del petrolio. Nello stesso periodo ha preso avvio un deflusso di capitali esteri, che ha provocato il progressivo deprezzamento della rupia nei confronti del dollaro (cfr. fig. 1.10). Questi sviluppi, accentuatisi dopo l'inizio della guerra in Ucraina, hanno spinto la Banca centrale ad aumentare i tassi di riferimento di 40 punti base in maggio.

In Brasile il prodotto è aumentato del 4,6 per cento nel 2021. Dopo il buon andamento del primo trimestre, sostenuto dalla domanda estera e dal protrarsi degli effetti delle politiche di bilancio a sostegno dei redditi, l'attività si è mantenuta stagnante anche a causa di una dinamica inflativa sfavorevole. Nel corso dell'anno i prezzi sono aumentati in modo diffuso; da marzo l'inflazione è rimasta ben al di sopra dell'intervallo obiettivo della politica monetaria (3,75 per cento  $\pm$  1,5 punti percentuali). Le autorità monetarie sono intervenute più volte innalzando il tasso

di riferimento dal 2,00 fino al 12,75 per cento. Il peggioramento delle condizioni finanziarie, la dinamica dei prezzi e l'incertezza politica per le elezioni presidenziali del prossimo autunno peseranno sulla crescita dell'anno in corso che, secondo le previsioni dell'FMI, dovrebbe arrestarsi allo 0,8 per cento, con rischi al ribasso legati alle possibili ricadute negative sull'attività e sul commercio mondiali dovute al conflitto in Ucraina.

Nel 2021 il PIL della Russia è aumentato del 4,7 per cento, sospinto dai maggiori ricavi per le esportazioni energetiche e dalla forte ripresa dei consumi interni e degli investimenti. L'inflazione, rimasta durante tutto l'anno al di sopra dell'obiettivo del 4 per cento nel medio termine, è progressivamente salita toccando in dicembre l'8,4 per cento. In risposta la Banca centrale ha innalzato i tassi ufficiali a più riprese a partire dal mese di marzo. Il quadro è mutato drasticamente con l'invasione dell'Ucraina alla fine del febbraio di quest'anno. Le prospettive per l'economia russa si sono deteriorate in misura marcata, anche per effetto delle pesanti sanzioni adottate dai principali paesi avanzati (cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale*, in *Bollettino economico*, 2, 2022). Al fine di stabilizzare il sistema finanziario, la Banca centrale ha deciso un rialzo senza precedenti del tasso ufficiale al 20 per cento, per poi ridurlo parzialmente al 14 in aprile (cfr. fig. 1.2.b); ha fornito ampio supporto di liquidità al sistema bancario e ha introdotto misure di controllo ai movimenti di capitale. Questi provvedimenti hanno contribuito a sostenere il rublo che, dopo un deprezzamento di quasi il 70 per cento contro il dollaro all'inizio delle ostilità, ha in seguito recuperato del tutto la perdita, sebbene in un contesto di significativa riduzione del volume degli scambi e di elevata volatilità (cfr. fig. 1.10). Le contrattazioni della borsa di Mosca sono state sospese per quasi un mese, fino al 24 marzo, per poi riprendere gradualmente. Le prospettive economiche rimangono molto incerte: sono condizionate dalla durata del conflitto, dagli effetti delle sanzioni finora adottate e dalla possibilità che ne vengano irrogate altre e più pesanti. Nelle previsioni dell'FMI, il PIL si ridurrà nel 2022 dell'8,5 per cento e l'inflazione aumenterà a oltre il 20 per cento.

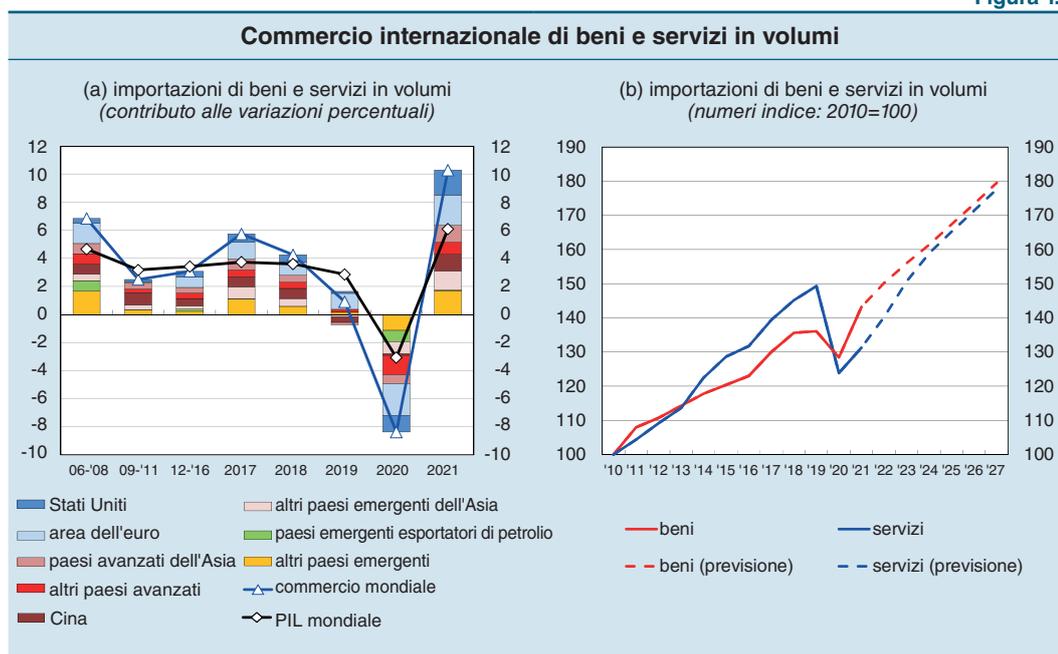
### ***Il commercio internazionale***

Secondo le stime più recenti del Fondo monetario internazionale, nel 2021 il commercio mondiale è cresciuto del 10,1 per cento, in netto recupero dopo la contrazione dell'anno precedente (fig. 1.4.a).

Nella prima parte del 2021 la dinamica degli scambi ha superato le attese, riportandosi sui livelli precedenti l'emergenza sanitaria già dai primi mesi dell'estate. Le importazioni sono aumentate sia nei paesi emergenti, particolarmente in Asia, sia in quelli avanzati, con l'unica eccezione del Regno Unito, dove gli scambi si sono contratti a seguito dell'entrata in vigore del nuovo regime post-Brexit (cfr. il riquadro: *L'accordo sugli scambi commerciali e sulla cooperazione tra l'Unione europea e il Regno Unito*, in *Bollettino economico*, 1, 2021).

Alla ripresa del commercio ha contribuito soprattutto il notevole incremento della domanda di alcuni beni durevoli quali i dispositivi elettronici per il telelavoro, per la formazione a distanza e per l'intrattenimento. Gli scambi di servizi hanno invece continuato a risentire delle limitazioni agli spostamenti e ai contatti sociali (fig. 1.4.b).

Figura 1.4



Dal secondo trimestre sono emerse difficoltà di approvvigionamento nelle catene globali, dovute all'incapacità dell'offerta di input di adeguarsi alla marcata espansione della domanda, anche a causa di rilevanti strozzature nella logistica e nelle produzioni. Ne è derivato un sensibile rallentamento degli scambi nel periodo estivo, nonostante la ripresa del commercio di servizi che, a sua volta, ha beneficiato dei progressi delle campagne vaccinali nelle economie avanzate.

Alle strozzature dell'offerta hanno concorso diversi fattori, quali i limiti di capacità e di manodopera nei trasporti, il blocco di alcuni grandi scali marittimi legato alle nuove ondate pandemiche, nonché il verificarsi di eventi atmosferici avversi. Le difficoltà di approvvigionamento si sono rivelate particolarmente critiche in Europa e negli Stati Uniti, specie per alcune produzioni fortemente coinvolte negli scambi commerciali e integrate nelle catene globali del valore (ad es. automobili ed elettronica). In particolare queste produzioni hanno risentito della carenza di semiconduttori, che ha fermato l'attività in molti stabilimenti (cfr. il riquadro: *L'aumento dell'inflazione globale: fattori sottostanti e prospettive*). Secondo nostre valutazioni le difficoltà di approvvigionamento hanno ridotto l'espansione degli scambi mondiali di circa 3 punti percentuali nel 2021.

A partire dall'autunno il parziale allentamento di queste tensioni ha favorito una nuova accelerazione del commercio mondiale, interrottasi bruscamente con lo scoppio del conflitto in Ucraina. Gli impatti della guerra e delle tensioni geopolitiche che ne sono derivate si stanno traducendo in limitazioni stringenti all'interscambio della Russia, con effetti negativi – sebbene ancora di difficile quantificazione – sul commercio mondiale. Pur pesando solo per circa il 2 per cento del totale mondiale, le esportazioni russe sono concentrate nelle materie prime energetiche: nel 2021 il gas naturale costituiva il 12 per cento delle esportazioni russe, il petrolio e i suoi derivati il 33. Nel 2020, ultimo anno per cui sono disponibili i dati, le importazioni dell'Unione

europea di gas e greggio dipendevano rispettivamente per il 43 e 29 per cento dai flussi provenienti dalla Russia. Quest'ultimo paese e l'Ucraina sono inoltre tra i maggiori fornitori mondiali di concimi, cereali e metalli industriali, e la carenza di tali prodotti ha già determinato un aumento dei loro prezzi.

L'evoluzione degli scambi commerciali potrebbe risentire anche di nuove difficoltà di approvvigionamento legate alla *Zero-Covid Policy* imposta in Cina nel primo trimestre del 2022 in risposta all'aumento dei contagi. La situazione, se percepita come duratura, potrebbe spingere le imprese multinazionali che operano nel paese a considerare un riposizionamento delle proprie sedi produttive su scala più ampia rispetto a quanto avvenuto sinora<sup>6</sup>.

Sul fronte degli accordi commerciali internazionali, nel 2021 il governo cinese ne ha concluso uno di libero scambio con i dieci paesi dell'ASEAN (*Regional Comprehensive Economic Partnership*, in vigore dal 1° gennaio 2022) e uno sugli investimenti con l'Unione europea (*Comprehensive Agreement on Investment*). Con riferimento a quest'ultimo le divergenze politiche emerse finora tra i due blocchi ne rendono improbabile la ratifica in tempi brevi. Cina e Taiwan hanno inoltre avanzato richiesta di accesso, non ancora accolta, nel *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership*. Infine il *Comprehensive Economic Cooperation Agreement* recentemente sottoscritto tra India e Australia abatterà le tariffe sugli scambi bilaterali per un numero consistente di beni e servizi e svilupperà la cooperazione economica e scientifica tra i due paesi.

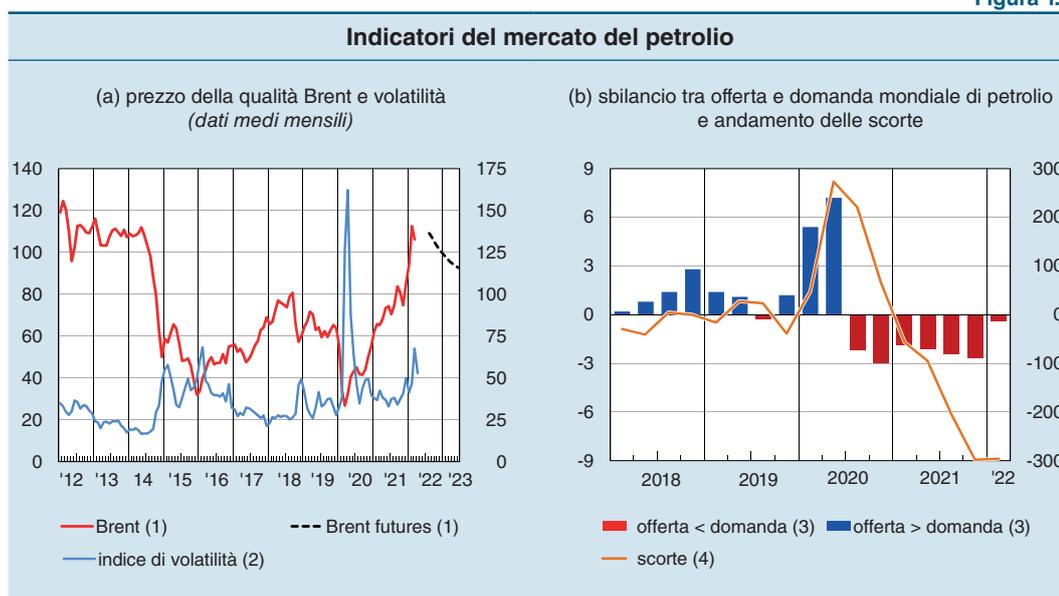
### *I prezzi e i mercati delle materie prime*

*Il petrolio.* – Secondo le stime dell'International Energy Agency (IEA), la domanda mondiale di petrolio è aumentata di quasi il 7 per cento nel 2021, trainata dalla maggiore mobilità di persone e merci, nonché da un crescente uso del petrolio come sostituto del gas naturale; questa tendenza, determinata dalla dinamica dei prezzi relativi, è in contrasto con quanto sarebbe stato desiderabile dal punto di vista della riduzione delle emissioni di gas serra. La ripresa della produzione è stata più debole (fig. 1.5.b): assai graduale nei paesi dell'OPEC+, meno intensa del previsto negli Stati Uniti, dove difficoltà di approvvigionamento di alcuni input e carenza di manodopera hanno rallentato l'espansione della capacità delle imprese con tecnologie estrattive non convenzionali (*shale oil*), molte delle quali già pesantemente indebitate a causa del crollo dei prezzi del 2020.

Lo squilibrio tra domanda e offerta ha comportato una riduzione senza precedenti delle scorte globali di greggio, scese ai minimi degli ultimi otto anni, e forti pressioni sui prezzi (fig. 1.5.a), che si sono allentate temporaneamente solo nell'ultimo trimestre, in corrispondenza di una nuova ondata di contagi.

Dal gennaio scorso i prezzi sono risaliti, accelerando repentinamente dopo l'inizio della guerra in Ucraina, fino a toccare in marzo, con 133 dollari al barile, il livello

<sup>6</sup> E. Di Stefano, G. Giovannetti, M. Mancini, E. Marvasi e G. Vannelli, *Reshoring and plant closures in Covid-19 times: evidence from Italian MNEs*, Robert Schuman Centre for Advanced Studies Working Paper, 94, 2021.



Fonte: elaborazioni su dati EIA, IEA e Refinitiv.

(1) Dollari al barile. Per i prezzi futures, i dati si riferiscono alla quotazione del 18 maggio 2022. – (2) Volatilità implicita dei contratti futures (CBOEOVX); punti percentuali. Scala di destra. – (3) Milioni di barili al giorno. – (4) Variazioni rispetto alla media del quinquennio precedente; milioni di barili. Scala di destra.

massimo dal 2008. A seguito delle sanzioni comminate alla Russia e soprattutto dopo il blocco alle importazioni di petrolio imposto dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, diverse imprese occidentali hanno ridotto i propri acquisti, determinando un deciso ribasso per il greggio Ural rispetto a quello Brent.

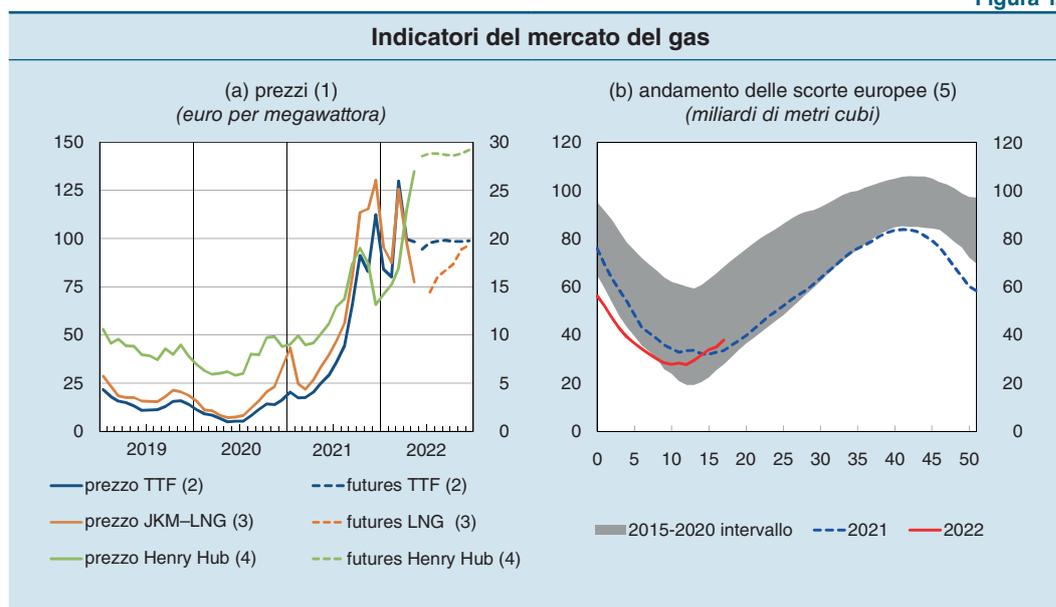
*Il gas naturale.* – Negli ultimi anni il mercato del gas naturale è divenuto maggiormente integrato a livello globale, grazie alla crescente possibilità di un suo trasporto via nave sotto forma di gas naturale liquefatto (GNL), che rende possibile l'accesso ai mercati di sbocco non condizionato dal percorso dei gasdotti. Le quotazioni delle due tipologie di gas si muovono di concerto, sebbene su livelli molto più bassi negli Stati Uniti (fig. 1.6.a).

Nel 2021 è fortemente aumentata la domanda di gas, alimentata dalla ripresa economica, da fenomeni meteorologici sfavorevoli e, in Cina, dall'accelerazione nel processo di sostituzione del carbone. Episodi di interruzione della produzione e difficoltà di manutenzione degli impianti legati alla pandemia hanno tuttavia frenato l'adeguamento della produzione mondiale di gas al rimbalzo della domanda. Questi problemi sono stati particolarmente acuti nell'Unione europea, dove la produzione di gas naturale e i flussi di GNL sono rimasti sotto i livelli del 2020. Nella seconda metà dello scorso anno le condizioni sul mercato europeo si sono progressivamente inasprite anche a causa delle crescenti tensioni con la Russia sull'approvazione del gasdotto Nord Stream 2, alle quali si è accompagnata una netta riduzione del flusso di approvvigionamenti di gas russo. La situazione ha causato inusitate pressioni al rialzo sui prezzi, ha spinto i livelli di stoccaggio europei ben al di sotto della media stagionale (fig. 1.6.b) e ha contribuito ad aggravare la differenza fra i prezzi del gas prevalenti negli Stati Uniti e quelli europei, passata da 11 euro per megawattora all'inizio del 2021 a oltre 100 alla fine dell'anno.

Dopo un parziale rientro in gennaio e febbraio, i corsi hanno toccato un nuovo massimo storico all'inizio del mese di marzo, in seguito allo scoppio del conflitto in Ucraina, per poi ridursi parzialmente seppure in un contesto di elevata volatilità. Al tempo stesso i flussi provenienti dalla Russia, dopo essere aumentati, si sono nuovamente contratti in aprile, mentre le importazioni europee di GNL, soprattutto dagli Stati Uniti, hanno raggiunto livelli senza precedenti. A partire dal 2022 l'Unione europea ha inoltre avviato contatti con altri fornitori e ha proposto un piano per ridurre il fabbisogno di gas e quindi favorire l'indipendenza dalla Russia (*REPowerEU*; cfr. il paragrafo: *La risposta europea all'aumento dei prezzi energetici e alla crisi in Ucraina* del capitolo 2).

*Le altre materie prime.* – Anche i prezzi dei metalli e delle derrate alimentari sono saliti nel corso del 2021, ma in misura minore rispetto alle materie prime energetiche. Gli aumenti sono riconducibili alla ripresa dell'attività economica, cui si è aggiunto l'effetto di strozzature dal lato dell'offerta e, per i metalli, delle politiche adottate in Cina per il contenimento dell'inquinamento legato alla loro estrazione. Il prezzo del ferro ha costituito un'eccezione poiché l'offerta globale si è ampliata in modo significativo a fronte del calo della produzione cinese di acciaio. Nei primi mesi del 2022 il conflitto ha determinato l'incremento dei prezzi di alcuni metalli e derrate agricole per i quali le esportazioni di Russia e Ucraina hanno un peso rilevante sull'offerta globale.

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv, ASGI+, Bruegel.

(1) Per i prezzi a pronti, medie mensili fino al 18 maggio 2022. Per i prezzi futures, i dati si riferiscono alla quotazione del 18 maggio 2022. – (2) Prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato olandese Title Transfer Facility (TTF). – (3) Prezzo globale di riferimento del gas naturale liquefatto scambiato su Japan Korea Marker (JKM). – (4) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (Stati Uniti). Scala di destra. – (5) Sulle ascisse sono indicate le settimane per gli anni di riferimento.

## I mercati finanziari internazionali

Le condizioni sui mercati finanziari globali sono rimaste distese nella prima parte del 2021, in un contesto di ripresa dell'attività economica e di politiche monetarie

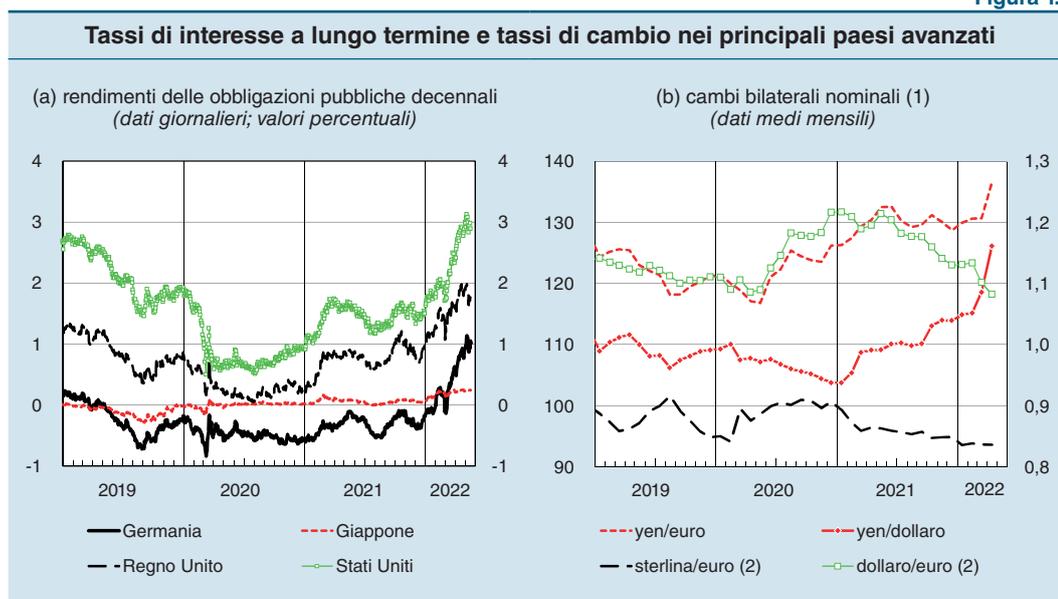
accomodanti da parte delle maggiori banche centrali; si sono però deteriorate dall'autunno, soprattutto nei paesi emergenti. Un ulteriore peggioramento si è osservato con l'inizio del conflitto in Ucraina, cui hanno fatto seguito un aumento dell'avversione al rischio e un riposizionamento degli investitori internazionali.

Secondo stime recenti dell'FMI, nonostante il rapporto del debito pubblico sul prodotto a livello globale sia sceso nel 2021 al 97 per cento (da oltre il 99 dell'anno precedente), questo è ancora circa 13 punti percentuali al di sopra del livello pre-pandemico. Ciò potrebbe rappresentare, nell'attuale fase di rialzo dei tassi di interesse, una fonte di rischio per il rifinanziamento di economie emergenti con ampi debiti in valuta e deficit delle partite correnti.

*I paesi avanzati.* – Negli Stati Uniti l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine che si è verificato nei primi mesi del 2021, soprattutto grazie a valutazioni più favorevoli sulle prospettive di crescita riconducibili all'approvazione dell'ARP, si è temporaneamente interrotto all'inizio del secondo trimestre, per effetto della conferma del tono espansivo della politica monetaria da parte della Federal Reserve (fig. 1.7.a). Dallo scorso settembre gli annunci di un orientamento meno accomodante e, successivamente, l'effettivo avvio della rimozione degli stimoli monetari hanno fatto risalire i tassi. Il rialzo ha interessato anche il Regno Unito, in linea con le decisioni della Bank of England. In Giappone, dove la Banca centrale non ha mutato la strategia di controllo della curva dei rendimenti, i tassi sono invece rimasti prossimi allo zero.

Di conseguenza il dollaro si è apprezzato di circa il 12 per cento nei confronti dello yen e dell'8 rispetto all'euro nel 2021; anche la sterlina si è rafforzata nel confronto con la moneta comune (fig. 1.7.b). L'apprezzamento del dollaro contro l'euro e lo yen si è accentuato nelle settimane più recenti dell'anno in corso.

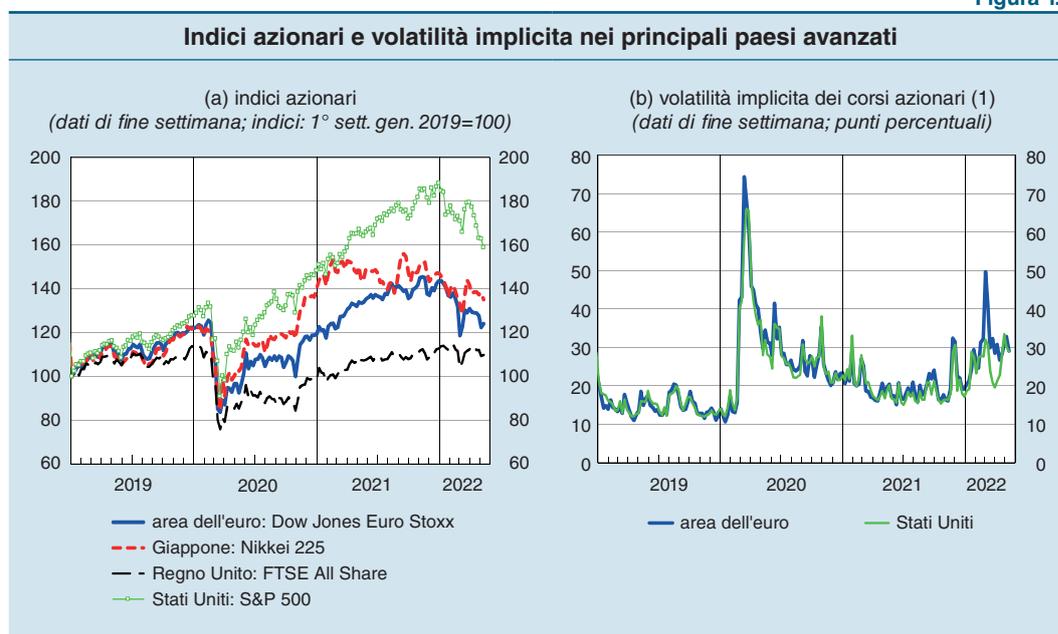
Figura 1.7



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

La dinamica dei corsi azionari nel 2021 ha rispecchiato l'eterogeneità della crescita del prodotto tra paesi. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove la ripresa del PIL è stata più vigorosa, le quotazioni sono salite in misura rilevante, rispettivamente di circa il 27 e il 15 per cento, mentre in Giappone appena del 5 (fig. 1.8.a). L'invasione dell'Ucraina e le conseguenti pesanti sanzioni economiche dei paesi occidentali hanno generato cali dei corsi azionari e aumenti significativi della volatilità delle quotazioni – seppure temporanei – nei primi mesi del 2022 (fig. 1.8.b). Questi andamenti sono stati particolarmente accentuati nell'area dell'euro, maggiormente integrata con l'economia russa (cfr. il riquadro: *Invasione dell'Ucraina, sanzioni alla Russia ed effetti su mercati finanziari globali e commercio internazionale*, in *Bollettino economico*, 2, 2022). Più di recente i prezzi azionari sono nel complesso nuovamente diminuiti nei paesi avanzati, risentendo anche del marcato aumento dei tassi a lungo termine.

Figura 1.8

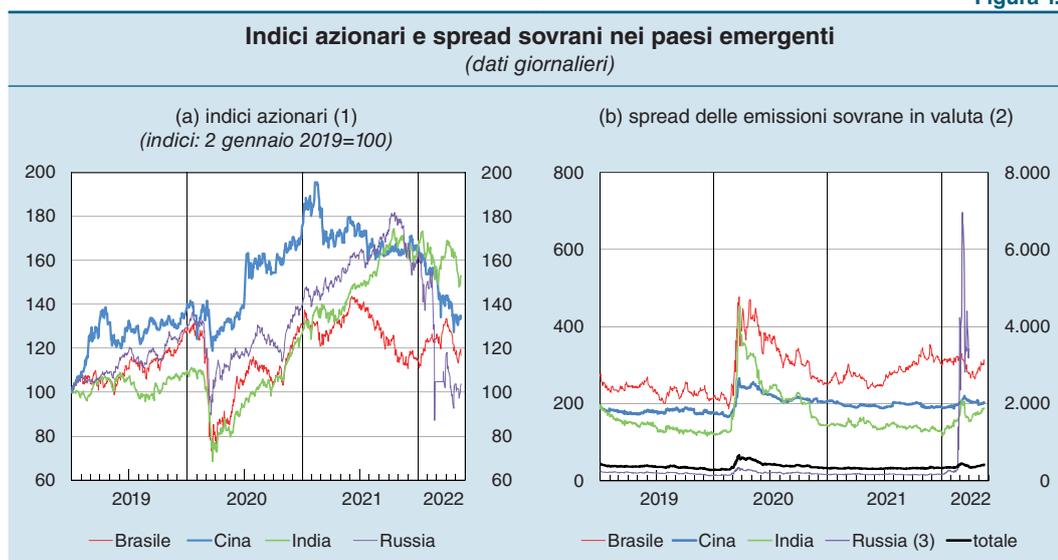


Fonte: Refinitiv.

(1) Indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti.

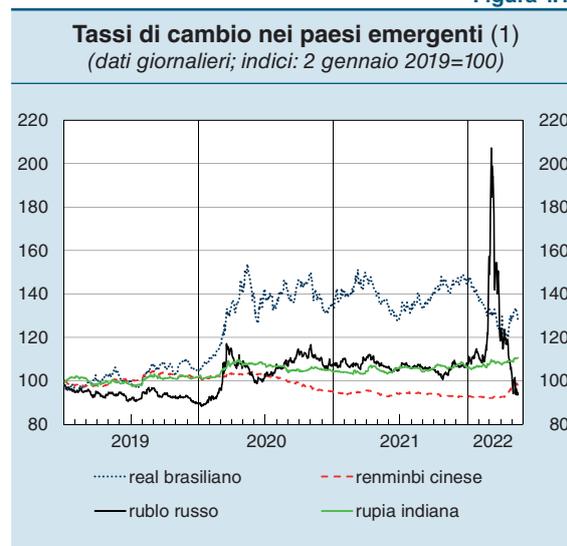
*Le economie emergenti.* – Nella prima parte del 2021 le principali economie emergenti hanno beneficiato di condizioni finanziarie favorevoli e hanno registrato afflussi di capitali, attratti dal positivo differenziale di rendimento rispetto alle economie avanzate (fig. 1.9). Gli andamenti sono stati diversi in relazione alle ondate pandemiche che hanno colpito in modo asincrono i paesi, alle politiche messe in atto per fronteggiarle e, in alcuni casi, alle crescenti spinte inflazionistiche. In Cina i mercati finanziari sono stati sottoposti a tensioni sempre più marcate a partire dall'estate: dapprima per effetto di nuovi vincoli sull'indebitamento delle imprese, poi per l'instabilità del comparto immobiliare e, da ultimo, per il rallentamento dell'economia legato anche alla recrudescenza della pandemia. Se dovessero perdurare, le tensioni potrebbero avere ricadute sui mercati finanziari globali, alla luce dell'accresciuta dimensione e integrazione internazionale del mercato cinese.

Figura 1.9



Dalla fine del 2021 l'aumento dei prezzi delle materie prime, la prospettiva di una politica monetaria meno accomodante da parte della Federal Reserve e, recentemente, lo scoppio del conflitto in Ucraina hanno determinato un progressivo peggioramento delle condizioni finanziarie per le economie emergenti, in particolare quelle dell'Europa orientale e quelle importatrici di materie prime (fig. 1.10). Le ostilità hanno inoltre contribuito ad accelerare il deflusso di capitali dal comparto obbligazionario dei paesi emergenti, già in atto dalla fine dell'autunno precedente. In Russia le sanzioni decise da un ampio numero di Stati hanno isolato i mercati finanziari domestici del paese e hanno aumentato il rischio di un suo default sul debito sovrano in valuta estera.

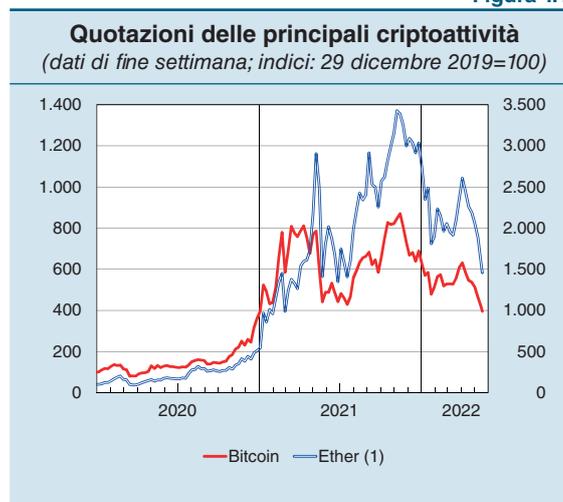
Figura 1.10



*Il mercato delle cryptoattività.* – Nel 2021 la dimensione del mercato delle cryptoattività è quasi triplicata, arrivando a capitalizzare circa 2.200 miliardi alla fine dell'anno, soprattutto grazie all'aumento delle quotazioni degli strumenti più diffusi (Bitcoin ed Ether; fig. 1.11). Vi hanno contribuito il crescente numero di investitori istituzionali e al dettaglio ora attivi sui relativi mercati, la maggiore diffusione nei mercati emergenti

e la quotazione del primo *exchange traded fund* (ETF) su Bitcoin negli Stati Uniti. La volatilità delle quotazioni è rimasta elevata, evidenziando gli alti rischi che caratterizzano gli investimenti in criptoattività. Ha raggiunto il suo massimo alla fine di maggio, quando i prezzi sono temporaneamente diminuiti in seguito alla crescente attenzione da parte dei regolatori, anche nelle sedi di cooperazione internazionale (cfr. il paragrafo: *Le iniziative delle autorità europee per favorire la digitalizzazione dell'industria finanziaria* del capitolo 16), e all'emergere di timori circa la sostenibilità ambientale dell'attività di produzione di alcune criptoattività (*mining*). Nei primi mesi del 2022 la capitalizzazione totale è scesa, in misura più marcata nelle ultime settimane, collocandosi a circa 1.300 miliardi al 18 maggio. Nel segmento degli *stablecoins* le nuove emissioni hanno favorito l'aumento della capitalizzazione, passata da 30 a 160 miliardi nel 2021, nonostante i rischi connessi con la composizione dei portafogli finanziari che ne garantiscono il valore. La dimensione del comparto si è mantenuta pressoché stabile nel 2022, rimanendo di poco superiore a 160 miliardi in maggio, quando uno dei principali *stablecoins* ha perso quasi per intero il proprio valore. L'ammontare di criptoattività impiegate su piattaforme di finanza decentralizzata (*decentralized finance*, DeFi) è più che triplicato nel 2021, passando da 27 a 97 miliardi di dollari; si è successivamente ridotto fino a 55 miliardi nel maggio di quest'anno. Al calo ha contribuito lo scandalo circa l'identità di un fondatore della piattaforma Wonderland DeFi Protocol; la perdita di fiducia che ne è seguita ha portato a uno scostamento temporaneo delle quotazioni di alcuni *stablecoins* dal valore di cambio prefissato con il dollaro statunitense.

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.  
(1) Scala di destra.

*Il sostegno della comunità finanziaria internazionale nei confronti dei paesi più vulnerabili.* – Nelle valutazioni dell’FMI, 41 paesi a basso reddito su un totale di 73 – la maggior parte in Africa – sono in default o in una condizione di elevato rischio di insolvenza. Le principali misure adottate a sostegno dei paesi vulnerabili nel corso del 2021 hanno riguardato l’allocazione generale di diritti speciali di prelievo (DSP) del Fondo e l’estensione della moratoria sui prestiti (*Debt Service Suspension Initiative*), che ha consentito a 48 paesi di liberare risorse pubbliche per il finanziamento di politiche sociali e sanitarie per fronteggiare la pandemia (cfr. il riquadro: *La Presidenza italiana del G20*).

## LA PRESIDENZA ITALIANA DEL G20

In linea con i tre pilastri della Presidenza italiana (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale* nella *Relazione annuale* sul 2020), il Filone finanziario (Finance Track) del G20 – cui partecipano i Ministri

finanziari e i Governatori delle banche centrali – ha definito le proprie priorità di lavoro lungo tre direttrici: (a) la risposta alla crisi pandemica e il rafforzamento dell'architettura sanitaria globale; (b) la lotta ai cambiamenti climatici; (c) la digitalizzazione come motore di crescita e di inclusione.

Il Finance Track ha innanzitutto assicurato la prosecuzione di una risposta coordinata e coerente delle politiche economiche alla crisi innescata dalla pandemia. Il sostegno ai paesi a basso reddito è stato rafforzato con diverse iniziative, tra cui: (a) l'estensione fino al dicembre 2021 della sospensione del servizio del debito, che complessivamente ha interessato 48 paesi, per un totale di circa 13 miliardi di dollari; (b) il finanziamento dei programmi creati per assicurare l'accesso a vaccini, farmaci e strumenti diagnostici per contrastare la pandemia; (c) una nuova allocazione generale di diritti speciali di prelievo dell'FMI per 650 miliardi di dollari, accompagnata da iniziative volte a utilizzarne una parte per promuovere finanziamenti a condizioni agevolate ai paesi a basso e medio reddito.

La Presidenza italiana, attraverso il coinvolgimento del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), ha continuato i lavori per rafforzare la resilienza del settore dell'intermediazione non bancaria, su cui molto resta ancora da fare, secondo le linee indicate nel relativo programma di lavoro dell'FSB: è stata raggiunta una prima intesa tra le giurisdizioni del G20, sia pure con risultati inferiori rispetto a quelli auspicati, per rivedere e adeguare il quadro di regole sul comparto dei fondi di mercato monetario, interessato nel marzo 2020 da una grave crisi di liquidità che ha richiesto l'intervento massiccio delle banche centrali. La Presidenza italiana ha inoltre promosso un'analisi sul funzionamento del quadro regolamentare messo alla prova dalla crisi pandemica, da cui è emersa la complessiva tenuta del sistema bancario, anche per merito delle riforme regolamentari attuate dopo la crisi finanziaria del 2008-09.

Sono state sollecitate azioni concrete per migliorare il finanziamento a livello globale delle attività di prevenzione, preparazione e risposta nel caso di future pandemie. Dapprima un panel di esperti indipendenti ha analizzato le lacune emerse durante l'emergenza sanitaria; successivamente è stata costituita una task force di esponenti dei ministeri finanziari e della salute, con il mandato di formulare proposte che assicurino meccanismi di coordinamento efficaci per mobilitare e utilizzare le risorse finanziarie necessarie a fronteggiare eventuali future situazioni di emergenza a livello mondiale.

Per quanto riguarda la lotta al cambiamento climatico, il Finance Track si è concentrato sulla finanza sostenibile, innanzitutto con la creazione di un nuovo gruppo di lavoro (Sustainable Finance Working Group, SFWG) coordinato da Cina e Stati Uniti, le due economie con le maggiori emissioni di gas serra. Il gruppo ha prodotto analisi e fornito raccomandazioni su tre aspetti cruciali per lo sviluppo della finanza verde: (a) gli standard di divulgazione e rendicontazione delle informazioni sulla sostenibilità delle attività delle imprese; (b) le metriche per la classificazione e la verifica degli investimenti sostenibili; (c) l'allineamento dell'operatività delle istituzioni finanziarie internazionali agli obiettivi dell'Accordo di Parigi e all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Il gruppo ha inoltre definito un programma di lavoro pluriennale, che individua azioni prioritarie per rafforzare il contributo della finanza agli obiettivi di Parigi. A questi lavori si sono affiancati quelli avviati dall'FSB, che ha definito un programma per accrescere la capacità di analisi e di valutazione delle istituzioni finanziarie e delle autorità riguardo ai rischi per la stabilità legati al clima.

Sotto la Presidenza italiana sono stati pubblicati due rapporti che approfondiscono le lacune esistenti nei dati e gli interventi per migliorare gli standard di diffusione delle informazioni da parte delle imprese. L'obiettivo di ampliare la disponibilità di dati e di strumenti per valutare i rischi climatici potrà essere perseguito anche attraverso una nuova iniziativa sotto la guida dell'FMI (*Data Gap Initiative*), di cui la Presidenza italiana si è fatta promotrice e che dovrebbe essere definita nel corso del 2022.

Il tema della digitalizzazione ha interessato diverse aree di lavoro. Il risultato più rilevante è stato il raggiungimento dell'accordo sulla tassazione delle società multinazionali. Il nuovo assetto, che dovrà essere attuato entro il 2023, è volto a ridurre l'elusione fiscale e ad assicurare maggiore equità in un contesto caratterizzato da una rapida espansione dell'economia digitale: da un lato riconosce il diritto di tassazione su una quota dei profitti delle imprese più grandi alle giurisdizioni in cui le aziende operano, indipendentemente dalla presenza fisica, dall'altro fissa un livello minimo di tassazione su scala globale.

Sono proseguiti i lavori per rendere più efficienti i pagamenti transfrontalieri, con la pubblicazione di un rapporto dell'FSB che definisce gli obiettivi quantitativi per misurare i progressi nei principali aspetti dei pagamenti oggetto di intervento (costi, velocità, accesso e trasparenza). Il gruppo di lavoro su temi dell'inclusione e dell'educazione finanziaria (Global Partnership for Financial Inclusion, GPFI), copresieduto dalla Banca d'Italia, ha incentrato i lavori sulle conseguenze della digitalizzazione per i soggetti più vulnerabili (incluse le micro e le piccole imprese), individuando un insieme di buone prassi per rafforzare l'educazione finanziaria digitale e la protezione del consumatore. Il Framework Working Group ha infine concentrato la propria attività sull'individuazione di iniziative in grado di rilanciare la crescita della produttività, in particolare valorizzando il ruolo delle piattaforme e delle competenze digitali e quello delle attività immateriali.

I principali filoni di lavoro del Finance Track della Presidenza italiana hanno mantenuto centralità sotto la Presidenza indonesiana. La crisi causata dall'invasione russa in Ucraina sta però rendendo difficile il dialogo in tutte le sedi multilaterali, incluso il G20, con il rischio concreto che un'elevata frammentazione tra diversi gruppi di paesi possa ostacolare il raggiungimento di soluzioni efficaci per fronteggiare le numerose sfide comuni. Allo stesso tempo le ricadute economiche della guerra accentuano la necessità di sostenere i paesi più vulnerabili, nel quadro di un'intesa multilaterale che coinvolga il G20 e le altre istituzioni finanziarie internazionali.

Con un controvalore pari a 650 miliardi di dollari, l'allocazione dei DSP è stata la più grande nella storia dell'istituzione e ha fornito un sostegno diretto agli Stati a basso reddito, incrementandone le riserve ufficiali per complessivi 21 miliardi di dollari. Il Fondo monetario internazionale ha inoltre incoraggiato i paesi solidi sul piano finanziario a utilizzare i DSP ad essi allocati per rafforzare la dotazione finanziaria del *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT), che fornisce prestiti agevolati alle economie a basso reddito con situazioni di crisi di bilancia dei pagamenti. Nel biennio 2020-21 la domanda di questi prestiti è aumentata significativamente: il PRGT ha assunto impegni finanziari per circa 12,5 miliardi di DSP, quasi cinque volte la media annuale prima della pandemia.

Lo scorso anno l’FMI ha avviato una campagna per reperire altri 12,6 miliardi di DSP di risorse a prestito e 2,3 miliardi di contributi a fondo perduto per la copertura dei finanziamenti agevolati. La Banca d’Italia ha aderito all’iniziativa, sottoscrivendo a febbraio del 2022 un accordo di prestito per un miliardo di DSP, nell’ambito degli impegni assunti dalle autorità italiane a seguito dell’allocazione generale dei diritti speciali di prelievo. Il Ministero dell’Economia e delle finanze si è impegnato a trasferire 101 milioni di euro di risorse a fondo perduto al PRGT in cinque anni. Lo scorso aprile inoltre l’FMI ha istituito un nuovo fondo (*Resilience and Sustainability Trust*), con l’obiettivo di finanziare investimenti a medio e a lungo termine per contenere i rischi climatici e pandemici dei paesi a reddito medio e basso; le autorità italiane si sono impegnate a fornire ulteriori finanziamenti per un valore di circa 1,9 miliardi di DSP.

# **L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO**



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

Nel 2021 il PIL dell'area dell'euro è aumentato decisamente, dopo avere subito l'anno precedente la più grave contrazione dalla costituzione dell'Unione economica e monetaria. La crescita ha beneficiato dei progressi nelle campagne vaccinali e del connesso allentamento dei provvedimenti per il contenimento dell'epidemia, delle misure di bilancio a sostegno dell'economia e dell'orientamento espansivo della politica monetaria.

Le persistenti difficoltà di approvvigionamento nelle catene di fornitura globali e i forti rincari dei beni energetici hanno tuttavia indebolito l'attività economica nella parte finale dell'anno. Gli effetti si sono aggravati con l'inizio del conflitto in Ucraina lo scorso febbraio, e in prospettiva potrebbero ulteriormente peggiorare soprattutto nei paesi a più elevata dipendenza energetica dalla Russia.

L'inflazione al consumo è cresciuta progressivamente, risentendo soprattutto della forte accelerazione dei prezzi dei beni energetici; nella media del 2021 è stata pari al 2,6 per cento, rispetto a un valore appena positivo nel 2020. Nei primi mesi del 2022 i rincari delle materie prime hanno continuato a spingere al rialzo la dinamica dei prezzi, che ha raggiunto il 7,4 per cento in marzo e in aprile, il massimo dall'avvio della UEM. L'inflazione si manterrebbe su valori elevati anche nella restante parte dell'anno. Tuttavia l'impennata inflazionistica si è finora trasmessa in misura limitata alla dinamica salariale; quest'ultima, pur rafforzatasi lievemente, è rimasta moderata anche nei primi mesi dell'anno in corso.

Grazie anche alla ripresa economica, in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro il disavanzo e il debito sono diminuiti rispetto ai livelli estremamente elevati del 2020; nel complesso dell'area si sono collocati in media, rispettivamente, al 5,1 e al 97,4 per cento del PIL. Secondo le ultime previsioni della Commissione europea, nel 2022 scenderebbero ulteriormente al 3,7 e al 94,7 per cento, rispettivamente.

È stato avviato il programma *Next Generation EU* (NGEU); nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza sono stati finora erogati ai paesi dell'Unione 100 miliardi. Nel 2022 le istituzioni europee hanno assunto iniziative volte a rafforzare la sicurezza energetica e a sostenere le famiglie e le imprese colpite dai rincari.

### *La fase ciclica*

Nel 2021 il PIL dell'area è cresciuto del 5,4 per cento, dopo la brusca contrazione segnata l'anno precedente a causa della pandemia (-6,4 per cento; tav. 2.1). Nell'ultimo

trimestre il prodotto si collocava poco al di sopra del livello pre-pandemico (0,2 per cento; fig. 2.1.a). Il recupero è stato quasi completo in Italia (-0,2 per cento), inferiore in Germania e in Spagna (-1,1 e -3,8 per cento, rispettivamente), mentre in Francia il livello registrato alla fine del 2019 è stato superato dell'1,0 per cento.

Il valore aggiunto è salito del 4,8 per cento nei servizi (-6,5 nel 2020), grazie alla rapida progressione delle campagne di immunizzazione e al conseguente allentamento delle restrizioni alla mobilità. Il livello produttivo pre-crisi è stato quasi completamente raggiunto nel settore delle costruzioni (dove la crescita è stata del 5,0 per cento, da -5,3) ed è stato superato nell'industria in senso stretto (7,8 per cento, da -6,8), anche per il deciso rialzo osservato in Italia (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Tutte le principali componenti della domanda hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL. La spesa delle famiglie (salita del 3,5 per cento) ha beneficiato dell'incremento del reddito disponibile e del miglioramento della fiducia dei consumatori, oltre che dell'utilizzo di una parte dei risparmi accumulati durante la pandemia. La propensione al risparmio – che nella media del 2020 si era collocata al 19,4 per cento a seguito sia delle misure di contenimento del virus, sia di motivi precauzionali – è gradualmente scesa lo scorso anno, portandosi al 13,7 per cento nel quarto trimestre, valore di poco superiore a quello pre-pandemico. Gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 4,3 per cento (6,4 per la componente delle costruzioni). L'apporto positivo dell'interscambio commerciale ha riflesso una dinamica delle esportazioni superiore a quella delle importazioni (10,9 e 8,7 per cento, rispettivamente).

Sia il numero di occupati, sia quello delle ore lavorate sono cresciuti nel 2021 (dell'1,1 e del 5,1 per cento, rispettivamente), pur rimanendo ancora al di sotto dei valori del 2019; il tasso di disoccupazione è sceso al 7,7 per cento, riportandosi sui valori precedenti l'emergenza sanitaria.

Tavola 2.1

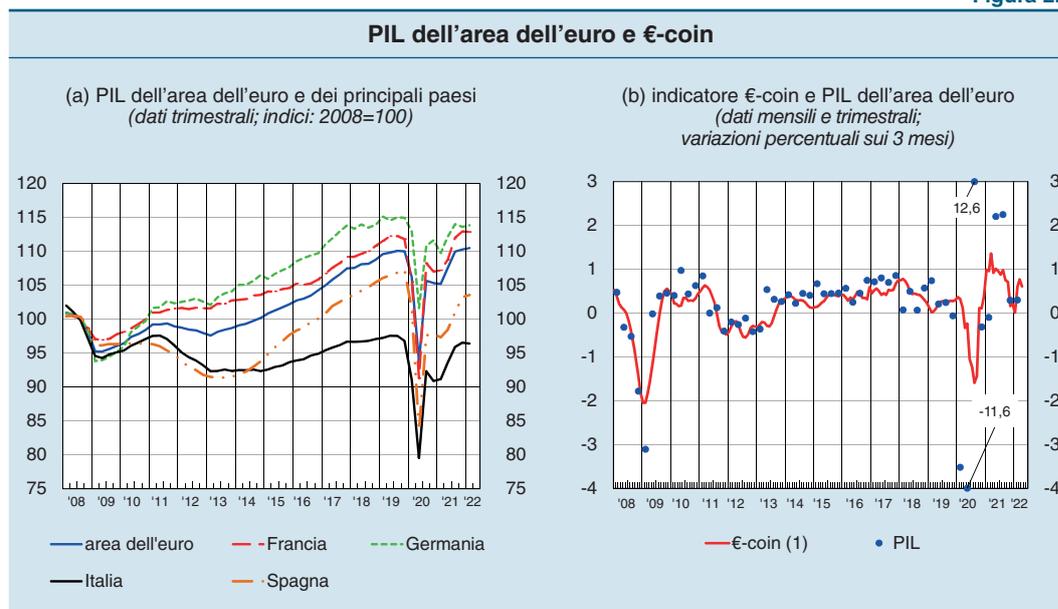
PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2019	2020	2021	2021				2022
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Area dell'euro (2)	1,6	-6,4	5,4	-0,1	2,2	2,2	0,3	0,3
Francia	1,8	-7,9	7,0	0,2	1,5	3,0	0,8	0,0
Germania	1,1	-4,6	2,9	-1,7	2,2	1,7	-0,3	0,2
Italia	0,5	-9,0	6,6	0,3	2,7	2,5	0,7	-0,2
Spagna	2,1	-10,8	5,0	-0,5	1,1	2,6	2,2	0,3

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.  
(1) Valori concatenati. 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.

Nel primo trimestre del 2022 il PIL è aumentato in misura modesta (0,3 per cento), risentendo degli effetti della più recente ondata della pandemia, dei persistenti rincari delle materie prime energetiche e delle difficoltà di approvvigionamento (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*).

Queste ultime tendenze si sono acuite con la guerra in Ucraina. In prospettiva è possibile che ne risentano maggiormente i paesi, come la Germania e l'Italia, caratterizzati da una più elevata dipendenza energetica dalla Russia (cfr. il riquadro: *Fonti e utilizzi dell'energia in Italia e nell'Unione europea* del capitolo 4 e il riquadro: *La bilancia energetica dell'Italia* del capitolo 10) e da un maggior peso del comparto manifatturiero. 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, è sceso in aprile a un livello inferiore a quello medio del 2021 (fig. 2.1.b).

Figura 2.1



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 2022](#).

## I prezzi e i costi

Nel corso del 2021 l'inflazione al consumo è salita progressivamente, superando il 4 per cento nell'ultimo trimestre e collocandosi al 2,6 per cento nella media dell'anno (0,3 nel 2020). Fra le principali economie l'incremento dei prezzi è stato maggiore in Germania e in Spagna (3,2 e 3,0 per cento, rispettivamente), più moderato in Francia e in Italia (2,1 e 1,9 per cento). L'inflazione al netto delle componenti più volatili è cresciuta all'1,5 per cento (0,7 nel 2020).

Il principale contributo alla risalita dell'inflazione è derivato dalla componente energetica (fig. 2.2). Dall'estate ha inciso anche la dinamica dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici, sospinti dalla ripresa della domanda, dall'aumento dei costi di produzione dovuto ai rincari energetici e dalle strozzature dal lato dell'offerta (cfr. il riquadro: *L'aumento dell'inflazione globale: fattori sottostanti e prospettive* del capitolo 1).

L'inflazione è salita ulteriormente, collocandosi poco sopra il 6 per cento nella media del primo trimestre del 2022 e al 7,4 in marzo e in aprile (il valore più alto dall'avvio della UEM). Questo andamento è ascrivibile per oltre la metà alla

componente energetica; quest'ultima ha continuato a risentire dei rincari delle materie prime (particolarmente acuti nel mese di marzo a seguito dell'invasione dell'Ucraina), ma anche di pressioni al rialzo più diffuse, che si sono estese ai prezzi dei beni alimentari, dei beni industriali non energetici e dei servizi. Gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) sui costi degli input e sui prezzi di vendita del settore manifatturiero restano in aprile su livelli elevati.

La trasmissione dell'inflazione al costo del lavoro è ancora contenuta. A fronte di una lieve flessione della produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto è salito su base annua nel quarto trimestre dell'1,3 per cento (dall'1,2 nei mesi estivi). Nonostante i rinnovi contrattuali siglati nella prima parte del 2022, la crescita delle retribuzioni rimane moderata (1,8 per cento nella media del primo bimestre del 2022); potrebbe lievemente intensificarsi nel corso dell'anno, per effetto anche del rialzo del salario minimo in alcuni paesi<sup>1</sup>.

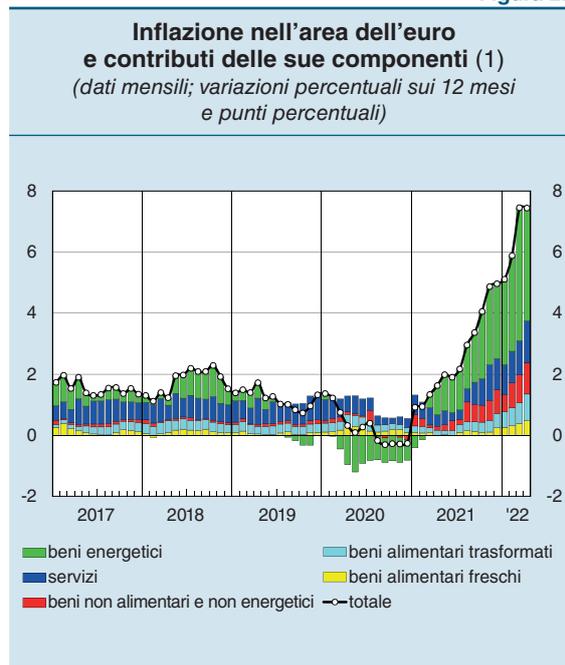
Secondo le aspettative di medio termine degli operatori professionali, censite da Consensus Economics in maggio, l'inflazione dell'area rimarrebbe elevata, 6,8 per cento nella media di quest'anno, per poi scendere al 2,6 nel 2023. Le attese di inflazione a più lungo termine sono salite in maniera più contenuta (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

### I mercati finanziari

Nella prima parte del 2021 le condizioni dei mercati finanziari sono migliorate, beneficiando della crescita sostenuta del prodotto e dell'orientamento espansivo della politica monetaria, che hanno incoraggiato una maggiore assunzione di rischio da parte degli investitori. Dopo l'estate il rialzo dell'inflazione e le attese di una politica monetaria meno accomodante hanno penalizzato le attività finanziarie più esposte all'aumento dei prezzi e dei tassi di interesse.

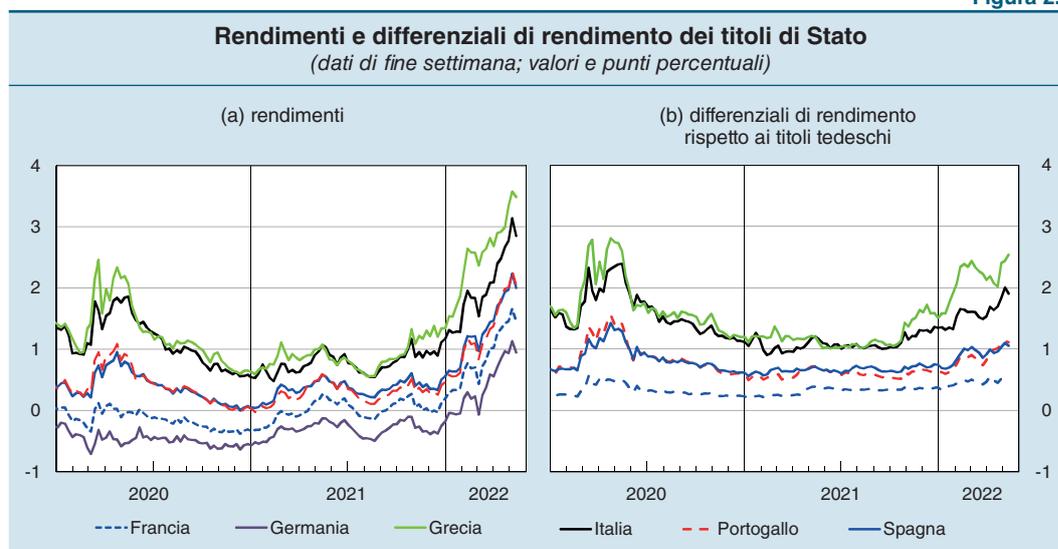
<sup>1</sup> Il prossimo 1° ottobre 2022 il salario minimo orario in Germania crescerà da 9,82 a 12 euro, con un aumento di circa il 22 per cento. Si tratta di un incremento considerevole, che porterebbe il salario minimo tedesco al secondo posto in Europa dopo il Lussemburgo. In Francia il salario minimo, per cui è previsto un sistema periodico di indicizzazione automatica, è salito a maggio del 2022 a 1.302,64 euro netti mensili (5,9 per cento in più rispetto a dodici mesi prima).

Figura 2.2



Le favorevoli prospettive di crescita, il rafforzamento dell'inflazione e – soprattutto nell'ultima parte dell'anno – le attese sull'orientamento della politica monetaria hanno spinto al rialzo i rendimenti dei titoli Stato (fig. 2.3.a), con temporanei aumenti della volatilità collegati anche alla diffusione di nuove varianti del virus. Tra l'inizio e la fine del 2021 i rendimenti decennali sono saliti di circa 50 punti base nella media dei principali paesi dell'area dell'euro. I premi per il rischio sovrano sono rimasti su livelli contenuti (fig. 2.3.b); quelli dei paesi ritenuti più vulnerabili hanno avuto un incremento nell'ultimo bimestre; vi hanno influito le aspettative di una riduzione degli acquisti netti di titoli di Stato da parte della BCE, poi confermate dalle decisioni di dicembre.

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Il quadro congiunturale positivo ha favorito la domanda di attività a più alto rischio da parte degli investitori. L'indice azionario dell'area dell'euro è salito del 21 per cento, con andamenti differenziati tra i settori (cfr. il riquadro: *Le quotazioni azionarie: analisi delle determinanti e degli andamenti settoriali* del capitolo 14). Le quotazioni delle aziende di credito sono aumentate in misura maggiore (37 per cento), beneficiando del rialzo dei tassi di interesse. La volatilità dell'indice di borsa implicita nelle opzioni si è mantenuta su livelli moderati, con temporanei rialzi in occasione della diffusione delle varianti del virus. I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono rimasti stabili nel segmento *investment grade*, mentre sono lievemente scesi in quello *high yield*.

Nei primi cinque mesi del 2022 il rafforzamento delle pressioni inflazionistiche ha determinato aspettative di una normalizzazione della politica monetaria più rapida di quanto precedentemente atteso, che si sono riflesse in un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. L'incremento dei tassi di interesse reali a lungo termine, l'incertezza generata dalla guerra in Ucraina e i timori sulle prospettive di crescita hanno causato un calo dei corsi azionari e un ampliamento dei premi per il rischio di credito sul debito sovrano e su quello del settore privato. Alla fine della seconda decade di maggio l'indice azionario era diminuito di circa il 14 per cento rispetto alla fine del 2021; il rendimento del titolo di Stato decennale tedesco si collocava all'1,03 per cento, 121 punti base in più rispetto all'inizio dell'anno.

## *Le politiche di bilancio*

*I risultati delle politiche di bilancio.* – Nel 2021 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso al 5,1 per cento (7,1 nel 2020). Il calo riflette quello del disavanzo primario, che è diminuito di quasi 2 punti percentuali al 3,6 per cento del PIL, mentre la spesa per interessi è rimasta pressoché stabile all'1,5 per cento. La riduzione dell'incidenza del disavanzo sul PIL è stata di circa 3,5 punti percentuali in Spagna, quasi 2,5 in Francia e Italia e 0,6 punti in Germania.

Secondo la Commissione europea il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico è peggiorato di 0,3 punti percentuali, a fronte di un miglioramento di 4 punti percentuali dello scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (output gap; -2,0 per cento nel 2021).

Il rapporto tra debito pubblico e PIL è diminuito di quasi 2 punti percentuali, al 97,4 per cento; l'effetto favorevole dell'ampio differenziale tra la crescita del prodotto nominale e l'onere medio del debito (5,4 punti) è stato solo parzialmente compensato dal disavanzo primario. Il peso del debito è aumentato in Germania, pur rimanendo inferiore al 70 per cento del PIL, mentre si è ridotto al 112,9 per cento in Francia, al 118,4 in Spagna e al 150,8 in Italia.

Nelle più recenti previsioni della Commissione, per quest'anno l'indebitamento netto nell'area dell'euro scenderebbe ancora, al 3,7 per cento del PIL. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto si ridurrebbe al 94,7 per cento, un livello ancora superiore di quasi 9 punti rispetto a prima della pandemia.

Lo scorso autunno la Commissione ha ripreso la consultazione relativa al riesame della governance economica, che era stata sospesa poco dopo il suo avvio nel febbraio del 2020 a causa della pandemia. Il nuovo quadro di regole di bilancio europee dovrebbe entrare in vigore dopo la disattivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita che, secondo la Commissione, potrebbe avvenire nel 2024. Da più parti si evidenzia la necessità di completare il quadro della governance europea con uno strumento permanente di bilancio comune, capace di assorbire gli effetti di shock macroeconomici aggregati (o di altri eventi specificati ex ante) e di realizzare progetti comuni di carattere eccezionale (cfr. il riquadro: *La riforma della governance economica europea*).

### **LA RIFORMA DELLA GOVERNANCE ECONOMICA EUROPEA**

Con la decisione, presa in sede europea a marzo del 2020, di attivare la clausola di salvaguardia generale in risposta all'emergenza sanitaria, le regole del Patto di stabilità e crescita sono state sostanzialmente sospese.

Nell'area dell'euro è necessario porre vincoli alla discrezionalità delle politiche di bilancio nazionali: esse infatti sono sotto la responsabilità dei singoli paesi, ma le loro conseguenze ricadono sull'area nel suo complesso. Il forte aumento dei debiti pubblici a seguito della pandemia non rende tuttavia possibile il semplice ripristino delle vecchie regole di bilancio, la cui applicazione richiederebbe correzioni di bilancio particolarmente onerose, soprattutto nei paesi in cui l'incidenza del debito pubblico sul PIL è più elevata. Inoltre già in precedenza il Patto di stabilità e crescita veniva considerato per

molti aspetti insoddisfacente, a causa della sua complessità, prociclicità e difficoltà di applicazione. Pertanto la Commissione europea ha avviato nuovamente lo scorso ottobre la consultazione relativa al riesame della governance economica, che era stata sospesa poco dopo il suo avvio nel febbraio 2020 a causa dello scoppio della pandemia<sup>1</sup>.

In un recente studio<sup>2</sup> viene proposto, anche sulla base degli elementi di consenso emersi nel dibattito istituzionale e accademico<sup>3</sup>, un nuovo quadro di regole (figura), incentrato su un Patto di sostenibilità che ciascuno dei paesi ad alto debito concorderebbe con la Commissione europea e che dovrebbe essere approvato dal Consiglio dell'Unione europea. Il Patto includerebbe un obiettivo di debito di medio termine e un profilo pluriennale di indebitamento netto coerente con il raggiungimento dell'obiettivo. Questo profilo sarebbe vincolante (nel senso che eventuali deviazioni andrebbero recuperate in tempi prefissati) a meno di scostamenti riconducibili – sulla base delle valutazioni di organismi tecnici indipendenti nazionali ed europei – a eventi imprevisi di natura macroeconomica o comunque al di fuori del controllo del governo.

Nel nuovo quadro, che potrebbe essere attuato senza modificare i trattati istitutivi della UE<sup>4</sup>, per chi sottoscrive il Patto verrebbero meno le regole che riguardano il saldo strutturale, la dinamica della spesa e il ritmo di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL. Nel caso invece di mancato accordo sul Patto di sostenibilità si applicherebbe la regola di riduzione del rapporto tra debito e prodotto in vigore prima della pandemia (1/20 all'anno in media su un triennio della parte eccedente il 60 per cento).

L'utilizzo esclusivo di grandezze osservabili (sia per gli obiettivi, sia per il quadro macroeconomico di riferimento)<sup>5</sup> favorirebbe la semplicità e la trasparenza degli accordi. Le caratteristiche del processo di definizione del Patto di sostenibilità responsabilizzerebbero tutte le parti coinvolte e rafforzerebbero la condivisione degli obiettivi fissati a livello nazionale ed europeo. La supervisione verrebbe effettuata da organismi tecnici indipendenti, che garantirebbero la correttezza del processo e l'uniformità di trattamento tra paesi.

<sup>1</sup> Commissione europea, *Leconomia dell'UE dopo la Covid-19: implicazioni per la governance economica*, COM(2021) 662 final, 19 ottobre 2021.

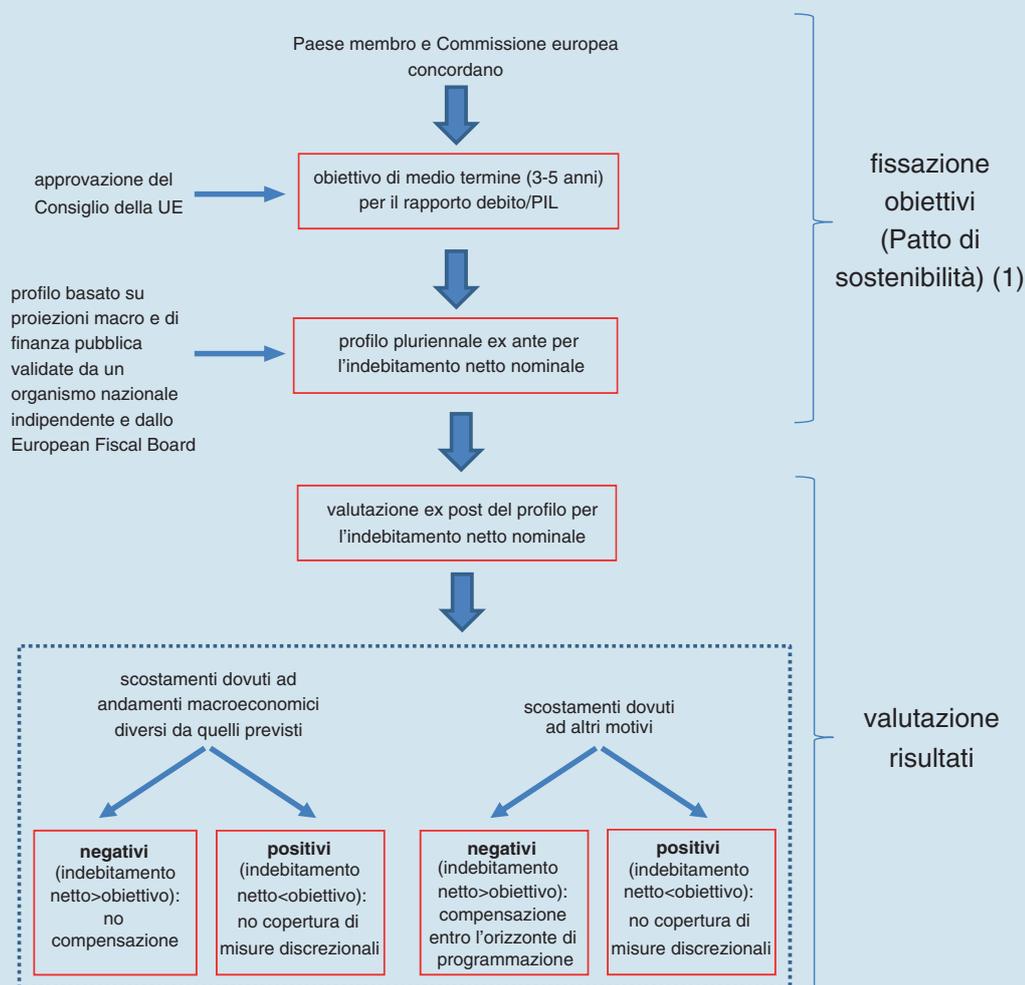
<sup>2</sup> M. Romanelli, P. Tommasino ed E. Vadala, *The future of European fiscal governance: a comprehensive approach*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 691, 2022.

<sup>3</sup> Tra i contributi più rilevanti, cfr. A. Bénassy-Quéré, M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro e J. Zettelmeyer, *Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform*, CEPR Policy Insight, 91, 2018; European Fiscal Board, *Annual report, 2018* e European Fiscal Board, *Annual report, 2020*; O. Blanchard, A. Leandro e J. Zettelmeyer, *Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards*, Peterson Institute for International Economics Working Paper, 21-1, 2021; P. Martin, J. Pisani-Ferry e X. Ragot, *Reforming the European fiscal framework*, "Les notes du conseil d'analyse économique", 63, 2021; O. Francová, E. Hitaj, J. Goossen, R. Kraemer, A. Lenarčič e G. Palaiodimos, *EU fiscal rules: reform considerations*, ESM Discussion Paper Series, 17, 2021; F. Giavazzi, V. Guerrieri, G. Lorenzoni e C.-H. Weymuller, *Revising the European fiscal framework*, mimeo, 2021; G. Amato, F. Bassanini, M. Messori e G.L. Tosato, *The new European fiscal framework: how to harmonise rules and discretion*, ASTRID Paper, 81, 2021.

<sup>4</sup> Per gli aspetti legali, cfr. in particolare M. Maduro, P. Martin, J.-C. Piris, J. Pisani-Ferry, L. Reichlin, A. Steinbach e B. Weder di Mauro, *Revisiting the EU framework: economic necessities and legal options*, CEPR Policy Insight, 114, 2021, e G.L. Tosato, *Sulla fattibilità giuridica di una capacità fiscale della UE a Trattati costanti*, ASTRID Rassegna, 15, 2021.

<sup>5</sup> In particolare non verrebbero più utilizzate variabili la cui stima è soggetta ex ante ad ampia incertezza ed ex post a significative revisioni, come l'output gap, il PIL potenziale o il saldo di bilancio strutturale.

## Proposta di riforma delle regole di bilancio europee: il Patto di sostenibilità



(1) Nel caso di mancato raggiungimento di un accordo sul Patto di sostenibilità si applicherebbe la regola di riduzione del rapporto tra il debito e il PIL in vigore prima della pandemia (1/20 all'anno in media su un triennio della parte eccedente il 60 per cento).

Da più parti si sottolinea che la riforma della governance europea non deve esaurirsi nella modifica delle regole: ai vincoli alle politiche nazionali va affiancata una capacità di bilancio comune (*fiscal capacity*), in modo da ricostituire a livello centrale un'adeguata flessibilità nell'attuazione delle politiche di bilancio. Il disegno delle regole e quello della *fiscal capacity* devono essere coerenti: se le prime saranno rigide e non contempleranno eccezioni, la seconda dovrà intervenire con frequenza; se le regole lasceranno invece maggiori margini di manovra ai paesi, la *fiscal capacity* comune potrà limitarsi a intervenire solo a fronte di shock di ampia portata.

L'istituzione di una *fiscal capacity* attiva in modo permanente richiederebbe una modifica dei trattati, con tempi di realizzazione lunghi ed esiti incerti. In alternativa, nello studio si propone la creazione di uno strumento di bilancio pronto per essere

attivato in caso di necessità (*contingent fiscal facility*): ciò costituirebbe una soluzione coerente con la maggiore flessibilità per le politiche nazionali introdotta dal Patto di sostenibilità e sarebbe realizzabile anche a trattati invariati. Automaticamente al verificarsi di eventi specificati ex ante o per l'attuazione di progetti comuni di carattere eccezionale, tale strumento, sull'esempio di NGEU, reperirebbe risorse attraverso l'emissione di debito e le trasferirebbe sotto forma di sovvenzioni ai paesi membri, affinché le impieghino con criteri e a condizioni definite a livello europeo. L'accesso ai fondi della *contingent fiscal facility* dovrebbe essere condizionato al rispetto del nuovo quadro di regole.

*SURE e Next Generation EU.* – È proseguita l'attività dello strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE; cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* nella *Relazione annuale* sul 2020). Nel 2021 le emissioni legate a SURE sono state di circa 50 miliardi (quasi 40 alla fine del 2020); la Commissione ha finora concesso prestiti per 91,8 miliardi ai 19 paesi che ne hanno fatto richiesta (su una dotazione finanziaria complessiva di 100 miliardi). Tra le maggiori economie dell'area, Italia e Spagna hanno ricevuto l'intero ammontare loro assegnato (27,4 e 21,3 miliardi, rispettivamente); Francia e Germania non hanno presentato richieste di sostegno.

Dalla metà dello scorso anno ha preso avvio il programma NGEU, volto a finanziare riforme e investimenti, da realizzare entro il 2026, per un importo massimo di 806,9 miliardi, quasi il 6 per cento del PIL della UE del 2019. Il programma è articolato in sette strumenti, di cui il principale è il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (723,8 miliardi, di cui quasi 340 in forma di sovvenzioni e oltre 380 in forma di prestiti).

Tutti gli Stati membri della UE, con l'eccezione dei Paesi Bassi, hanno richiesto l'accesso alle risorse del Dispositivo. A tal fine ciascun paese ha predisposto un piano nazionale di ripresa e resilienza che definisce le misure da realizzare in sei aree di intervento: (a) transizione verde; (b) trasformazione digitale; (c) crescita intelligente, sostenibile e inclusiva; (d) coesione sociale e territoriale; (e) salute e resilienza economica, sociale e istituzionale; (f) politiche per la prossima generazione, comprese istruzione e competenze. I piani assorbono poco meno del 70 per cento della dotazione del Dispositivo: mentre tutti i paesi programmano di utilizzare integralmente le risorse disponibili per le sovvenzioni, attualmente solo sette (Cipro, Grecia, Italia, Polonia, Portogallo, Romania e Slovenia) hanno previsto il ricorso ai prestiti, che possono comunque essere richiesti fino al 31 agosto 2023<sup>2</sup>. Il Consiglio della UE ha finora approvato 24 dei 26 piani presentati alla Commissione europea.

L'Italia è attualmente la principale beneficiaria del Dispositivo per volume delle risorse: il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR; cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR: risultati raggiunti e scadenze nel 2022* del capitolo 4) prevede interventi per 191,5 miliardi (di cui 122,6 finanziati con prestiti), a fronte di valori più contenuti

<sup>2</sup> La Grecia, l'Italia e la Romania hanno richiesto prestiti per un importo sostanzialmente in linea con il rispettivo ammontare massimo concedibile.

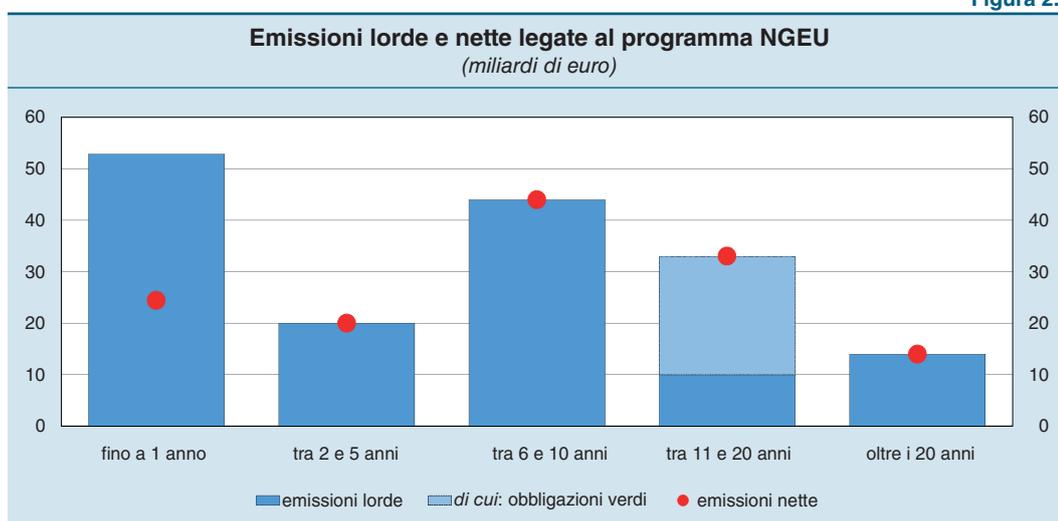
negli altri maggiori paesi dell'area (69,5 miliardi in Spagna, 39,4 in Francia e 25,6 in Germania). Le risorse assegnate in rapporto ai rispettivi PIL ammonterebbero a poco meno dell'11 per cento in Italia e del 6 in Spagna, a circa l'1,5 in Francia e a meno dell'1 in Germania.

I piani nazionali specificano i risultati qualitativi e quantitativi da ottenere attraverso la realizzazione delle riforme e degli investimenti previsti; l'erogazione dei fondi è distribuita nel tempo e subordinata al raggiungimento dei risultati. Con riferimento alle maggiori economie, circa il 30 per cento degli obiettivi riguarda le riforme.

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza sono stati finora erogati ai paesi della UE 100 miliardi, di cui oltre 56 a titolo di prefinanziamento; la parte rimanente è stata assegnata a fronte della valutazione positiva da parte della Commissione europea con riferimento al raggiungimento di traguardi e obiettivi relativi al 2021 (per l'Italia, cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Per finanziare il programma NGEU la Commissione europea si è indebitata sul mercato dei capitali (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* nella *Relazione annuale* sul 2020). Le emissioni lorde sono state finora superiori a 160 miliardi (fig. 2.4); per oltre 20 si tratta di obbligazioni verdi (attraverso questa tipologia di titoli la Commissione intende raccogliere risorse fino a 250 miliardi). Grazie all'elevato rating di cui godono i titoli europei, il rendimento medio delle emissioni è stato molto contenuto: -0,7 per cento per i titoli a breve termine (con durata fino a 6 mesi) e 0,5 per quelli a medio e a lungo termine (con durata compresa tra 3 e 30 anni).

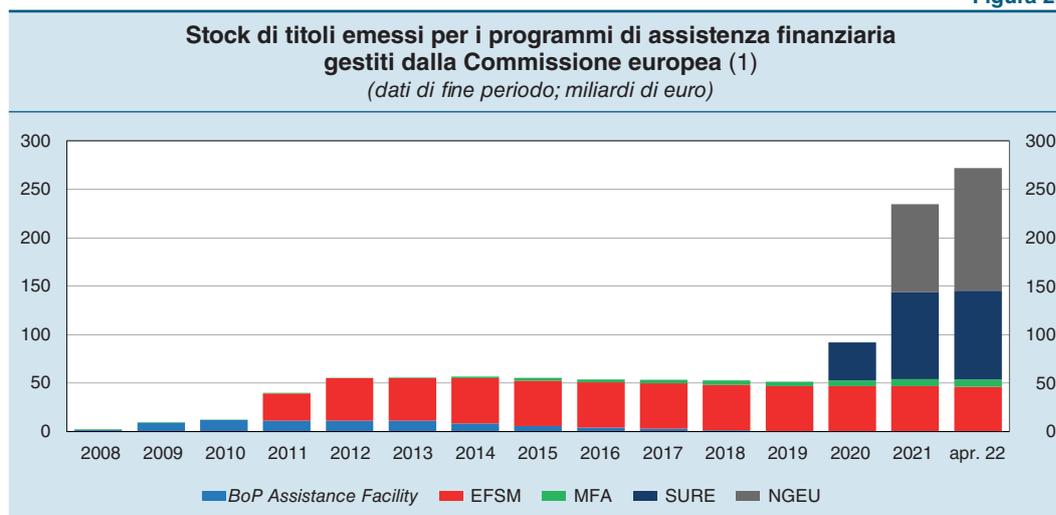
Figura 2.4



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

Le emissioni legate a SURE e a NGEU sono già attualmente superiori a quelle connesse con i programmi di assistenza finanziaria gestiti in passato direttamente dalla Commissione (fig. 2.5). In prospettiva, il pieno dispiegamento di NGEU farà della Commissione europea il principale emittente sovranazionale di titoli denominati in euro ad alto merito di credito, superando il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF) e il Meccanismo europeo di stabilità (European

Figura 2.5



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

(1) Dati aggiornati al 30 aprile 2022. Tra i programmi di assistenza finanziaria istituiti prima della pandemia, il principale è il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (*European Financial Stabilisation Mechanism*, EFSM), creato durante la crisi dei debiti sovrani per i paesi della UE in difficoltà finanziaria. Altri programmi minori sono la *Balance of Payments Assistance Facility*, riservata ai paesi della UE al di fuori dell'area dell'euro con problemi nella loro bilancia dei pagamenti, e la *Macro-Financial Assistance* (MFA), destinata ai paesi geograficamente, economicamente e politicamente vicini alla UE.

Stability Mechanism, ESM), i cui titoli in essere ammontano complessivamente a circa 300 miliardi.

La Commissione europea ha recentemente proposto che gli Stati membri includano nei propri piani nazionali di ripresa e resilienza gli interventi volti a raggiungere gli obiettivi legati a *REPowerEU*, il piano per la riduzione della dipendenza energetica dalla Russia e l'accelerazione della transizione verde (cfr. il paragrafo: *La risposta europea all'aumento dei prezzi energetici e alla crisi in Ucraina*). Nella proposta della Commissione questi interventi verrebbero in larga parte finanziati con le risorse disponibili per prestiti finora non richieste dai paesi membri nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (stimati dalla Commissione in 225 miliardi)<sup>3</sup>. Fondi addizionali, da erogare in forma di sovvenzioni, deriverebbero dall'utilizzo dei proventi legati al sistema di scambio delle quote di emissioni di gas a effetto serra della UE (circa 20 miliardi). Infine è previsto che i paesi possano utilizzare, su base volontaria, una parte delle risorse loro assegnate nell'ambito delle politiche di coesione e della politica agricola comune.

### *La risposta europea all'aumento dei prezzi energetici e alla crisi in Ucraina*

Le istituzioni europee hanno adottato sanzioni economiche senza precedenti nei confronti della Russia e della Bielorussia e hanno assunto varie iniziative in tema di energia. *REPowerEU*, il piano approvato dalla Commissione europea lo scorso 18 maggio, amplia il contenuto di precedenti comunicazioni e affronta la duplice finalità di limitare il ricorso ai combustibili fossili di importazione russa e accelerare il processo di transizione energetica, anticipando il traguardo di riduzione delle emissioni

<sup>3</sup> La Commissione propone che gli Stati membri che non hanno ancora richiesto i prestiti possano farlo entro 30 giorni dall'entrata in vigore delle modifiche al regolamento del Dispositivo di ripresa e resilienza connesse con *REPowerEU*; oltre questo termine i prestiti non assegnati sarebbero messi a disposizione di tutti gli Stati membri.

di gas a effetto serra previsto dalla Commissione europea nel pacchetto *Fit for 55*<sup>4</sup>, al momento fissato al 55 per cento entro il 2030<sup>5</sup>.

Il Piano comprende interventi per: (a) ridurre i consumi favorendo aumenti di efficienza (ad es. sovvenzionando l'installazione di pompe di calore e l'isolamento di edifici) e cambiamenti nei comportamenti dei consumatori<sup>6</sup>; (b) diversificare le fonti di approvvigionamento, in particolare con la creazione di una piattaforma energetica europea che permetta, su base volontaria, di acquistare congiuntamente gas naturale, gas naturale liquefatto e idrogeno sui mercati internazionali; (c) accelerare l'installazione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, sostenendo le tecnologie legate all'idrogeno e alle bioenergie e raddoppiando la capacità di produzione di energia da impianti fotovoltaici entro il 2025 con programmi dedicati (*EU Solar Strategy*) e una semplificazione degli iter amministrativi. Per affrontare l'eventuale interruzione completa delle forniture di gas russo, sono previste misure di coordinamento e redistribuzione tra i paesi membri a sostegno delle economie più colpite e la fissazione di massimali di prezzo direttamente nel mercato all'ingrosso. Le precedenti comunicazioni avevano preso in esame azioni di breve termine per i mercati nazionali dell'energia elettrica, tra cui le compensazioni finanziarie per famiglie e imprese (per quelli adottati in Italia, cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*, il capitolo 6: *Le imprese* e il capitolo 11: *La finanza pubblica*) e gli interventi regolatori volti a limitare i guadagni eccessivi (*windfall gains*) realizzati in questa fase da alcuni operatori (cfr. il riquadro: *La regolamentazione del settore dell'energia elettrica e il meccanismo di formazione dei prezzi* del capitolo 12).

La Commissione europea ha inoltre approvato il Quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato in favore dell'economia nel contesto dell'aggressione dell'Ucraina da parte della Russia<sup>7</sup>, che consente agli Stati membri di concedere fino al 31 dicembre 2022: (a) aiuti di importo limitato, incluse sovvenzioni a fondo perduto; (b) garanzie pubbliche su prestiti e prestiti agevolati; (c) aiuti per sostenere i costi addizionali dovuti all'incremento eccezionale dei prezzi energetici. Rispetto al precedente Quadro temporaneo, adottato a marzo del 2020 in risposta all'emergenza sanitaria<sup>8</sup>, la principale novità è rappresentata dalla previsione di aiuti specifici per gli operatori economici che hanno subito un aumento significativo dei costi dell'energia. Per coprire questi incrementi sono consentiti aiuti a fondo perduto di importo maggiore (fino a 2 milioni, elevabili a 25 e 50 milioni per le imprese a forte consumo di energia) rispetto al massimo previsto per la generalità delle imprese colpite dalla crisi (400.000 euro).

<sup>4</sup> Commissione europea, *"Pronti per il 55%": realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica*, COM(2021) 550 final, 14 luglio 2021.

<sup>5</sup> Commissione europea, *Piano REPowerEU*, COM(2022) 230 final, 18 maggio 2022. Per le precedenti comunicazioni, cfr. Commissione europea, *Sicurezza dell'approvvigionamento e prezzi dell'energia accessibili: opzioni per misure immediate e in vista del prossimo inverno*, COM(2022) 138 final, 23 marzo 2022; Commissione europea, *REPowerEU: azione europea comune per un'energia più sicura, più sostenibile e a prezzi più accessibili*, COM(2022) 108 final, 8 marzo 2022; Commissione europea, *Risposta all'aumento dei prezzi dell'energia: un pacchetto di misure d'intervento e di sostegno*, COM(2021) 660 final, 13 ottobre 2021.

<sup>6</sup> La Commissione si impegna inoltre a pubblicare delle linee guida per la revisione e l'aggiornamento dei piani nazionali integrati per l'energia e il clima.

<sup>7</sup> Commissione europea, *Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina*, C(2022) 1890 final, 23 marzo 2022.

<sup>8</sup> Commissione europea, *Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del Covid-19*, C(2020) 1863 final, 19 marzo 2020.

### 3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2021 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto un orientamento di politica monetaria molto accomodante; alla fine dell'anno ha valutato che i progressi nella ripresa economica e verso il conseguimento dell'obiettivo di inflazione nel medio termine consentissero di avviare una graduale normalizzazione della politica monetaria.

Nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) gli acquisti netti sono stati regolati in modo flessibile: dopo gli aumenti decisi nei primi mesi del 2021, essi sono stati gradualmente ridotti dall'ultimo trimestre dello scorso anno e sono terminati alla fine di marzo del 2022. Sono invece proseguiti quelli condotti con il programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP), il cui profilo temporale è stato delineato in modo da rendere graduale la diminuzione degli acquisti netti complessivi dei due programmi.

L'Eurosistema ha continuato a sostenere l'erogazione del credito bancario a famiglie e imprese attraverso la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), la cui ultima asta si è svolta lo scorso dicembre.

In luglio il Consiglio direttivo ha approvato la nuova strategia di politica monetaria della BCE, che adotta un obiettivo di inflazione simmetrico del 2 per cento nel medio termine. Questa formulazione fornisce un chiaro ancoraggio alle aspettative di crescita dei prezzi e implica che le deviazioni positive e negative dell'inflazione rispetto all'obiettivo siano ugualmente indesiderabili.

Nei primi mesi del 2022, a fronte della crescita dell'inflazione, il Consiglio ha proseguito il processo di riduzione dell'accomodamento monetario, delineandone le possibili tappe per i mesi a venire. In un quadro di accresciuta incertezza per effetto del conflitto in Ucraina ha al contempo ribadito la necessità che tale processo sia graduale, caratterizzato da flessibilità e aperto a diverse opzioni sulla base dei nuovi dati e della propria valutazione sull'evoluzione del quadro macroeconomico; ha inoltre affermato che intraprenderà tutte le azioni necessarie per garantire la stabilità dei prezzi e salvaguardare quella finanziaria.

#### *L'azione di politica monetaria*

Nei primi mesi del 2021 la pandemia ha continuato a pesare sugli andamenti economici nell'area dell'euro, mentre il miglioramento del quadro globale si è riflesso in un rialzo dei tassi di interesse a lungo termine sui mercati internazionali.

Per contrastare la trasmissione dell'incremento ai rendimenti dell'area ed evitare un prematuro inasprimento delle condizioni di finanziamento di famiglie e imprese, in marzo il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare significativamente il volume degli acquisti netti mensili nell'ambito del PEPP.

In luglio il Consiglio direttivo ha concluso il riesame della strategia di politica monetaria della BCE, che ha interessato i principali aspetti della sua conduzione e ha tenuto conto dei notevoli cambiamenti dell'economia globale e di quella dell'area negli ultimi vent'anni (cfr. il riquadro: *La revisione della strategia di politica monetaria della BCE*).

#### LA REVISIONE DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

All'inizio del 2020 la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro hanno avviato un riesame della strategia di politica monetaria della BCE, allo scopo di assicurarne la conformità al mandato di perseguire la stabilità dei prezzi. I lavori, che hanno subito un rallentamento dovuto alla necessità di concentrare risorse e analisi sulle urgenze poste dalla pandemia, si sono conclusi nel luglio 2021, quando la nuova strategia è stata approvata dal Consiglio direttivo della BCE e annunciata al pubblico.

La revisione ha tenuto conto dei cambiamenti intervenuti nel contesto economico e finanziario a partire dagli anni in cui la strategia era stata originariamente formulata e poi aggiornata (nel 1998 e nel 2003, rispettivamente). Fattori strutturali legati alla minore crescita della produttività, al cambiamento demografico e alla maggiore domanda globale di attività finanziarie prive di rischio hanno comportato una discesa del tasso di interesse "naturale" (o "neutrale"), a cui l'economia opera quando domanda e offerta sono bilanciate e l'inflazione è coerente con l'obiettivo della banca centrale. Tenuto conto della presenza di un limite inferiore alla riduzione dei tassi ufficiali, questo andamento ha ristretto il margine per allentare, con gli strumenti tradizionali, l'orientamento della politica monetaria a fronte di shock disinflazionistici. Le spinte recessive e le pressioni al ribasso sull'inflazione prodotte da crisi sistemiche come quella finanziaria globale del 2008-09, quella dei debiti sovrani del 2011-12 e la crisi legata all'emergenza pandemica, hanno reso indispensabile l'adozione di misure non convenzionali di politica monetaria: operazioni di rifinanziamento a lungo termine, programmi di acquisto di attività finanziarie, tassi di interesse negativi, indicazioni prospettiche sulle politiche future (*forward guidance*). Il riesame della strategia ha compreso anche una valutazione dell'efficacia di questi nuovi strumenti.

Gli aspetti più rilevanti della revisione hanno riguardato: la definizione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi; gli strumenti non convenzionali a disposizione della politica monetaria quando i tassi di interesse ufficiali sono prossimi al loro limite inferiore; l'interdipendenza tra mantenimento della stabilità dei prezzi e gli altri obiettivi secondari (crescita economica equilibrata, piena occupazione, stabilità finanziaria, impatto climatico)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La documentazione prodotta dagli esperti a supporto delle decisioni del Consiglio direttivo si è tradotta in un ampio numero di pubblicazioni, disponibili sui siti della BCE e delle BCN (per approfondimenti su questi temi, cfr. i lavori pubblicati nella sezione dedicata agli [Occasional Papers Series](#) della BCE).

La nuova strategia ha definito un obiettivo di inflazione “simmetrico del 2 per cento nel medio termine”. Questa formulazione, che fornisce un ancoraggio più chiaro che in passato per le aspettative sull’aumento dei prezzi, sostituisce la precedente definizione che indicava un livello di inflazione “inferiore, ma prossimo, al 2 per cento”<sup>2</sup>. La simmetria implica che il Consiglio direttivo consideri parimenti indesiderabili le deviazioni positive e negative dell’inflazione rispetto all’obiettivo. La simmetria giustifica inoltre risposte di politica monetaria particolarmente vigorose o persistenti quando i tassi di interesse si trovino in prossimità del loro limite inferiore, per evitare che questo vincolo ostacoli l’azione di contrasto a forti pressioni deflazionistiche<sup>3</sup>. La nuova strategia conferma l’orientamento a medio termine della politica monetaria, che consente di rispondere in maniera flessibile agli shock economici, in considerazione dell’incertezza del processo inflazionistico e dei ritardi nella trasmissione degli impulsi monetari. Questo orientamento permette inoltre di tenere conto, nelle decisioni di politica monetaria, di altre considerazioni rilevanti per il perseguimento della stabilità dei prezzi, quali ad esempio gli obiettivi secondari riguardanti l’occupazione, la stabilità finanziaria, il cambiamento climatico.

Per il calcolo e la definizione dell’obiettivo di inflazione è stato confermato il riferimento alla variazione su dodici mesi dell’indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), sulla base di considerazioni di tempestività, affidabilità e comparabilità nel tempo e tra paesi. Tuttavia, per accrescere ulteriormente il contenuto informativo dell’indice, la revisione ha previsto un piano di azione per incorporarvi in prospettiva anche i costi relativi alle abitazioni occupate dai proprietari.

I cambiamenti strutturali delle economie e la loro crescente interconnessione con i sistemi finanziari hanno richiesto una rivisitazione del quadro analitico di riferimento per le decisioni di politica monetaria, attualmente basate su una maggiore integrazione tra l’analisi economica e quella monetaria e finanziaria. Quest’ultima pone particolare attenzione alla trasmissione degli stimoli monetari all’economia e ai rischi per la stabilità dei prezzi derivanti da possibili squilibri finanziari. Anche la comunicazione – divenuta strumento di politica monetaria con la *forward guidance* – è stata oggetto di rivisitazione, per rendere più efficaci le modalità con cui vengono rese pubbliche le decisioni del Consiglio e le analisi dello staff della BCE, sia per le comunicazioni prevalentemente destinate agli operatori specializzati, sia per quelle indirizzate a un pubblico più ampio. Infine la nuova strategia ha stabilito un piano di azione per incorporare considerazioni relative al cambiamento climatico nell’assetto di politica monetaria. Oltre a integrare le proprie valutazioni con fattori climatici, il Consiglio direttivo adeguerà l’impianto

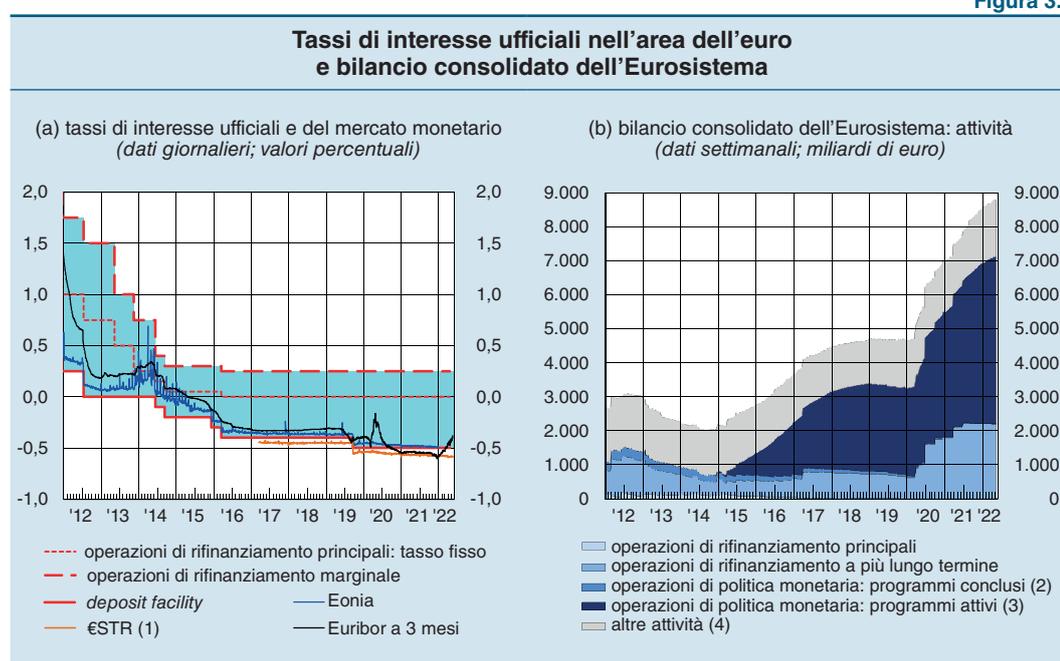
<sup>2</sup> La precedente formulazione induceva ambiguità ed eterogeneità tra le imprese nella percezione dell’obiettivo numerico di inflazione, oltre a una tendenza a sottostimarla, come mostrato in M. Bottone, A. Tagliabracci e G. Zevi, *Inflation expectations and the ECB’s perceived inflation objective: novel evidence from firm-level data*, “Journal of Monetary Economics”, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> Ricorrere a queste strategie può implicare la necessità di moderate deviazioni positive transitorie dell’inflazione dall’obiettivo, come reazione a deviazioni negative persistenti. Per approfondimenti, cfr. F. Busetti, S. Neri, A. Notarpietro e M. Pisani, *Monetary policy strategies in the New Normal: a model-based analysis for the euro area*, Banca d’Italia, Temi di discussione, 1308, 2020; cfr. anche M. Cecioni, A. Grasso, A. Notarpietro e M. Pisani, *Revisiting monetary policy objectives and strategies: international experience and challenges from the ELB*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 660, 2021.

operativo relativamente a: informativa; valutazione del rischio; acquisti di attività del settore societario; sistema delle garanzie.

In linea con la nuova strategia, nella riunione di luglio il Consiglio ha rivisto le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento, annunciando l'intenzione di mantenerli su livelli pari o inferiori a quelli vigenti (fig. 3.1.a) fino al raggiungimento di tre specifiche condizioni. In primo luogo, le prospettive di inflazione devono portarsi al 2 per cento ben prima della fine dell'orizzonte triennale delle proiezioni; in secondo luogo, ciò deve avvenire in maniera durevole per il resto di tale orizzonte; infine, i progressi nell'inflazione di fondo devono essere sufficientemente avanzati da risultare coerenti con lo stabilizzarsi dell'inflazione sul nuovo obiettivo nel medio periodo.

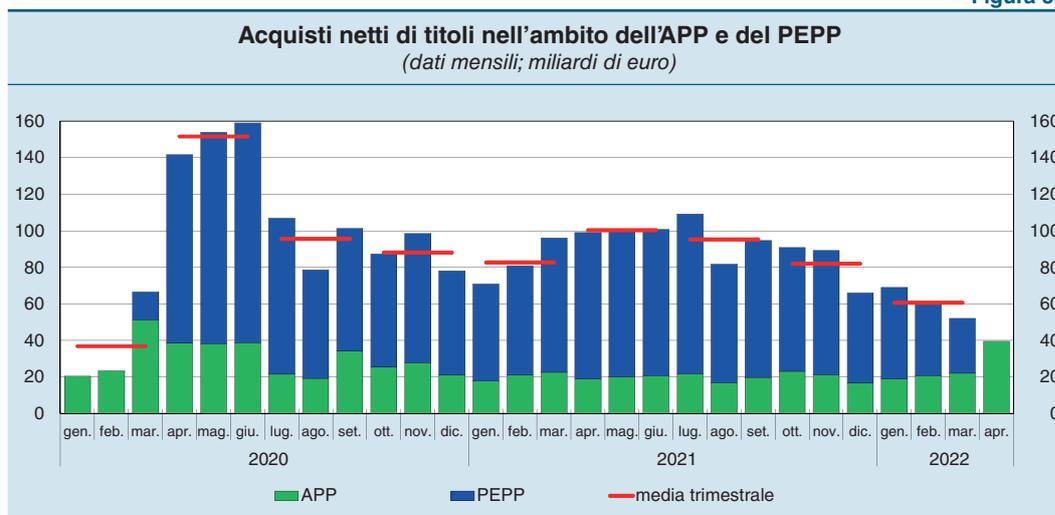
Figura 3.1



(1) Dal 2 ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro. Nel grafico, per il periodo antecedente al 2 ottobre, viene riportato il tasso pre-€STR. Da questa data e sino alla sua dismissione alla fine del 2021, il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base. – (2) Il primo e il secondo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP e CBPP2) e il programma di acquisto di titoli sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*, SMP). – (3) L'APP, che include 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), il programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) e, dal 26 marzo 2020, il PEPP. – (4) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera.

Nella seconda metà dell'anno la ripresa dell'attività economica si è rafforzata e l'inflazione è aumentata ben oltre il previsto, riflettendo principalmente i rincari dei beni energetici; la dinamica delle retribuzioni e le aspettative di inflazione suggerivano tuttavia che la crescita dei prezzi nel medio termine sarebbe rimasta al di sotto dell'obiettivo. Nella riunione di settembre il Consiglio ha pertanto mantenuto un orientamento espansivo; ha tuttavia valutato di poter preservare condizioni di finanziamento favorevoli con un ritmo di acquisti netti di titoli nell'ambito del PEPP, per gli ultimi tre mesi dell'anno, moderatamente inferiore rispetto ai due trimestri precedenti (fig. 3.2).

Figura 3.2



Fonte: BCE.

A partire dal terzo trimestre del 2021 gli errori di previsione dell'inflazione negli esercizi condotti dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema – particolarmente elevati ma non dissimili da quelli di altre istituzioni internazionali e previsori privati – sono in larga parte spiegati dagli aumenti dei prezzi dei beni energetici, la cui entità e persistenza hanno riflesso, oltre che la ripresa della domanda globale, fattori geopolitici che si sono poi ulteriormente aggravati in seguito all'invasione dell'Ucraina; vi hanno contribuito anche gli effetti delle strozzature dal lato dell'offerta, più intensi di quanto anticipato<sup>1</sup>.

In dicembre, a fronte dei progressi compiuti nella ripresa economica e verso l'obiettivo di inflazione, il Consiglio ha annunciato l'avvio di un processo di riduzione graduale degli acquisti netti di attività finanziarie nel 2022.

Con riferimento al PEPP, ha previsto di effettuare acquisti netti di titoli nel primo trimestre a un ritmo inferiore rispetto a quello precedente e ha annunciato l'intenzione di interromperli alla fine di marzo. Ha inoltre deciso di estendere l'orizzonte per il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza del PEPP almeno sino alla fine del 2024 e, in ogni caso, di attuarlo nei tempi e nei modi appropriati per evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria. Per rendere graduale la riduzione degli acquisti netti complessivi, il Consiglio ha annunciato di volere aumentare quelli nell'ambito dell'APP, ribadendo che essi termineranno poco prima dell'avvio della fase di rialzo dei tassi di interesse ufficiali (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel dicembre 2021*, in *Bollettino economico*, 1, 2022).

La flessibilità nella conduzione degli acquisti durante la crisi pandemica è stata decisiva per contrastare le tensioni nei mercati finanziari e le loro ripercussioni sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro<sup>2</sup>. Il Consiglio ha pertanto

<sup>1</sup> Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *L'aumento dell'inflazione globale: fattori sottostanti e prospettive* del capitolo 1 e il capitolo 2: *Leconomia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*; cfr. inoltre M. Chahad, A.-C. Hofmann-Drahonsky, B. Meunier, A. Page e M. Tirpák, *A cosa si devono i recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE?*, in BCE, *Bollettino economico*, 3, 2022, pp. 55-64.

<sup>2</sup> M. Bernardini e A.M. Conti, *Assessing the flexible implementation of the ECB's pandemic asset purchases*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 20 dicembre 2021.

stabilito che, nell'ambito del proprio mandato e a fronte di tensioni nei mercati, la flessibilità rimarrà un elemento integrante della politica monetaria. In particolare, nel caso di nuovi fenomeni di frammentazione delle condizioni finanziarie dovuti alla pandemia, i reinvestimenti del PEPP potranno in qualsiasi momento essere adeguati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e fra i vari paesi. Anche gli acquisti netti del PEPP potrebbero essere riattivati, se necessario, per fronteggiare gli shock negativi connessi con la crisi sanitaria.

Nelle valutazioni del Consiglio l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia avrà un impatto notevole sull'attività economica e sull'inflazione nell'area. L'entità di questi effetti è tuttavia molto incerta e dipenderà dall'evoluzione del conflitto e dalle ricadute economiche delle sanzioni. In marzo il Consiglio ha proseguito la graduale normalizzazione della politica monetaria, sottolineando tuttavia che l'estrema incertezza sul quadro macroeconomico richiede di mantenere aperte diverse opzioni. Nell'ambito dell'APP è stato rivisto il profilo degli acquisti mensili, ridotti a 40 miliardi di euro in aprile, a 30 in maggio e a 20 in giugno (da 40 miliardi al mese previsti per tutto il trimestre). Nella riunione di aprile il Consiglio ha annunciato che le informazioni più recenti rafforzano la propria aspettativa che gli acquisti netti si concludano nel terzo trimestre; i rialzi dei tassi di interesse ufficiali avverranno qualche tempo dopo la loro conclusione e saranno gradualmente.

### *Le operazioni di politica monetaria*

L'Eurosistema ha continuato a fornire abbondante liquidità alle istituzioni creditizie principalmente attraverso le TLTRO3. In dicembre, quando è stata condotta l'ultima delle dieci aste, la consistenza dei fondi erogati alle banche dell'area mediante queste operazioni era di circa 2.200 miliardi (450 a quelle italiane; tav. 3.1). Da settembre del 2021 gli intermediari possono rimborsare volontariamente i fondi presi in prestito tramite le operazioni regolate da più di un anno; il ricorso a questa opzione è stato finora limitato.

**Tavola 3.1**

<b>Operazioni di rifinanziamento (1)</b> (miliardi di euro)						
	Area dell'euro			Italia		
	31.12.2020	31.12.2021	30.04.2022	31.12.2020	31.12.2021	30.04.2022
Totale (2)	1.793	2.202	2.200	374	453	453
di cui: TLTRO3	1.749	2.198	2.196	350	452	452
PELTRO	27	3	3	21	2	2

Fonte: Banca d'Italia e BCE.  
 (1) Volumi complessivi erogati alle date indicate nella tavola. Ultime aggiudicazioni: 22 dicembre 2021 per le TLTRO3 e 16 dicembre 2021 per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO). – (2) Include il totale delle operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine: LTRO a 3 mesi, TLTRO2, TLTRO3 e PELTRO. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti.

Tra la fine del 2020 e l'aprile di quest'anno l'ammontare dei titoli complessivamente detenuti dall'Eurosistema a fini di politica monetaria è aumentato di circa 1.300 miliardi di euro, per effetto degli acquisti netti nell'ambito dell'APP (310 miliardi) e soprattutto del PEPP (quasi 1.000 miliardi; tav. 3.2 e fig. 3.1.b). Il controvalore dei titoli pubblici italiani acquistati nell'ambito dell'APP era

pari a 442 miliardi alla fine di aprile, di cui 398 detenuti dalla Banca d'Italia; i corrispondenti valori per il PEPP alla fine di marzo erano di 281 e 251 miliardi.

**Tavola 3.2**

<b>Titoli detenuti per fini di politica monetaria (1)</b> (miliardi di euro)				
VOCI	Totale (2)	di cui: titoli pubblici (2)	di cui: titoli pubblici italiani (3)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (3)
<b>APP</b>				
Dicembre 2020	2.909	2.342	411	370
Dicembre 2021	3.123	2.487	429	386
Aprile 2022	3.219	2.559	442	398
<b>PEPP</b>				
Novembre 2020	698	650	118	107
Novembre 2021	1.536	1.486	251	225
Marzo 2022	1.696	1.644	281	251

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) I dati si riferiscono all'ultimo giorno del mese. Le voci di dettaglio relative al PEPP sono pubblicate su base bimestrale e l'ultima osservazione disponibile si riferisce a marzo del 2022. – (2) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (3) Differenza tra i valori al prezzo di acquisto e gli importi nominali rimborsati.

### ***I tassi di interesse e il cambio dell'euro***

Nel 2021 i tassi di interesse a breve termine si sono mantenuti stabili su valori prossimi al rendimento della *deposit facility* (-0,50 per cento; cfr. fig. 3.1.a); dallo scorso gennaio sono leggermente saliti, risentendo del rafforzarsi delle attese da parte degli operatori di mercato di rialzi dei tassi ufficiali entro la fine dell'anno.

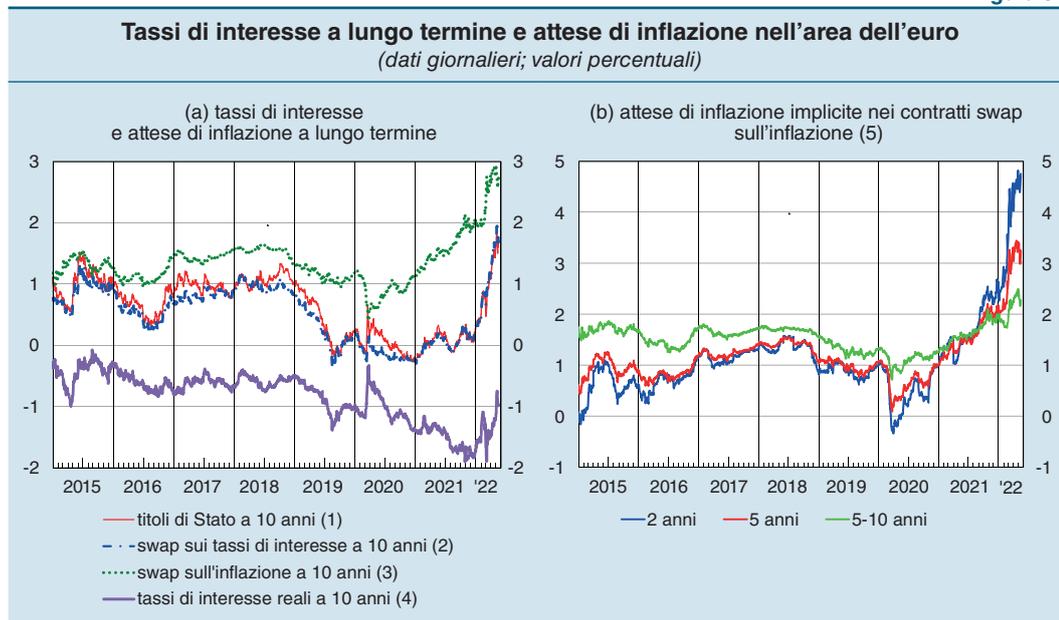
I rendimenti nominali a lungo termine sono moderatamente aumentati nel corso del 2021; quelli dei titoli di Stato a dieci anni hanno raggiunto lo 0,3 per cento in dicembre (da -0,2 alla fine del 2020; fig. 3.3.a) nella media dei principali paesi dell'area. Il progressivo rialzo delle aspettative di inflazione a lungo termine, risalite su valori prossimi al 2 per cento anche per l'adozione di un obiettivo di inflazione chiaro e simmetrico<sup>3</sup>, si è tradotto, in un contesto di ampio stimolo monetario, in una riduzione dei tassi reali (a -1,7 per cento alla fine dell'anno; fig. 3.3.a).

Dall'inizio del 2022 i rendimenti nominali a lungo termine sono fortemente cresciuti. Questo andamento ha rispecchiato da una parte l'incremento dei tassi reali, sospinto da aspettative di una diminuzione dell'accomodamento monetario, dall'altra il deciso aumento delle attese di inflazione, in particolare dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Alla metà di maggio le aspettative desunte dai contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi erano pari al 4,8 e al 3,2 per cento sugli orizzonti a due e a cinque anni, rispettivamente in rialzo di 2,1 e di 1,1 punti percentuali dallo scorso dicembre (fig. 3.3.b). Le attese di inflazione a più lungo termine, che misurano la credibilità della BCE nel mantenere i prezzi stabili nel medio periodo, sono salite in maniera più contenuta:

<sup>3</sup> F. Mazelis e A. Saint-Guilhem, *Analisi dell'impatto della dichiarazione sulla nuova strategia della BCE sulle aspettative di mercato attraverso i dati dell'indagine SMA*, in BCE, *Bollettino economico*, 8, 2021, pp. 127-131.

sia quelle desunte dai prezzi delle attività finanziarie, che in parte riflettono premi per il rischio, sia quelle rilevate nelle indagini erano attorno al 2 per cento in maggio.

Figura 3.3

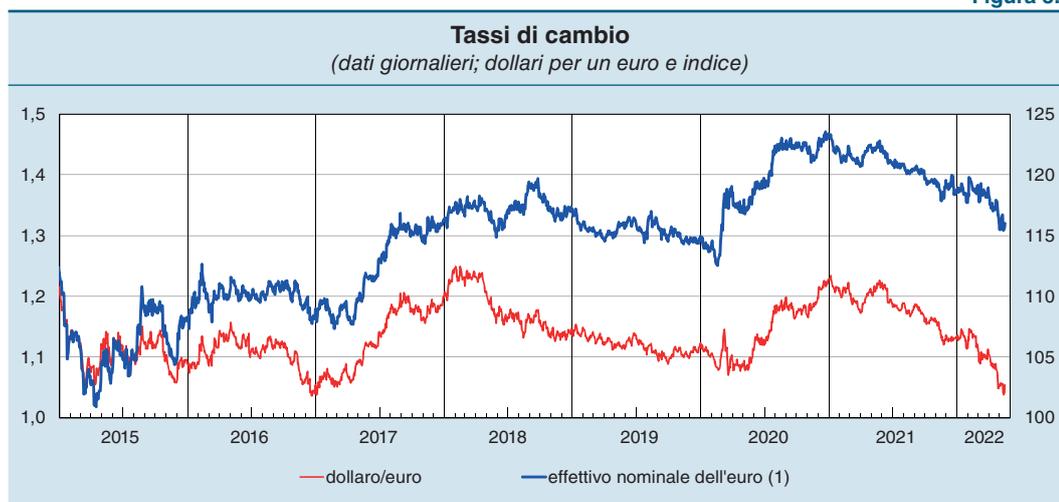


Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, greci, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2021. – (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.

Nel corso del 2021 il cambio dell'euro si è deprezzato del 3,6 per cento in termini effettivi nominali e di circa l'8 per cento nei confronti del dollaro (fig. 3.4), risentendo di aspettative di una politica monetaria più restrittiva negli Stati Uniti nel confronto con quella nell'area. Nei primi mesi dell'anno in corso l'euro si è ulteriormente indebolito in termini effettivi nominali e, in misura maggiore, contro il dollaro (del 2,3 e del 6,9 per

Figura 3.4



Fonte: Refinitiv.

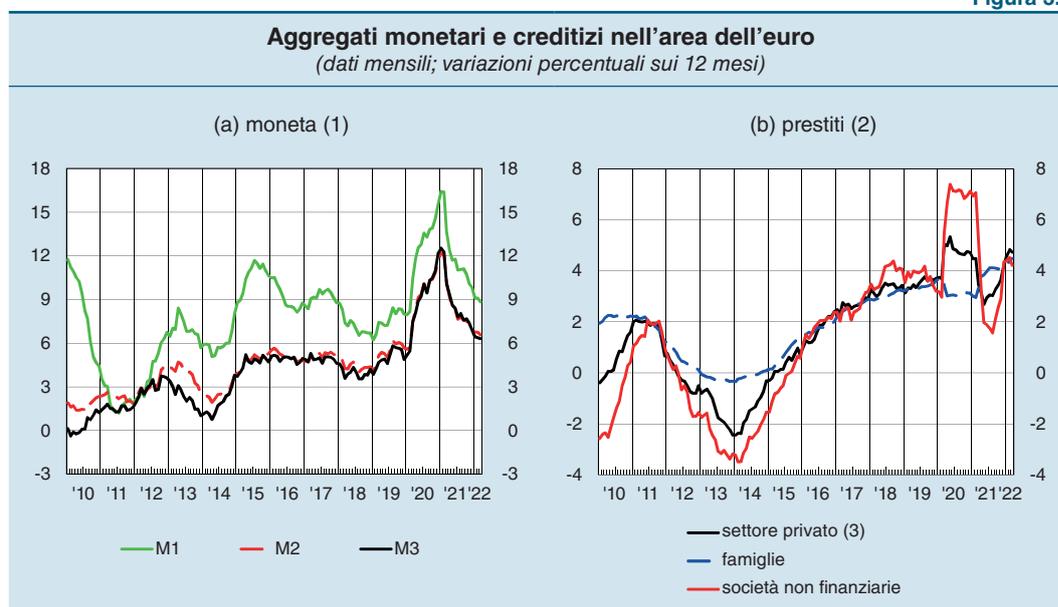
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

cento, rispettivamente, alla metà di maggio); questa dinamica è anche riconducibile al più pronunciato peggioramento delle ragioni di scambio dell'area a seguito dello shock ai prezzi energetici, nonché alle attese di effetti più avversi che il conflitto potrebbe avere sulle prospettive di crescita in Europa.

### La moneta e il credito

La crescita della moneta M3 si è ridotta nel corso del 2021, dopo la forte espansione dell'anno precedente, per il progressivo ritorno dei tassi di incremento dei depositi di famiglie e imprese su valori solo di poco superiori a quelli pre-pandemici. È tuttavia rimasta sostenuta grazie al basso costo-opportunità di detenere attività più liquide. Nei primi mesi di quest'anno l'aumento si è mantenuto robusto (6,3 per cento sui dodici mesi in marzo; fig. 3.5.a).

Figura 3.5



Fonte: BCE.

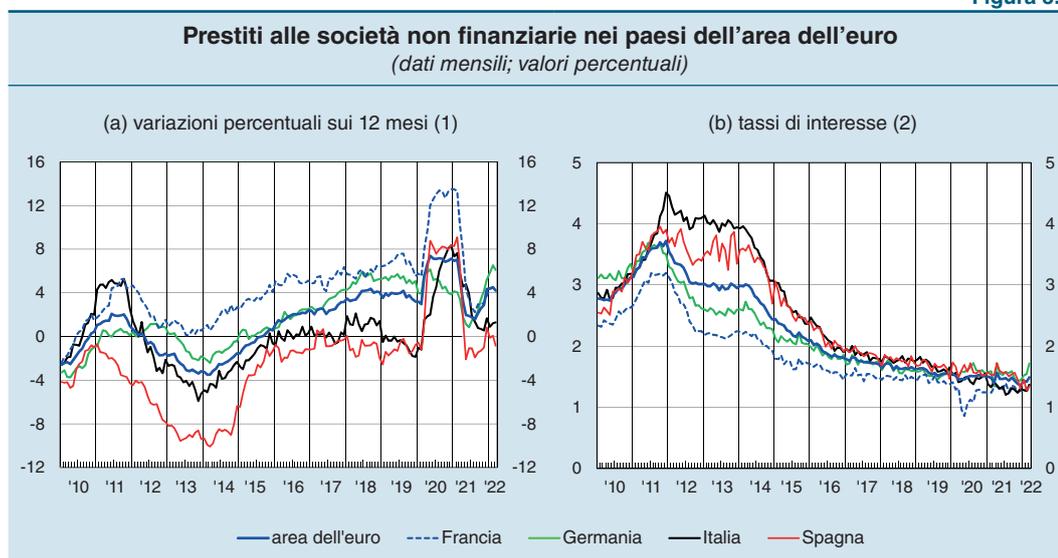
(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (3) Il settore privato 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.

I prestiti bancari al settore privato dell'area dell'euro hanno rallentato nella prima metà del 2021, mentre hanno accelerato nel secondo semestre e nei primi mesi del 2022 (4,7 per cento sui dodici mesi nello scorso marzo; fig. 3.5.b). Questa dinamica ha riflesso in buona parte quella dei prestiti alle società non finanziarie.

Nella prima parte del 2021 l'espansione dei prestiti a queste ultime si è indebolita, anche a seguito delle abbondanti scorte di liquidità accumulate nella fase più acuta della crisi pandemica; ha successivamente ripreso vigore, beneficiando del recupero del ciclo economico. Nell'anno, le differenze dei tassi di crescita del credito tra i maggiori paesi dell'area euro sono tornate simili a quelle del periodo antecedente la pandemia: il tasso è stato pari al 4,3 per cento nell'area (dal 7,1 nel 2020; fig. 3.6.a); è diminuito significativamente sia in Italia (1,7 per cento, da 8,3) sia in Francia (3,8 per cento, da

13,5), mentre è aumentato in Germania (5,2 per cento, da 3,9). Nei mesi più recenti l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie è rimasta sostanzialmente invariata nell'area e nelle sue principali economie.

Figura 3.6



Fonte: BCE.

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

La crescita dei finanziamenti alle famiglie nell'area si è irrobustita (4,5 per cento sui dodici mesi nel marzo scorso, da 3,1 nel 2020), per effetto di un'accelerazione dei mutui per l'acquisto di abitazioni. La dinamica del credito al consumo ha recuperato, in linea con la ripresa della spesa delle famiglie, ma è rimasta nel complesso debole.

L'orientamento fortemente accomodante della politica monetaria ha contribuito a mantenere il costo del credito alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni su valori minimi nel confronto storico (1,4 e 1,3 per cento, rispettivamente, a dicembre dello scorso anno; fig. 3.6.b). Nei primi mesi del 2022 il costo dei mutui e quello dei nuovi prestiti alle imprese sono lievemente aumentati in conseguenza degli incrementi dei tassi di mercato (1,5 per cento per entrambi in marzo).

Secondo i risultati dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), le politiche di offerta del credito si sono mantenute complessivamente favorevoli in un contesto di accresciuta domanda di finanziamenti. I criteri per la concessione di prestiti a famiglie e imprese, che si erano irrigiditi all'apice della crisi pandemica, sono rimasti nel complesso distesi nel 2021. Gli intermediari hanno segnalato una riduzione nella loro percezione dei rischi, di riflesso alla ripresa dell'attività economica e al perdurare delle misure di sostegno monetario e fiscale, tra cui le garanzie sui prestiti. Nel primo trimestre del 2022 i criteri di offerta sui finanziamenti alle imprese sono tornati leggermente più stringenti nell'area e in Italia; gli intermediari hanno inoltre riportato attese di una restrizione più consistente per il trimestre in corso.

# L'ECONOMIA ITALIANA



## 4. IL QUADRO DI INSIEME

*Il 2021.* – L'anno scorso il PIL italiano è cresciuto del 6,6 per cento, recuperando due terzi dell'eccezionale contrazione del 2020 dovuta alla crisi sanitaria (tav. 4.1). Secondo l'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER) la ripresa è stata diffusa in tutte le macroaree, con una crescita del 7,2 per cento nel Nord Est, del 6,8 nel Nord Ovest, del 6,1 nel Centro e del 5,7 nel Mezzogiorno. L'attività economica è stata particolarmente vivace nei due trimestri centrali dell'anno, sospinta dall'allentamento delle restrizioni a seguito dei progressi nelle campagne vaccinali; ha tuttavia rallentato nel quarto trimestre, risentendo delle difficoltà di approvvigionamento dei prodotti intermedi, della recrudescenza della pandemia e dei forti rincari delle materie prime, in particolare di quelle energetiche.

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia (valori percentuali)							
VOCI	Peso sul PIL nel 2020 (1)	2020			2021		
		Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)	Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)
		Volumi (2)	Deflatori		Volumi (2)	Deflatori	
<b>Risorse</b>							
PIL	–	-9,0	1,4	–	6,6	0,5	–
Importazioni di beni FOB e servizi (4)	27,7	-12,1	-4,0	3,4	14,2	9,9	-3,7
<i>di cui:</i> beni	22,4	-8,6	-4,9	1,9	14,1	12,0	-2,9
<b>Impieghi</b>							
Domanda nazionale	96,3	-8,5	0,4	-8,2	6,6	1,8	6,4
Spesa delle famiglie residenti (5)	57,1	-10,6	-0,2	-6,3	5,2	1,7	3,0
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	19,6	0,5	2,3	0,1	0,6	1,6	0,1
Investimenti fissi lordi	19,6	-9,1	0,6	-1,6	17,0	2,2	3,0
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	7,1	-14,9	0,8	-1,0	17,9	1,4	1,1
Prodotti di proprietà intellettuale	3,2	-2,3	0,4	-0,1	2,3	0,9	0,1
Costruzioni	9,3	-6,7	0,6	-0,5	22,3	3,2	1,8
Variazione delle scorte (6)	–	–	–	-0,3	–	–	0,2
Esportazioni di beni FOB e servizi (7)	31,4	-13,4	-0,5	-4,2	13,3	4,9	3,9
<i>di cui:</i> beni	26,5	-9,2	-0,5	-2,4	13,1	5,5	3,3
Domanda estera netta	–	–	–	-0,8	–	–	0,2

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. – (3) Valori concatenati. Puntuali percentuali. – (4) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (5) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (6) Include gli oggetti di valore. – (7) Includono la spesa in Italia dei non residenti.

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto dell'industria in senso stretto è fortemente aumentato (11,9 per cento). L'incremento è stato ancora più deciso nel comparto delle costruzioni (21,3 per cento), sostenuto dagli incentivi fiscali per gli interventi di riqualificazione del patrimonio abitativo. Nei servizi, settore largamente esposto ai provvedimenti di limitazione alla mobilità e ai comportamenti dei consumatori ancora orientati alla cautela, la ripresa è stata invece più contenuta (4,5 per cento).

Dal lato della domanda, la spesa per consumi delle famiglie è salita del 5,2 per cento (tav. 4.1), rimanendo tuttavia ancora inferiore di circa il 6 per cento rispetto ai livelli pre-pandemici (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*). Il reddito disponibile è aumentato in misura più contenuta (3,8 per cento); la propensione al risparmio è pertanto scesa (al 12,5 per cento, dal 15,1 del 2020), ma resta ancora su valori più alti di quelli prevalenti nell'ultimo ventennio (su questo tema, cfr. il riquadro: *I risparmi accumulati durante la pandemia e le proiezioni sui consumi*, in *Bollettino economico*, 3, 2021).

L'accumulazione di capitale ha segnato una forte ripresa (17,0 per cento), collocandosi nettamente al di sopra dei livelli pre-pandemici. Vi hanno contribuito in particolare gli investimenti in costruzioni (22,3 per cento) e quelli in beni strumentali (17,9 per cento; cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Le condizioni finanziarie delle famiglie e delle imprese si sono mantenute solide. Le prime hanno beneficiato della crescita del reddito disponibile e dell'aumento di valore delle attività in portafoglio. Le condizioni finanziarie delle imprese sono state sostenute dall'espansione della redditività e dall'ampia liquidità accumulata nel 2020. Il complesso del debito privato (cioè di famiglie e imprese) resta considerevolmente più basso della media europea e delle altre economie avanzate.

Le esportazioni sono cresciute a un ritmo più elevato di quello degli altri maggiori paesi dell'area dell'euro. All'espansione sostenuta nel primo semestre, connessa con la vivace ripresa della domanda estera, è seguito un rallentamento nella seconda parte dell'anno. I flussi turistici in entrata sono nettamente saliti a partire dai mesi estivi, pur restando più bassi di oltre il 20 per cento rispetto a quelli precedenti la pandemia. Le importazioni di beni e servizi sono aumentate in misura marcata, riflettendo principalmente la ripresa della domanda interna; a differenza degli acquisti di beni, quelli di servizi sono tuttora inferiori ai valori osservati prima dell'emergenza sanitaria. L'avanzo di conto corrente, nonostante il peggioramento progressivo della bilancia energetica, si è mantenuto elevato in media d'anno (2,4 per cento del PIL) restando positivo per il nono anno consecutivo.

La ripresa dell'economia e il forte incremento delle entrate fiscali (9,2 per cento) hanno consentito un notevole miglioramento dei conti pubblici, nonostante l'aumento della spesa al netto degli interessi (4,1 per cento). L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito, in rapporto al PIL, rispetto ai livelli molto elevati del 2020 (7,2 per cento, da 9,6), grazie al minore disavanzo primario (3,7 per cento del prodotto, da 6,1). La spesa per interessi in rapporto al PIL è rimasta stabile al 3,5 per cento; in valore assoluto è salita di 5,5 miliardi per effetto della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione, interrompendo un processo di riduzione in atto dal 2013. Dopo l'incremento di oltre 20 punti percentuali nel 2020, lo scorso anno il rapporto tra il debito e il prodotto si è ridotto di 4,4 punti, al 150,8 per cento: il differenziale

particolarmente ampio tra la crescita nominale del prodotto e l'onere medio del debito ha più che compensato il disavanzo primario.

In rapporto al reddito lordo disponibile, il risparmio nazionale è aumentato al 22,5 per cento (tav. 4.2). Ciò ha riflesso l'attenuazione del disavanzo corrente delle Amministrazioni pubbliche, solo in parte compensata dal calo del risparmio privato, in particolare di quello delle famiglie (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*). Gli investimenti lordi hanno registrato un cospicuo rialzo in rapporto al reddito nazionale riportandosi, per la prima volta dopo un decennio, sui livelli precedenti la crisi dei debiti sovrani del 2011.

**Tavola 4.2**

<b>Risparmio e investimenti lordi in Italia</b> (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)								
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	2017	2018	2019	2020	2021
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche (A) (1)	-6,6	-3,3	0,7	1,0	0,9	1,7	-4,5	-1,6
Risparmio del settore privato (B)	28,8	24,6	19,5	19,6	20,2	19,8	25,9	24,1
di cui: famiglie consumatrici (2)	20,0	14,0	7,8	5,2	5,2	5,1	10,6	8,6
Risparmio nazionale lordo (C=A+B)	22,3	21,3	20,2	20,7	21,0	21,5	21,4	22,5
Investimenti lordi (D)	23,2	20,5	21,4	18,1	18,5	18,3	17,7	20,0
<i>per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo (E=C-D)	-0,9	0,9	-1,3	2,6	2,5	3,2	3,7	2,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Saldo di bilancio di parte corrente del conto delle Amministrazioni pubbliche; si differenzia dall'indebitamento netto poiché non considera né le entrate in conto capitale né gli investimenti e le altre spese in conto capitale. – (2) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Nel 2021 sono saliti sia il numero degli occupati (0,6 per cento) sia quello delle ore lavorate totali (8,0), pur rimanendo entrambi ancora al di sotto dei valori pre-pandemia. La crescita assai più decisa per le ore lavorate dipende soprattutto dal minore ricorso agli schemi di integrazione salariale rispetto al 2020. L'espansione dell'occupazione è stata molto eterogenea tra categorie di lavoratori e comparti economici: l'aumento ha riguardato esclusivamente la componente alle dipendenze, in particolare quella a termine, ed è stato più ampio per gli uomini. Coerentemente con i differenti ritmi di espansione della produzione, l'occupazione è cresciuta di più nei settori delle costruzioni e della manifattura, nei quali ha superato i livelli precedenti l'emergenza sanitaria.

L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è salita all'1,9 per cento nella media dell'anno, dopo essere stata pressoché nulla nel 2020. La crescita dei prezzi è stata sospinta, soprattutto nella seconda metà dell'anno, dai rincari dei beni energetici, raggiungendo il 4,2 per cento a dicembre. L'inflazione di fondo è invece rimasta contenuta (0,8 per cento in media e 1,5 a fine anno; cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*), anche grazie alla moderata dinamica retributiva.

La crisi pandemica ha avuto effetti rilevanti sulla struttura produttiva e sull'attività delle imprese. Come nel 2020, le uscite delle aziende dal mercato si sono collocate sui valori più bassi degli ultimi dieci anni, inferiori di oltre il 20 per cento rispetto alla

media del triennio precedente l'emergenza sanitaria. La natalità di impresa ha ripreso vigore, riportandosi su livelli prossimi a quelli del periodo 2017-19. Il tasso di natalità netta è stato dell'1,7 per cento (circa 86.000 aziende in più), oltre quattro volte il valore – particolarmente basso – dell'anno precedente.

La produttività oraria del lavoro è leggermente diminuita rispetto al 2020, pur restando più alta rispetto al periodo pre-pandemico.

Nell'ultimo biennio sono emersi segnali di rafforzamento nella diffusione delle tecnologie digitali nel sistema produttivo, ma persiste un forte ritardo italiano nel confronto internazionale.

Nel 2021 il miglioramento del quadro macroeconomico ha permesso alle banche di conseguire un recupero della redditività e di mantenere una bassa rischiosità degli impieghi e un'adeguata dotazione patrimoniale. I prestiti bancari hanno fortemente rallentato per effetto della minore domanda di finanziamenti da parte delle imprese, che ha più che compensato l'accelerazione dei mutui per acquisto di abitazione.

La ripresa dell'attività economica e la politica monetaria accomodante della BCE hanno favorito il mantenimento di condizioni nel complesso distese sui mercati finanziari italiani; nell'ultima parte dell'anno i rendimenti dei titoli di Stato italiani e il premio per il rischio sovrano sono saliti anche per effetto delle attese di una progressiva normalizzazione della politica monetaria.

*I primi mesi del 2022.* – All'inizio dell'anno l'attività ha risentito della rapida risalita dei contagi connessi con la diffusione della variante Omicron del Covid-19, delle difficoltà di approvvigionamento dei beni intermedi e dell'incremento dei prezzi dell'energia. Dalla fine di febbraio, gli effetti dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia hanno comportato ulteriori forti aumenti dei prezzi dei beni di cui i due paesi sono grandi esportatori (in particolare, materie prime energetiche, concimi, cereali, metalli industriali). I rincari dell'energia e delle materie prime, la dipendenza dalla Russia per una quota rilevante del fabbisogno energetico (cfr. il riquadro: *Fonti e utilizzi dell'energia in Italia e nell'Unione europea*), il rallentamento degli scambi e, più in generale, l'aumento dell'incertezza del quadro macroeconomico globale sono tra i fattori attraverso i quali il conflitto può avere ripercussioni significative sull'economia italiana (cfr. il riquadro: *L'impatto della guerra in Ucraina sulle prospettive di crescita e inflazione dell'Italia*).

#### FONTI E UTILIZZI DELL'ENERGIA IN ITALIA E NELL'UNIONE EUROPEA

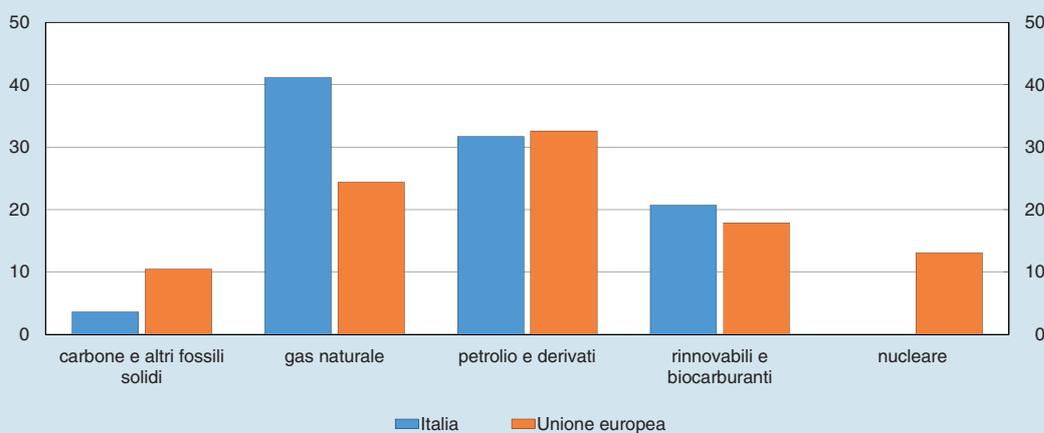
Nel 2020 (ultimo anno per cui sono disponibili i dati dell'Eurostat) il consumo interno lordo di energia in Italia ammontava a circa 5,9 milioni di terajoule (TJ)<sup>1</sup>. L'incidenza sui consumi totali dell'Unione europea era pari al 10,6 per cento, inferiore di circa 2 punti percentuali alla corrispondente quota del PIL. Il gas naturale costituiva la principale fonte di energia (41,2 per cento), seguito

<sup>1</sup> Un terajoule corrisponde a un trilione ( $10^{12}$ ) di joule. Un joule è il lavoro svolto esercitando la forza di un newton per una distanza di un metro. Un newton è la quantità di forza necessaria per imprimere a un chilogrammo di massa un'accelerazione di un metro al secondo quadrato.

da petrolio e derivati (31,7), rinnovabili e biocarburanti (20,7) e carbone (3,6). Rispetto alla media della UE il mix energetico italiano si contraddistingueva per una quota maggiore di energia prodotta con il gas naturale e un peso minore di quella prodotta con il carbone e altri combustibili fossili solidi, oltre che per l'assenza di energia nucleare (figura). Con particolare riferimento alla generazione elettrica, dal gas naturale si ottiene circa la metà dell'elettricità prodotta nel Paese, contro il 20,1 per cento della UE (cfr. il riquadro: *La regolamentazione del settore dell'energia elettrica e il meccanismo di formazione dei prezzi* del capitolo 12).

Figura

**Consumo interno lordo di energia: fonti (1)**  
(incidenza percentuale)



Fonte: Eurostat.  
(1) I dati sono riferiti al 2020.

Sia il nostro paese sia la UE nel suo complesso dipendono dall'estero per l'approvvigionamento dei principali combustibili fossili. Nel 2020 per l'Italia le importazioni nette di gas naturale, petrolio e carbone rappresentavano circa il 93 per cento del consumo interno lordo di energia ottenuta da questi beni. Nella UE le importazioni nette coprivano l'84 per cento del consumo interno lordo per il gas naturale e il 106 per i prodotti petroliferi<sup>2</sup>.

La Russia è un fornitore importante di combustibili fossili, sia per il nostro paese sia per la UE: nel 2020 forniva all'Italia il 43,3 per cento del gas naturale importato (38,7 per la UE) e il 52,7 del carbone (45,6 per la UE), che rappresenta una quota molto contenuta del consumo interno lordo (figura). Per i prodotti petroliferi l'incidenza delle importazioni dalla Russia era inferiore (12,5 per cento per l'Italia, 22,8 per la UE). Secondo nostre valutazioni, soggette a elevati margini di incertezza in relazione a fattori di natura tecnico-economica e geopolitica, a fronte di un'eventuale interruzione dei flussi dalla Russia, in Italia un maggiore ricorso ad altri produttori o alle estrazioni nazionali potrebbe consentire di compensare nell'immediato (prima del prossimo inverno) quasi due quinti delle mancate importazioni. Nel breve periodo la

<sup>2</sup> Il rapporto fra importazioni nette e consumo interno lordo può superare il 100 per cento, in quanto quest'ultimo aggregato non include il bunkeraggio marittimo internazionale; aggiungendo anche questa componente al denominatore, il rapporto è pari al 97 per cento.

possibilità di ricorrere a fornitori alternativi è limitata ai paesi già collegati attraverso gasdotto (Algeria, Azerbaigian, Libia, Norvegia e Paesi Bassi) e alle importazioni via nave di gas naturale liquefatto, tenendo conto della capacità di rigassificazione degli impianti esistenti. Nel medio periodo un contributo essenziale potrà derivare da maggiori investimenti in fonti rinnovabili.

I dati dei Conti dei flussi fisici di energia (Physical Energy Flow Accounts, PEFA) dell'Istat consentono di analizzare la distribuzione dei consumi energetici fra i settori dell'economia e di elaborare alcuni indicatori di intensità energetica, definita come impieghi della stessa (al netto delle trasformazioni e dell'autoconsumo) per euro di valore aggiunto. Nel 2019, ultimo anno per cui sono disponibili i dati, i tre prodotti energetici più utilizzati dalle famiglie erano le benzine per motori (41 per cento), il gas naturale (31 per cento; per quasi tre quarti destinato al riscaldamento) e l'energia elettrica (11 per cento; questa, come sopra indicato, è prodotta per circa la metà con il gas naturale). Nel complesso delle branche di attività economica, i prodotti maggiormente impiegati erano il petrolio e i suoi derivati (52 per cento), il gas naturale (23 per cento) e l'energia elettrica (10 per cento).

Gli utilizzi di prodotti energetici a fini produttivi sono altamente concentrati in pochi settori, sia nel complesso sia con riferimento al solo gas naturale. Nel 2019 su 60 comparti, i primi 10 per intensità energetica realizzavano circa il 59 per cento dei consumi, pur rappresentando soltanto l'8,5 per cento del valore aggiunto. La fornitura di energia e la manifattura assorbivano da sole il 72 per cento degli impieghi di gas di tutte le branche di attività, e i primi 5 comparti per intensità di gas naturale, tutti appartenenti all'industria, ne utilizzavano il 57 per cento, a fronte di una quota del valore aggiunto pari al 3,5 per cento<sup>3</sup>.

Anche all'interno dei settori i consumi di gas sono concentrati in una piccola quota di impianti di grandi dimensioni. Nel 2019 in Italia erano presenti circa 1.000 impianti industriali sottoposti al Sistema per lo scambio delle quote di emissione dell'Unione europea (*European Union emissions trading system*, EU ETS; cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Secondo nostre elaborazioni sui dati dell'Istituto superiore per la protezione e la ricerca ambientale (ISPRA), a questi impianti faceva capo il 63,5 per cento dei consumi di gas naturale del settore produttivo, mentre la loro quota del valore aggiunto era stimabile in circa l'1,5 per cento.

<sup>3</sup> I cinque comparti sono: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata (Ateco D); fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio (Ateco 19); metallurgia (Ateco 24); fabbricazione di carta e di prodotti di carta (Ateco 17); fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (Ateco 23).

## L'IMPATTO DELLA GUERRA IN UCRAINA SULLE PROSPETTIVE DI CRESCITA E INFLAZIONE DELL'ITALIA

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha modificato radicalmente il contesto macroeconomico. All'inizio dell'anno, per l'Italia si prefigurava un recupero dei livelli di attività economica precedenti lo shock pandemico intorno alla metà del 2022 e una solida espansione nel biennio 2022-23. La quantificazione dell'impatto

economico della guerra è soggetta a estrema incertezza: gli effetti dipenderanno dalla sua durata e intensità, dall'evoluzione delle sanzioni nei confronti della Russia e dalle risposte delle politiche economiche. Valutazioni prospettiche possono essere fondate su analisi di scenario, individuando i principali canali attraverso cui il conflitto si riflette sull'economia e formulando ipotesi alternative sull'evoluzione di alcune variabili chiave.

Gli scenari illustrativi presentati nel *Bollettino economico* dello scorso aprile<sup>1</sup> – costruiti sulla base di combinazioni diverse dei fattori di trasmissione della crisi in Ucraina, utilizzando simulazioni realizzate con il modello econometrico della Banca d'Italia<sup>2</sup> – forniscono una quantificazione delle possibili conseguenze del conflitto sulle prospettive di crescita e inflazione rispetto alle proiezioni macroeconomiche elaborate precedentemente al conflitto e pubblicate nel *Bollettino economico* di gennaio 2022.

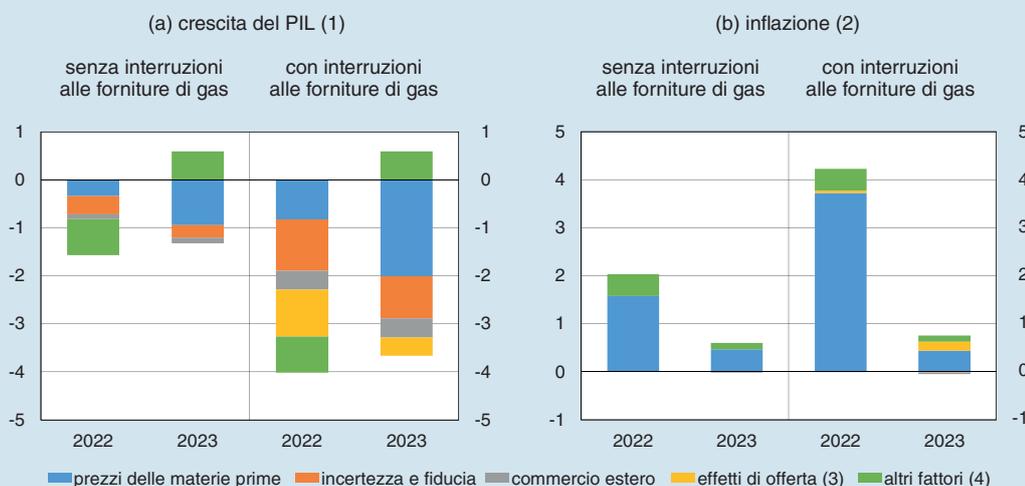
L'evoluzione recente ha reso lo scenario “favorevole” di rapida risoluzione del conflitto e delle tensioni ad esso associate poco probabile. Nello scenario “intermedio”, basato sull'ipotesi che il conflitto non si concluda prima del 2023 ma non si inasprisca al punto di determinare un'interruzione delle forniture di energia dalla Russia, la crescita del PIL in Italia si collocherebbe al 2,2 per cento quest'anno e all'1,8 il prossimo: sarebbe dunque inferiore di 1,6 punti percentuali nel 2022 e di 0,7 punti nel 2023 rispetto a quella prefigurata in gennaio (figura, pannello a), pari al 3,8 e al 2,5 per cento, rispettivamente. A questo ridimensionamento contribuirebbe soprattutto il marcato aumento dei prezzi delle materie prime, che comprime il potere d'acquisto e i consumi delle famiglie e, innalzando il costo degli input produttivi, riduce i profitti e influenza negativamente le decisioni di investimento delle imprese. Dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina i prezzi delle materie prime energetiche sono aumentati considerevolmente, toccando in alcuni giorni livelli di gran lunga superiori a quelli già molto elevati registrati nei mesi precedenti, anche per il diffondersi di timori di restrizioni alle esportazioni russe; si sono poi ridimensionati, in un contesto di grande volatilità. Sul rallentamento dell'attività peserebbero anche la maggiore incertezza e il calo della fiducia di famiglie e imprese. In aprile la fiducia delle famiglie è scesa in prossimità dei livelli toccati all'inizio della pandemia; quella delle imprese si è ridotta in misura meno marcata, ma è aumentata la dispersione nelle loro attese sugli ordinativi. Il peggioramento della fiducia e l'aumento dell'incertezza si tradurrebbero in una maggiore cautela nelle decisioni di investimento e di consumo, contribuendo a frenare l'attività economica. L'impatto del rallentamento del commercio mondiale, già incorporato nelle più recenti stime delle istituzioni internazionali<sup>3</sup>, sarebbe relativamente più contenuto. In questo scenario l'inflazione si porterebbe al 5,6 per cento nel 2022 e al 2,2 nel 2023: rispetto a quanto stimato in gennaio sarebbe

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'impatto della guerra in Ucraina sull'economia italiana: scenari illustrativi*, in *Bollettino economico*, 2, 2022.

<sup>2</sup> Per ulteriori approfondimenti, cfr. G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: and update of the main equations and model elasticities*, Temi di discussione, 1130, 2017.

<sup>3</sup> Le più recenti valutazioni del Fondo monetario internazionale per l'anno in corso rivedono al ribasso il commercio mondiale di un punto percentuale rispetto a quanto stimato in gennaio, prima dell'invasione russa dell'Ucraina; cfr. FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2022.

### Impatto sulla crescita del PIL e sull'inflazione (punti percentuali)



(1) Deviazioni percentuali rispetto alle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* di gennaio 2022, che prefiguravano per il PIL una crescita del 3,8 per cento nel 2022 e del 2,5 nel 2023. – (2) Deviazioni percentuali rispetto alle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* di gennaio 2022, che stimavano un'inflazione del 3,5 per cento nel 2022 e del 1,6 nel 2023. – (3) Gli "effetti di offerta" sono riconducibili alla minore disponibilità di gas. – (4) La voce "altri fattori" include le informazioni congiunturali più recenti.

più alta di oltre 2 punti percentuali quest'anno e di circa mezzo punto nel 2023, sospinta principalmente dai rincari di petrolio e gas (figura, pannello b)<sup>4</sup>. Ulteriori effetti di medio termine dipenderanno in larga misura dall'impatto delle pressioni inflazionistiche sulla crescita dei salari. In queste simulazioni si ipotizza che gli effetti di secondo ordine dell'aumento dei prezzi siano gradualmente contenuti, in linea con l'esperienza storica; in un contesto di elevata inflazione come quello attuale non può tuttavia escludersi una trasmissione più rapida e accentuata rispetto al passato.

Nello scenario "severo" si ipotizza che il conflitto, oltre a prolungarsi, si inasprisca e porti a un'interruzione delle forniture di gas dalla Russia. Questo sviluppo avrebbe ricadute dirette rilevanti sul sistema produttivo, in particolare sulle attività caratterizzate da un'elevata intensità energetica (cfr. il riquadro: *Fonti e utilizzi dell'energia in Italia e nell'Unione europea*), sia effetti indiretti connessi con la minore offerta da parte dei settori a valle, determinando una diminuzione di occupazione, redditi e domanda aggregata. Questi effetti sarebbero esacerbati dal fatto che anche le economie degli altri paesi europei, con cui sono forti i legami produttivi e commerciali, risentono delle conseguenze negative del conflitto. L'interruzione delle forniture di gas comporterebbe inoltre una maggiore intensità degli shock associati agli altri canali di trasmissione della crisi, determinando ulteriori rincari dell'energia, un più forte peggioramento della fiducia e un aumento dell'incertezza, nonché un più marcato rallentamento degli scambi internazionali. Il tasso di crescita del PIL si

<sup>4</sup> Secondo le proiezioni pubblicate lo scorso gennaio, l'inflazione sarebbe stata pari al 3,5 per cento nel 2022 e all'1,6 nel 2023.

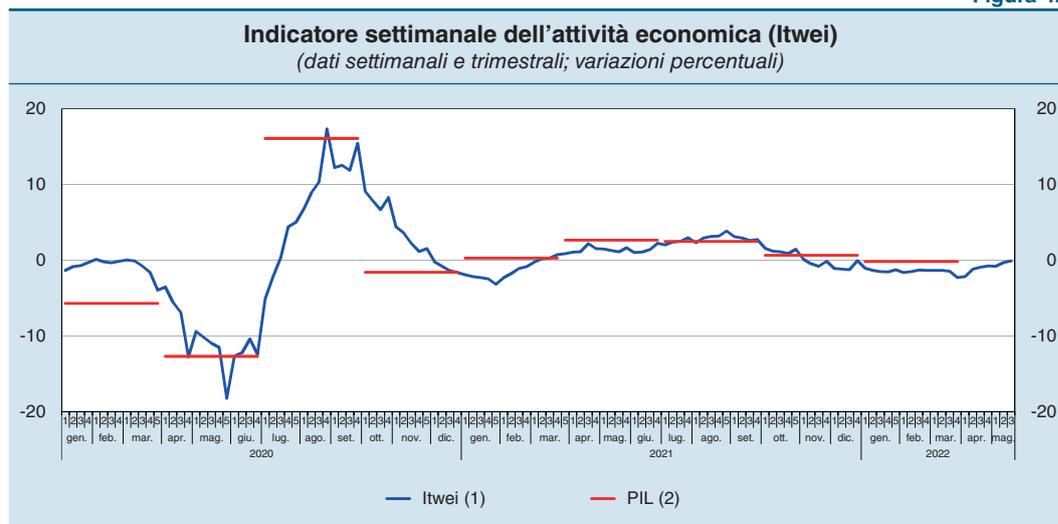
ridurrebbe a -0,3 per cento nel 2022 e a -0,5 nel 2023: sarebbe dunque più basso di circa 4 punti percentuali quest'anno e di 3 il prossimo rispetto a quanto stimato in gennaio, comportando una prolungata recessione. Nell'anno in corso peserebbero soprattutto gli effetti di offerta riconducibili all'interruzione delle forniture di gas e quelli della maggiore incertezza e del calo della fiducia; nel prossimo anno il contributo maggiore deriverebbe dall'impatto dei rincari delle materie prime sul reddito disponibile e sulla spesa delle famiglie. L'aumento dei prezzi dell'energia determinerebbe un forte rialzo dell'inflazione, che arriverebbe al 7,8 per cento nel 2022, oltre 4 punti percentuali al di sopra dei livelli prefigurati in gennaio, per poi scendere al 2,3 per cento nel 2023, in linea con l'ipotizzato ridimensionamento delle pressioni sui prezzi delle materie prime.

Nessuno dei due scenari include gli effetti delle misure introdotte più di recente dal Governo e delle ulteriori politiche di bilancio che potrebbero essere adottate per mitigare le ripercussioni del conflitto su famiglie e imprese<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Questi scenari non tengono conto delle informazioni congiunturali divenute disponibili dopo la pubblicazione del *Bollettino economico* di aprile. Alla luce di tali informazioni, gli scenari formulati possono continuare a essere considerati un valido riferimento. Peraltro, agli effetti negativi del conflitto in Ucraina potrebbero aggiungersi quelli derivanti da ulteriori strozzature all'offerta connesse con il peggioramento della pandemia in Cina e con le misure adottate per farvi fronte (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*).

Nel primo trimestre di quest'anno il prodotto è sceso (-0,2 per cento), ristagnando nell'industria e riducendosi nei servizi. Sia le previsioni dei modelli della Banca d'Italia, sia le informazioni ad alta frequenza, sintetizzate nell'indicatore settimanale dell'attività economica (*Italian weekly economic index*, Itwei), indicano che sarebbe in atto una moderata ripresa dell'attività nel secondo trimestre (fig. 4.1), sebbene vi siano ampi margini di incertezza dovuti all'estrema volatilità del quadro macroeconomico.

Figura 4.1



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) L'indicatore Itwei stima la variazione media delle ultime 13 settimane (corrispondenti a circa un trimestre) rispetto a quella delle 13 settimane precedenti; per ulteriori dettagli, cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, *Tracking economic growth during the Covid-19: a weekly indicator for Italy*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021. – (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

In aprile il prezzo del gas naturale era circa cinque volte più alto che nel gennaio 2021; quello del petrolio aveva raggiunto i massimi dal 2012 (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*). Nelle settimane successive gli aumenti sono in parte rientrati, ma le quotazioni sono rimaste molto elevate nel confronto storico. Ne è derivato un repentino aumento dell'inflazione, che in aprile si è portata al 6,3 per cento (al 2,2 per cento la componente di fondo). Anche le aspettative di inflazione di imprese, famiglie e analisti sono in netto rialzo.

Secondo i dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel primo trimestre del 2022 l'occupazione sarebbe cresciuta dello 0,6 per cento rispetto al trimestre precedente. Il forte incremento dell'inflazione ha avuto finora un impatto limitato sulle retribuzioni, in quanto i modelli contrattuali prevalenti nel nostro paese le rendono relativamente poco reattive nel breve periodo a variazioni dell'indice dei prezzi.

Nel 2022 il Governo prevede un ulteriore miglioramento dei saldi del bilancio pubblico. Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche si collocherebbe al 5,6 per cento del prodotto, tenendo conto dei provvedimenti varati nel primo trimestre, finalizzati principalmente a contrastare le ricadute dell'aumento dei costi energetici sui bilanci di famiglie e imprese. Il rapporto fra il debito e il PIL diminuirebbe di circa 4 punti, al 147 per cento, grazie a un tasso di crescita nominale dell'economia ancora superiore al costo del debito. Queste previsioni sono in linea con quelle recentemente pubblicate dalla Commissione europea che prefigurano la diminuzione dei rapporti tra disavanzo e prodotto e tra debito e prodotto rispettivamente al 5,5 e al 147,9 per cento. Il conseguimento degli obiettivi dipenderà dall'evoluzione del conflitto in Ucraina e della pandemia, nonché dalla capacità di proseguire nell'attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza*. A seguito del raggiungimento dei 51 traguardi e obiettivi previsti per il 2021, in aprile la Commissione europea ha versato all'Italia la prima rata dei fondi dedicati al finanziamento del Piano: 21 miliardi, suddivisi fra 10 di sovvenzioni e 11 di prestiti. Gli obiettivi fissati per il 2022 sono 100 e riguardano prevalentemente le missioni connesse con la digitalizzazione e la transizione ecologica (cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR: risultati raggiunti e scadenze nel 2022*).

#### L'ATTUAZIONE DEL PNRR: RISULTATI RAGGIUNTI E SCADENZE NEL 2022

Il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) è articolato in “missioni”, che definiscono gli ambiti tematici cui afferiscono i provvedimenti normativi (“riforme”) e gli interventi che implicano esborsi finanziari (“investimenti”); questi ultimi sono in buona parte destinati all'accrescimento del capitale fisico, ma vi rientrano anche le misure di incentivo per la transizione ecologica e digitale delle imprese, le assunzioni di personale nel settore pubblico e le altre azioni previste nel Piano che comportano spese correnti. Per ogni riforma e investimento sono fissati indicatori di risultato qualitativi (traguardi o *milestones*) o quantitativi (obiettivi o target), al cui raggiungimento è legato, su base semestrale, il versamento della rata di finanziamento proveniente dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza<sup>1</sup>.

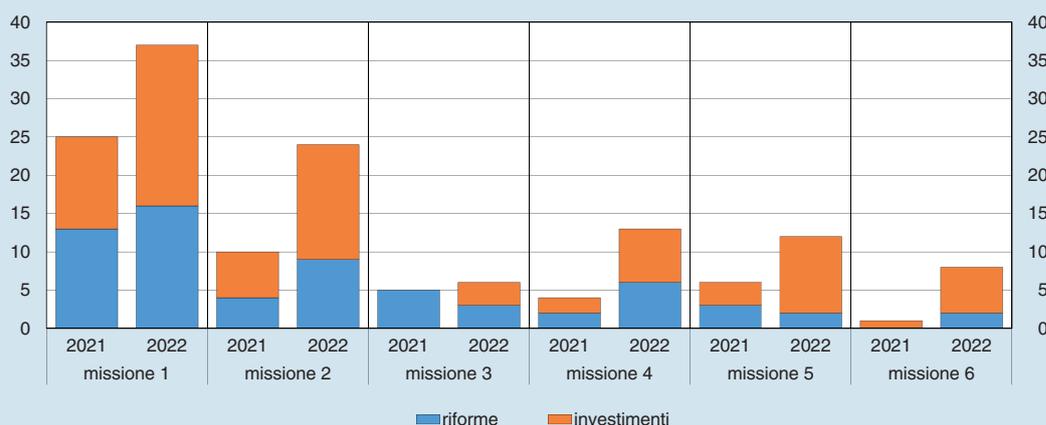
<sup>1</sup> Il Dispositivo per la ripresa e la resilienza è il principale strumento del programma *Next Generation EU*; erogherà risorse per un importo massimo pari a 723,8 miliardi (di cui 338 sotto forma di trasferimenti) a sostegno degli investimenti e delle riforme previsti dai piani nazionali degli Stati membri.

Nella fase iniziale il PNRR impone prevalentemente il raggiungimento di traguardi, mentre le scadenze per il completamento degli obiettivi sono concentrate tra il 2024 e il 2026.

Nel 2021 sono stati raggiunti tutti i 51 traguardi e obiettivi previsti, di cui 24 relativi a investimenti e 27 a riforme (figura). In molti casi essi hanno riguardato provvedimenti preliminari alla realizzazione del Piano, incluse la definizione della sua governance, l'introduzione di misure di semplificazione amministrativa e le assunzioni di personale. Per gli investimenti si è trattato principalmente dell'approvazione degli atti propedeutici all'allocazione e all'utilizzo delle relative risorse finanziarie. Per le riforme i principali provvedimenti sono rappresentati dalle leggi delega in materia di giustizia civile e penale. Il completamento di tutti gli adempimenti attesi per l'anno passato ha comportato un giudizio positivo da parte della Commissione sull'operato dell'Italia e l'erogazione della prima rata del finanziamento, per un importo pari a 21 miliardi (ad agosto del 2021 era stato inoltre erogato un prefinanziamento di 24,9 miliardi).

Figura

Traguardi e obiettivi previsti dal PNRR nel 2021 e 2022 (1)  
(unità)



Fonte: portale Italia Domani. Il Piano nazionale di ripresa e resilienza.

(1) Sono considerati congiuntamente traguardi e obiettivi. Missione 1: digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo; missione 2: rivoluzione verde e transizione ecologica; missione 3: infrastrutture per una mobilità sostenibile; missione 4: istruzione e ricerca; missione 5: inclusione e coesione; missione 6: salute.

I traguardi e gli obiettivi per il 2022 sono 100. La maggior parte dei risultati da raggiungere riguarda le missioni relative alla digitalizzazione e alla transizione ecologica, che assorbono il 52 per cento delle risorse complessive del PNRR. Gli interventi previsti per l'anno in corso interessano diversi ambiti, fra i quali si segnalano: la costruzione di reti per connessioni veloci e per la digitalizzazione della Pubblica amministrazione; il miglioramento dell'attrattività dei centri turistici e dei luoghi di cultura; lo sviluppo della generazione di energia da fonti rinnovabili, di batterie e di impianti per la produzione di idrogeno; la costruzione di reti ferroviarie; l'accelerazione della transizione digitale delle scuole; la realizzazione di infrastrutture di ricerca; l'avvio di partenariati su tecnologie chiave; la rigenerazione urbana; il rafforzamento della telemedicina e delle reti di prossimità. Tra le riforme, rivestono particolare rilevanza quella del pubblico impiego, la legge delega di riforma del

Codice dei contratti pubblici, la legge annuale per il mercato e la concorrenza e il completamento della riforma della giustizia civile e penale (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*), oltre al provvedimento di riordino della carriera degli insegnanti. Al rispetto di tutte le scadenze concordate per quest'anno è legata l'erogazione delle due rate semestrali da 24,1 e 21,8 miliardi di euro<sup>2</sup>, suddivise in parti pressoché uguali fra trasferimenti a fondo perduto e prestiti.

Il raggiungimento dei 45 traguardi e obiettivi previsti per il primo semestre del 2022 procede in linea con i tempi definiti con la Commissione europea. È richiesto un notevole impegno per l'approvazione dei provvedimenti legislativi e regolamentari entro i termini. Tra i fattori di rischio che potrebbero comportare un allungamento dei tempi o un aumento dei costi di realizzazione degli interventi, rileva il forte rincaro dei prezzi energetici e delle materie prime, dovuto anche al protrarsi delle difficoltà di approvvigionamento. Recenti provvedimenti hanno introdotto misure di compensazione dei maggiori oneri di costruzione a favore delle imprese esecutrici<sup>3</sup>. Il DL 50/2022 ha inoltre istituito un fondo per finanziare i costi aggiuntivi relativi agli interventi previsti anche nell'ambito del PNRR.

<sup>2</sup> Al termine di ogni semestre la Commissione europea esamina le azioni svolte in relazione a ciascun traguardo e obiettivo e valuta l'ammissibilità della richiesta di pagamento. Se, a seguito della valutazione preliminare, la Commissione accertasse che i traguardi e gli obiettivi non sono stati conseguiti in misura soddisfacente, il pagamento – della totalità o di parte del contributo finanziario e, ove applicabile, del prestito – sarebbe sospeso fino all'adozione delle misure necessarie da parte dello Stato membro interessato.

<sup>3</sup> L. 106/2021, DD.LL. 4/2022 e 50/2022.

## 5. LE FAMIGLIE

Nel 2021 il reddito disponibile delle famiglie è cresciuto significativamente, grazie soprattutto all'aumento dell'occupazione, mentre in termini reali la sua dinamica è stata più debole; lo hanno ancora sostenuto le misure di contrasto alla pandemia, che hanno anche mitigato le conseguenze della crisi su disuguaglianza e povertà i cui livelli si mantengono tuttavia storicamente elevati.

I consumi, pur salendo in maniera decisa, hanno recuperato solo parzialmente la brusca contrazione del 2020; il divario rispetto ai valori precedenti l'emergenza sanitaria resta ampio per le spese legate al settore turistico e ricreativo. La propensione al risparmio è scesa dai massimi raggiunti nel 2020, ma rimane alta rispetto ai livelli degli ultimi due decenni.

Nella prima parte del 2022 la spesa delle famiglie, in ripresa grazie al miglioramento del quadro pandemico, è stata frenata dal rialzo dell'inflazione in atto dalla seconda metà del 2021 e dal calo della fiducia determinato dalla guerra in Ucraina. Gli effetti dei rincari energetici sono stati in parte mitigati dalle misure introdotte dal Governo a favore delle famiglie, soprattutto di quelle meno abbienti.

La ricchezza immobiliare è cresciuta lo scorso anno, in linea con l'incremento dei prezzi delle abitazioni; le prospettive del mercato sono tuttavia peggiorate nei primi mesi del 2022, anche per effetto dell'incertezza connessa con l'invasione dell'Ucraina, che ha frenato le intenzioni di acquisto delle famiglie. La ricchezza finanziaria è aumentata in modo più sostenuto.

### *Il reddito e la sua distribuzione*

Nel 2021 il reddito disponibile delle famiglie consumatrici valutato a prezzi correnti è salito del 3,8 per cento, dopo essere sceso del 2,7 l'anno precedente (tav. 5.1). Risentendo del rialzo dell'inflazione (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*), il potere d'acquisto è aumentato in misura più contenuta (2,1 per cento), ma si è comunque riportato poco al di sopra dei livelli precedenti lo scoppio della pandemia in termini pro capite; considerando le perdite sulle attività finanziarie nette dovute alla maggiore inflazione, esso si è ridotto dello 0,9 per cento. L'espansione è stata sostenuta prevalentemente dai redditi da lavoro dipendente; quelli da lavoro autonomo, seppure in crescita, restano ancora ben al di sotto dei valori del 2019 a causa della riduzione del numero degli occupati indipendenti (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). I redditi netti da proprietà sono saliti in misura contenuta (1,6 per cento). Le famiglie hanno continuato a beneficiare dell'intervento pubblico: le prestazioni sociali e gli altri trasferimenti si sono mantenuti sui livelli del 2020,

quando erano aumentati di oltre il 10 per cento rispetto all'anno precedente in seguito alle numerose misure di sostegno adottate durante la crisi sanitaria. Secondo i dati della *Consumer Expectations Survey* della BCE, le famiglie prefigurano un moderato incremento del reddito nominale anche nell'anno in corso, nonostante che le aspettative siano diventate meno favorevoli dall'autunno e si siano ulteriormente deteriorate in seguito al conflitto in Ucraina.

Tavola 5.1

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1) (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2021	2019	2020	2021
<b>Variazioni percentuali</b>				
Redditi da lavoro dipendente	62,7	2,2	-6,7	7,6
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	2,0	2,8	0,2
Redditi da lavoro autonomo (2)	23,3	-2,2	-11,3	7,5
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	-1,8	1,7	-0,5
Redditi netti da proprietà (3)	21,3	0,5	-4,2	1,6
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	36,4	3,6	10,9	0,4
<i>di cui:</i> prestazioni sociali nette	–	3,6	9,6	0,4
Contributi sociali netti (-)	24,3	3,0	-4,9	6,8
<i>di cui:</i> a carico del datore di lavoro	–	2,5	-5,3	7,4
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	19,4	3,3	-2,9	7,3
<b>Reddito lordo disponibile</b>	<b>100,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>3,8</b>
in termini reali (4)	–	0,1	-2,5	2,1
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	1,3	-1,8	-0,9
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	0,8	-1,9	-0,9
<b>Rapporti percentuali</b>				
<b>Propensione media al risparmio (7)</b>	–	<b>7,4</b>	<b>15,1</b>	<b>12,5</b>
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	6,9	15,2	10,0
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	7,2	15,3	10,1

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 col 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.

Gli interventi di sostegno introdotti dal Governo hanno mitigato l'impatto della crisi sulla disuguaglianza del reddito. Secondo i dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), nel 2020 l'indice di Gini del reddito equivalente delle famiglie è stato del 33,3 per cento, pressoché costante rispetto alla precedente rilevazione, condotta nel 2016 (cfr. il riquadro: *I bilanci delle famiglie italiane: un confronto tra il 2016 e il 2020*). A causa delle maggiori difficoltà nel mercato del lavoro, nonostante i trasferimenti, tra i nuclei con capofamiglia lavoratore indipendente la percentuale di quelli che hanno peggiorato la propria posizione reddituale relativa tra le due rilevazioni è superiore di circa 15 punti a quella delle famiglie che l'hanno migliorata; al contrario,

tra i dipendenti il saldo tra chi ha migliorato e chi ha peggiorato la propria posizione è di circa 5 punti<sup>1</sup>.

Lo scorso anno è aumentato ancora il numero delle famiglie beneficiarie di misure di sostegno economico. Nel dicembre 2021 i nuclei percettori di Reddito di cittadinanza (RdC) o Pensione di cittadinanza (PdC) erano 1,4 milioni, quasi 150.000 in più rispetto a dodici mesi prima e 350.000 in più nel confronto con lo stesso mese del 2019; l'importo medio erogato era pari a 545 euro (530 e 570 rispettivamente a dicembre del 2020 e del 2019). Circa 600.000 nuclei hanno inoltre beneficiato, in ciascuna delle due edizioni del 2021, del Reddito di emergenza, un sussidio temporaneo con requisiti meno stringenti rispetto all'RdC e alla PdC (cfr. il riquadro: *Il Reddito di emergenza* del capitolo 3, in *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 22, 2020); l'importo medio è stato di circa 540 euro.

#### I BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE: UN CONFRONTO TRA IL 2016 E IL 2020

Lo scorso anno si è svolta l'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* sul 2020, condotta con un anno di ritardo a causa della pandemia. Rispetto all'ultima edizione relativa alle condizioni economiche delle famiglie nel 2016, il disegno campionario della rilevazione è stato modificato per migliorare la copertura statistica dei nuclei indebitati e di quelli a maggiore reddito<sup>1</sup>. La modifica introduce tuttavia una discontinuità nelle serie storiche che rende necessaria l'applicazione di opportune tecniche statistiche per effettuare i confronti con l'edizione passata qui presentati<sup>2</sup>.

Tra il 2016 e il 2020 il reddito medio equivalente<sup>3</sup> delle famiglie italiane è cresciuto in termini reali di circa il 4 per cento (tavola), sospinto anche dall'andamento favorevole dell'economia fino al 2019. A fronte della sostanziale stabilità per i nuclei nei quali il maggiore percettore di reddito è pensionato, l'incremento è stato decisamente più marcato della media per quelli in cui il principale percettore è lavoratore indipendente o non lavora<sup>4</sup>. Il reddito medio equivalente delle famiglie dei lavoratori indipendenti, frenato dalla contrazione delle entrate da lavoro

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020*, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> Il sistema di ponderazione utilizzato per i confronti temporali replica la probabilità di selezione del campione che si sarebbe avuta al netto degli effetti del sovracampionamento delle fasce di popolazione indebitate e a maggiore reddito applicando varie tecniche di ribilanciamento statistico di pesi (*ranking, inverse probability weighting e cell weighting*). Per ulteriori informazioni, cfr. R. Gambacorta ed E. Porreca, *Bridging techniques in the redesign of the Italian survey on household income and wealth*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> Il reddito equivalente è una misura che approssima il reddito di cui un membro di una famiglia dovrebbe disporre per raggiungere lo stesso livello di benessere che otterrebbe se visse da solo. Per il suo calcolo si è adottata la scala di equivalenza dell'OCSE modificata.

<sup>4</sup> I lavoratori indipendenti sono i liberi professionisti, i lavoratori autonomi, gli imprenditori, i soci o i gestori di società, i lavoratori atipici. Le persone di riferimento che non lavorano sono i disoccupati, coloro in cerca di prima occupazione e chi si dedica ad attività non di mercato.

<sup>1</sup> L'analisi considera le sole famiglie comprese in entrambe le rilevazioni e definisce la condizione professionale sulla base di quella del 2016. Per ciascuna rilevazione, la posizione relativa è calcolata secondo i quinti di reddito equivalente, ottenuti ordinando la popolazione per reddito crescente e suddividendola in cinque parti uguali.

**Bilanci delle famiglie italiane tra il 2016 e il 2020***(valori in euro a prezzi 2020 e variazioni percentuali sul quadriennio, salvo diversa indicazione)*

VOCI	2016	2020	2016-2020
<b>Reddito equivalente medio (1)</b>	<b>19.033</b>	<b>19.766</b>	<b>3,9</b>
Per condizione occupazionale			
Lavoratore dipendente	18.860	19.716	4,5
Lavoratore indipendente	24.089	26.863	11,5
Pensionato	19.760	19.650	-0,6
Inoccupato non pensionato	5.335	7.489	40,4
Per quinti di reddito			
1° quinto	5.959	6.770	13,6
2° quinto	11.920	12.279	3,0
3° quinto	16.941	17.191	1,5
4° quinto	22.632	23.016	1,7
5° quinto	37.726	39.630	5,0
Per area geografica			
Centro Nord	21.996	22.763	3,5
Sud e Isole	13.433	14.124	5,1
Misure di disuguaglianza (2)			
Indice di Gini (3) (4)	33,5	33,3	-0,2
Quota di famiglie a basso reddito (4) (5)	18,6	18,0	-0,7
Quota di individui in famiglie a basso reddito (4) (6)	23,0	21,3	-1,7
<b>Ricchezza netta media familiare</b>	<b>211.399</b>	<b>215.078</b>	<b>1,7</b>
Indice di Gini della ricchezza netta familiare (3) (4)	61,6	64,6	3,0

Fonte: Banca d'Italia, IBF, Archivio storico (versione 11.0, giugno 2022); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

(1) Redditi familiari complessivi (inclusivi dei fitti imputati per le abitazioni utilizzate dai proprietari) al netto delle imposte dirette, rivalutati al 2020 utilizzando il deflatore dei consumi delle famiglie residenti diffuso dall'Istat nell'ambito dei *Conti economici nazionali* e resi comparabili utilizzando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata. Le caratteristiche presentate nella tavola sono quelle della persona di riferimento identificata con il maggiore percettore di reddito. – (2) Valori percentuali. – (3) L'indice di concentrazione di Gini, espresso in termini percentuali, è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 100 (massima disuguaglianza). – (4) Variazione quadriennale calcolata come differenza assoluta. – (5) Sono definite in questa condizione le famiglie con reddito equivalente inferiore al 60 per cento di quello mediano. – (6) Sono definiti in questa condizione gli individui con reddito equivalente inferiore al 60 per cento di quello mediano.

autonomo, è stato sostenuto dall'incremento di quello netto da capitale finanziario (che comprende anche la riduzione degli interessi passivi generata dall'adesione alle moratorie sul debito) e dall'aumento del numero dei membri del nucleo che percepiscono redditi da lavoro dipendente<sup>5</sup>.

Nei quattro anni considerati la crescita dei valori medi è stata più forte per il primo e per l'ultimo quinto della distribuzione del reddito equivalente. Nel primo quinto, dove ricadono prevalentemente le famiglie la cui persona di riferimento è un operaio, un disoccupato o un pensionato, i redditi hanno beneficiato maggiormente dell'insieme dei nuovi strumenti di sostegno introdotti tra il 2016 e il 2019 e di quelli straordinari adottati nel 2020 per fronteggiare gli effetti economici della pandemia<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> All'andamento complessivo del reddito dei nuclei in cui la persona di riferimento è un lavoratore indipendente concorre anche la riduzione del numero di famiglie in cui il maggiore percettore di reddito è titolare, socio o gestore di una società o di una cooperativa, lavoratore in proprio o atipico, riduzione che è stata più intensa tra quelle con reddito inferiore alla media.

<sup>6</sup> Le misure complessivamente considerate sono: la Cassa integrazione guadagni, il Reddito di cittadinanza, la Pensione di cittadinanza, il Reddito di emergenza, le indennità Covid-19 a favore di determinate categorie di lavoratori e altri contributi specifici legati all'emergenza sanitaria.

Nel complesso questi andamenti si sono riflessi in una sostanziale stazionarietà della disegualianza del reddito, misurata dall'indice di Gini, e in una diminuzione della quota di famiglie a basso reddito. In assenza degli strumenti di sostegno introdotti nell'intero periodo, il tasso di crescita del reddito medio del primo quinto sarebbe stato sensibilmente inferiore (pari all'1,8 per cento invece del 13,6) e l'indice di Gini superiore di circa un punto.

Nello stesso periodo la spesa familiare media in termini equivalenti si è ridotta sensibilmente (-9 per cento), soprattutto tra i nuclei ad alto reddito, che normalmente spendono una parte maggiore delle proprie entrate in beni e servizi la cui fruizione è stata frenata dalle misure di contenimento e dai timori del contagio (cfr. il paragrafo: *I consumi*).

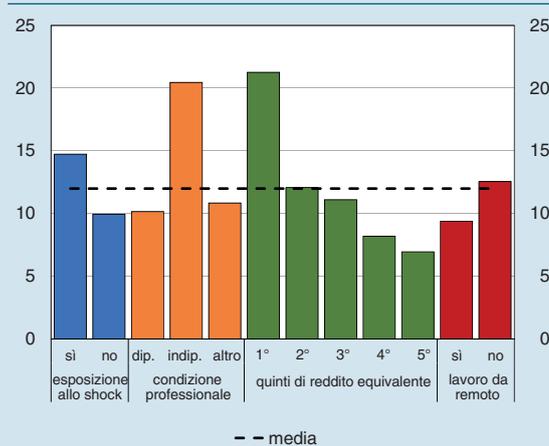
Tra il 2016 e il 2020 la ricchezza netta media delle famiglie è cresciuta di poco meno del 2 per cento, sostenuta dai maggiori risparmi e dagli incrementi di valore delle attività, soprattutto di quelle finanziarie. Sebbene la crescita abbia interessato anche i nuclei che nel 2016 possedevano minori risorse finanziarie<sup>7</sup>, l'indice di Gini della ricchezza netta familiare è aumentato di 3 punti al 64,6 per cento. L'andamento suggerisce che il forte incremento dei risparmi nel 2020 si sia concentrato tra le famiglie più abbienti, che detengono una maggiore quota di attività finanziarie e che hanno beneficiato della dinamica positiva dei mercati.

L'83 per cento delle famiglie intervistate si aspettava che il proprio reddito complessivo nel 2021 fosse in linea con quello di un anno normale, mentre oltre l'11 per cento si attendeva che fosse insolitamente basso, 2 punti percentuali in più di quanto osservato dopo la recessione del 2012-13 nell'IBF sul 2014.

Il pessimismo sulle prospettive economiche è diffuso soprattutto

Figura

**Quota di famiglie che si attende un reddito insolitamente basso nel 2021 (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati IBF sul 2020; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

(1) La figura riporta le quote stimate di attendersi un reddito annuo complessivo della famiglia nel 2021 insolitamente basso rispetto a un anno normale. Le stime sono ottenute da una regressione non lineare mediante un modello di tipo probit, condizionatamente ai valori assunti da altre variabili esplicative oltre quelle incluse nella figura. Gli altri regressori sono: l'età del rispondente all'indagine, il sesso, il grado di istruzione, il quinto di ricchezza netta equivalente familiare, la macroarea di residenza, l'ampiezza in termini di popolazione del comune di residenza, il mese di intervista. Dalle stime sono escluse le famiglie che non hanno risposto alla domanda

<sup>7</sup> La quota di nuclei "poveri di liquidità" è scesa al 41,1 per cento (dal 43,6 del 2016). Si definiscono in questa condizione le famiglie che, a fronte di un annullamento del proprio reddito, anche liquidando tutte le attività finanziarie immediatamente disponibili non hanno risorse sufficienti per evitare il rischio di povertà per almeno tre mesi. Per maggiori dettagli, cfr. M. Graziano e D. Loschiavo, *Liquidity-poor households in the midst of the Covid-19 pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 642, 2021, di prossima pubblicazione anche in "Review of Income and Wealth".

tra le famiglie maggiormente esposte allo shock economico causato dalla pandemia (con almeno un componente occupato nei settori che hanno subito nel 2020 una caduta del valore aggiunto pari o superiore alla media oppure con reddito principale da lavoro indipendente; figura); decresce all'aumentare del reddito familiare percepito nel 2020 e per i nuclei in cui qualche componente ha la possibilità di svolgere il proprio lavoro, almeno in parte, da remoto. Secondo queste indicazioni, la ripresa del reddito medio nel 2021 ha interessato in modo eterogeneo le famiglie (cfr. il paragrafo: *Il reddito e la sua distribuzione*).

Secondo le stime preliminari dell'Istat sui dati dell'*Indagine sulle spese delle famiglie*, nel 2021 il 9,4 per cento della popolazione si trovava in condizione di povertà assoluta. Il valore, stabile rispetto all'anno precedente, è più alto di 1,7 punti percentuali nel confronto con quello del 2019 ed è il più elevato dall'inizio della rilevazione nel 2005. Nell'interpretazione dell'indicatore va tenuto presente che sono classificate in condizione di povertà assoluta le famiglie che spendono per consumi meno di una soglia prefissata, corrispondente al costo di un paniere di beni e servizi ritenuti essenziali: per alcuni nuclei, la spesa potrebbe essere rimasta al di sotto di tale soglia per decisioni legate al perdurare della pandemia più che a risorse economiche insufficienti<sup>2</sup>.

Dallo scorso marzo è iniziata l'erogazione dell'assegno unico e universale, una misura che ha potenziato e razionalizzato il sistema di interventi in favore delle famiglie con prole, estendendolo a una platea più ampia e assorbendo le misure preesistenti (l'assegno di natalità, gli assegni familiari e le detrazioni fiscali per figli). Secondo le valutazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze questo strumento determinerà un significativo incremento dei benefici per la maggioranza dei nuclei, alleviando i costi connessi con la condizione di genitori (cfr. il riquadro: *Il costo di un figlio*). L'importo del contributo, determinato anche in funzione dell'ISEE, varia tra 50 e 175 euro al mese per ciascun figlio a carico, di norma fino all'età di 21 anni (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi e sugli incentivi all'offerta di lavoro dell'assegno unico e universale e delle modifiche all'Irpef* del capitolo 11). Tra gennaio e aprile sono state presentate domande di assegno unico relative a 7,5 milioni di figli (circa i due terzi della popolazione fino a 21 anni); l'importo medio erogato con la prima rata di pagamento è stato di circa 145 euro mensili per figlio.

## IL COSTO DI UN FIGLIO

Nel periodo 2017-2020, i nuclei familiari composti da due adulti e uno o più figli minori hanno speso in media poco più di 640 euro al mese per mantenere ogni figlio (un quarto della spesa media di una famiglia italiana; figura, pannello a)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> G. Bovini e F. Colonna, *Quanto costa un figlio?*, in A. Rosina (a cura di), *L'assegno unico e universale per i figli: una novità italiana e il contesto europeo*, Neodemos, 2021, pp. 14-18. L'analisi si basa sui microdati dell'*Indagine sulle spese delle famiglie* dell'Istat. I microdati relativi al 2021 non sono ancora disponibili.

<sup>2</sup> Nel 2021 la spesa media mensile familiare per abbigliamento e calzature, trasporti, ricreazione, spettacoli e cultura e servizi ricettivi e di ristorazione, complessivamente in aumento di oltre il 10 per cento rispetto al 2020, era ancora circa il 20 per cento inferiore a quella osservata prima della crisi sanitaria.

Questo costo comprende gli acquisti di beni e servizi destinati esclusivamente ai figli (ad es. alimenti per neonati e rette scolastiche)<sup>2</sup> e una quota dei consumi rilevati a livello familiare (quali le spese per l'abitazione e per i trasporti), stimata utilizzando diversi criteri di ripartizione<sup>3</sup>. Quasi il 60 per cento della spesa è stato destinato a soddisfare bisogni primari (alimentari, abbigliamento e spese per la casa, istruzione e salute).

Nel Mezzogiorno la spesa per figlio è risultata inferiore rispetto al Centro Nord; l'incidenza sulla spesa media delle famiglie è tuttavia simile nelle due macroaree. Il divario ha riguardato per circa un quinto le spese per la casa, che riflettono il più elevato costo degli immobili nelle regioni centro-settentrionali, e per circa due terzi i consumi meno essenziali (tempo libero, trasporti e altro)<sup>4</sup>.

L'importo, pressoché stabile nel triennio 2017-19, si è contratto nel 2020 a 580 euro (12 per cento in meno sul 2019), quando i timori del contagio e le restrizioni alla mobilità connesse con la pandemia hanno fortemente ridotto la spesa per consumi, in particolare per i trasporti e per il tempo libero.

Queste stime si basano su criteri di ripartizione dei consumi rilevati per l'intero nucleo tra i diversi componenti; tali criteri non tengono conto del fatto che i genitori potrebbero decidere di comprimere i propri consumi per soddisfare pienamente quelli della prole. In questo caso, la spesa attribuita agli adulti risulterebbe superiore a quella effettiva e, specularmente, quella imputata ai figli sarebbe inferiore.

Utilizzando approcci di stima (alla Engel)<sup>5</sup> che calcolano il costo necessario per sostenere un figlio a parità di consumi degli adulti, si ottiene che quest'ultimo risulterebbe solo leggermente superiore alle stime della spesa effettiva. Il divario tra le due misure è tuttavia più ampio tra le famiglie meno abbienti (figura, pannello b). Nel Centro Nord inoltre interessa tutte le fasce di reddito: il più elevato costo degli

<sup>2</sup> Le spese connesse con voci di consumo riferite specificatamente ai minori sono ripartite tra i diversi figli su base pro capite.

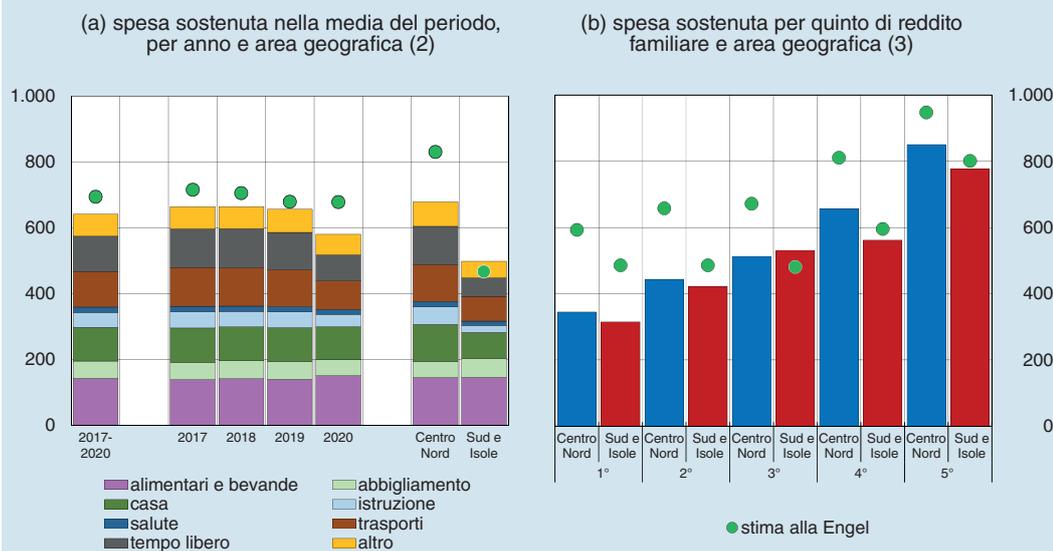
<sup>3</sup> I consumi alimentari diversi da quelli specifici per neonati sono attribuiti ai singoli membri del nucleo in proporzione ai fabbisogni calorici sulla base dei Livelli di assunzione di riferimento di nutrienti ed energia per la popolazione italiana (LARN) della Società italiana di nutrizione umana. Le spese per la salute sono state ripartite sulla base di quelle nazionali per farmaci per genere e fascia di età, riportate dall'Agenzia italiana del farmaco (AIFA). I costi relativi alla prima casa (affitti reali o imputati, bollette, arredamento, manutenzioni o riparazioni) sono suddivisi ipotizzando che la presenza di minori renda necessario disporre di almeno una camera da letto aggiuntiva: si moltiplica quindi la spesa complessiva per metro quadrato per lo spazio minimo che la legge prescrive per una o due persone (9 e 14 metri quadrati, rispettivamente). Le altre voci sono ripartite su base pro capite. Infine, si assume che alcune tipologie di spesa (ad es. abbigliamento e scarpe per adulti, bevande alcoliche, tabacchi) non siano attribuibili ai componenti minori del nucleo.

<sup>4</sup> In tutte le regioni del Mezzogiorno i prezzi delle abitazioni (per metro quadrato e dimensione) sono nettamente inferiori alla media nazionale. Al Nord le famiglie affittuarie che versano in condizioni di povertà assoluta destinano al pagamento del canone di locazione circa il 40 per cento della spesa complessiva, quasi 10 punti percentuali in più rispetto al Mezzogiorno. Confrontando le soglie di povertà definite dall'Istat, unica fonte ufficiale per misurare la parità di potere d'acquisto della spesa, il prezzo di acquisto di un paniere base di consumi familiari è nel Mezzogiorno inferiore del 20 per cento circa rispetto al Centro e del 24 rispetto al Nord.

<sup>5</sup> Sulla base dei lavori di Ernst Engel del XIX secolo, le stime alla Engel utilizzano degli indicatori di utilità degli adulti per misurare quanto i genitori riducano i propri consumi per accomodare quelli della prole.

**Costo mensile di un figlio (1)**

(euro; importi rivalutati ai prezzi al consumo del 2021)



di lavoro sia nell'immediato<sup>3</sup>, sia lungo tutta la vita lavorativa, poiché l'uscita delle madri dal mercato del lavoro alla nascita di un figlio si associa mediamente a una minore probabilità di impiego anche nel lungo periodo.

## I consumi

Nel 2021 i consumi delle famiglie residenti, sostenuti dalla ripresa del reddito e dell'occupazione (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*), sono tornati a crescere (5,2 per cento; tav. 5.2 e fig. 5.1), recuperando circa la metà della forte riduzione osservata l'anno precedente e portandosi su livelli inferiori di circa il 6 per cento a quelli precedenti la pandemia. La spesa in beni durevoli, salita in modo marcato, e quella in beni non durevoli, che aveva risentito meno della crisi sanitaria, hanno superato i valori del 2019. Anche la spesa in beni semidurevoli e in servizi è aumentata, ma ha riassorbito solo parzialmente le perdite del 2020. Lo scostamento rispetto ai valori precedenti l'emergenza sanitaria rimane particolarmente accentuato per le spese legate al settore turistico e ricreativo, maggiormente colpite dalle restrizioni alla mobilità e dalla paura del contagio<sup>4</sup>.

Tavola 5.2

Spesa delle famiglie italiane (valori concatenati e variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2021 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2018	2019	2020	2021
Beni	50,2	1,3	0,3	-6,6	6,1
Beni non durevoli	32,7	0,2	0,3	-2,9	3,3
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	15,9	0,2	0,5	2,0	0,4
Beni semidurevoli	8,5	2,2	-2,2	-17,8	10,0
di cui: vestiario e calzature	5,5	3,2	-2,3	-21,1	7,1
Beni durevoli	9,0	4,7	2,7	-8,9	13,7
Servizi	49,8	0,8	0,4	-15,8	4,6
di cui: alberghi e ristoranti	7,9	0,8	0,9	-40,7	19,1
istruzione	1,0	1,8	0,7	-9,2	10,6
<b>Totale spesa interna</b>	<b>100,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-11,5</b>	<b>5,4</b>
Spesa all'estero dei residenti in Italia (1)		4,8	3,6	-65,2	29,9
Spesa in Italia dei non residenti (1)		5,3	5,6	-60,8	23,3
<b>Totale spesa nazionale</b>		<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-10,5</b>	<b>5,2</b>
<i>per memoria:</i>					
deflatore della spesa nazionale		1,0	0,6	-0,2	1,7

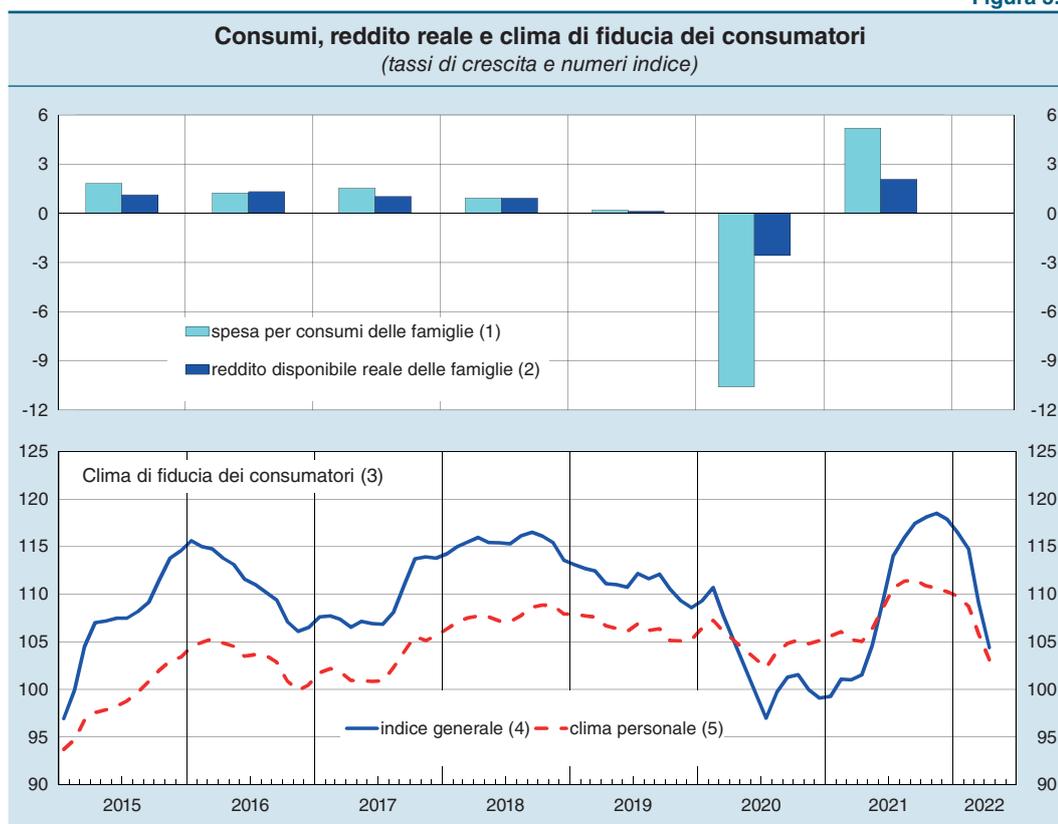
Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.  
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2021, rispettivamente, all'1,0 e al 2,1 per cento del totale della spesa nazionale.

Anche nel corso del 2021 la spesa delle famiglie ha risentito dell'evoluzione della pandemia: i consumi, soprattutto quelli di servizi, sono cresciuti in primavera e in estate, quando la campagna vaccinale ha contenuto gli effetti del virus, per poi subire una battuta d'arresto in autunno, in coincidenza con il nuovo rialzo dei contagi.

<sup>3</sup> Per il caso italiano, cfr. F. Carta e L. Rizzica, *Early kindergarten, maternal labor supply and children's outcomes: evidence from Italy*, "Journal of Public Economics", 158, 2018, pp. 79-102.

<sup>4</sup> E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *Consumption and saving patterns in Italy during Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 620, 2021.

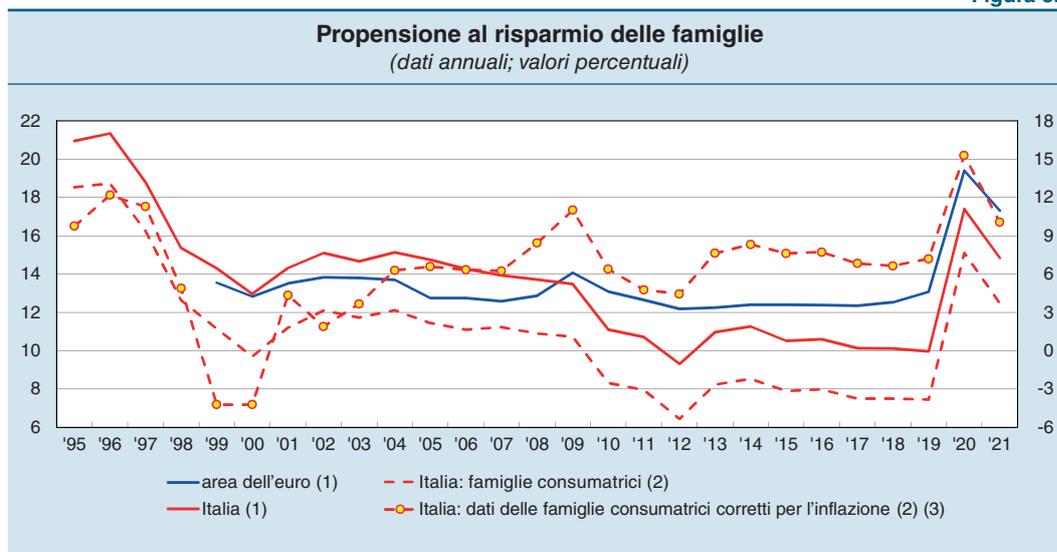
Figura 5.1



La propensione al risparmio, bruscamente aumentata con l'insorgere della pandemia, è scesa nel 2021 al 12,5 per cento in media d'anno, un valore ancora superiore di 5 punti percentuali rispetto a quello del 2019 (fig. 5.2). Il tasso di risparmio calcolato sul reddito corretto per l'inflazione si è ridotto in misura più marcata, ma si mantiene su livelli elevati nel confronto con gli ultimi due decenni. Secondo le indagini condotte dalla Banca d'Italia, circa il 40 per cento delle famiglie aveva accumulato risparmi nel 2020 (cfr. la quarta edizione dell'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane* e l'IBF); tra queste, il 37 per cento lo aveva fatto in misura maggiore rispetto a un anno normale. Nelle valutazioni delle famiglie, l'accumulazione ha riflesso sia il movente precauzionale di ordine economico (a fronte del rischio di diminuzione del reddito), sia la riduzione di alcuni consumi per timore del contagio e per le restrizioni alla mobilità.

Tra gennaio e aprile di quest'anno la spesa delle famiglie ha mostrato segnali di ripresa grazie al graduale superamento dell'emergenza sanitaria, ma è stata frenata dal rialzo dei prezzi, in atto dalla seconda metà del 2021, e dal calo della fiducia dopo lo scoppio della guerra in Ucraina. L'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio è sceso; la dinamica dei prelievi presso ATM e delle transazioni effettuate tramite POS, entrambi valutati in termini reali, è stata complessivamente modesta (fig. 5.3).

Figura 5.2



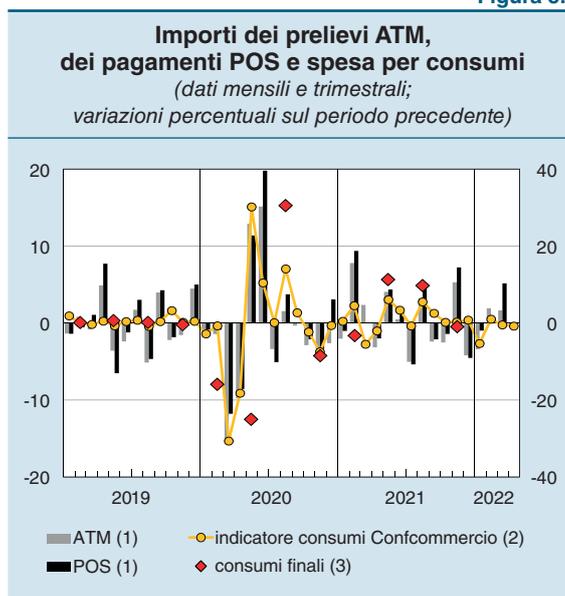
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.

(1) Oltre alle famiglie consumatrici, include anche quelle produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita e unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp (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. – (3) Calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata. Scala di destra.

In base alle indagini dell'Istat la fiducia, che era molto migliorata tra la primavera e l'estate del 2021, è diminuita lo scorso autunno con il nuovo peggioramento della situazione pandemica, ed è scesa in modo ancora più marcato dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (fig. 5.1). Le risposte delle famiglie indicano un deterioramento delle attese sulla situazione economica, sia personale sia generale, e un forte aumento dell'incertezza. Le intenzioni di acquisto di beni durevoli si sono drasticamente ridotte e la quota dei consumatori che ritengono opportuno risparmiare è rimasta elevata, segnalando un persistente atteggiamento di cautela.

Sui consumi incide il netto incremento dell'inflazione (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*). I rialzi dei prezzi di beni essenziali e difficilmente sostituibili, come quelli energetici e alimentari, riducono il potere d'acquisto delle famiglie, limitando la loro capacità di spesa in altri beni e servizi. Per mitigare l'impatto dei rincari energetici su famiglie e imprese, il Governo ha stanziato

Figura 5.3



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

(1) Dati deflazionati sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici e corretti per la stagionalità, a partire da quelli tratti dal sistema di compensazione multilaterale BI-Comp; scala di destra. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *BI-Comp e CABI: i sistemi di pagamenti al dettaglio*. – (2) Dati corretti per la stagionalità; scala di destra. – (3) Spesa per consumi finali sul territorio economico delle famiglie residenti e non residenti; valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario.

finora oltre 30 miliardi di euro: di questi, quasi 7 saranno impiegati per il riconoscimento di un bonus una tantum di 200 euro per sostenere il reddito disponibile di varie categorie di contribuenti con redditi bassi e medio-bassi e dei percettori di RdC; circa 2 sono stati invece dedicati al potenziamento dei bonus sociali elettricità e gas rivolti ai nuclei meno abbienti, più colpiti dall'aumento dei prezzi a causa del maggior peso che i beni energetici e alimentari hanno nel loro paniere di spesa (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*)<sup>5</sup>. Le famiglie più vulnerabili detengono minori risparmi e ricchezza accumulata, per cui interventi mirati a loro favore, oltre a contenere la disuguaglianza, possono risultare più efficaci nel sostenere i consumi anche a livello aggregato<sup>6</sup>.

### *La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni*

Secondo nostre stime, nel 2021 la ricchezza totale netta delle famiglie è aumentata del 3,0 per cento; quella detenuta sotto forma di attività reali (prevalentemente abitazioni) è salita solo lievemente, mentre la componente finanziaria è cresciuta in modo più sostenuto (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

Nel 2021 il mercato immobiliare è tornato a espandersi, dopo il sostanziale blocco registrato all'inizio della pandemia a causa delle restrizioni alle attività di intermediazione. Le compravendite di abitazioni sono state maggiori di oltre un terzo rispetto a quelle dell'anno precedente e di quasi un quarto sul 2019, raggiungendo i livelli più alti degli ultimi 14 anni (fig. 5.4.a). Anche i prezzi delle case oggetto di transazione sono saliti, in misura più marcata rispetto all'anno precedente, seppure ancora moderata nel confronto con altri paesi europei.

Sulla base dei sondaggi condotti dalla Banca d'Italia a partire dallo scorso anno, gli agenti immobiliari ritengono che la pandemia abbia determinato un aumento del numero di potenziali acquirenti di abitazioni ed esercitato spinte al rialzo sui prezzi che persisterebbero oltre la metà del 2022 (cfr. il riquadro: *Pandemia e preferenze delle famiglie: indicazioni dal mercato immobiliare* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2020). Tuttavia nei mesi più recenti le prospettive del mercato sono peggiorate: nella rilevazione di aprile gli operatori segnalano che i rincari energetici e lo scoppio della guerra in Ucraina stanno frenando le intenzioni di acquisto delle famiglie, rendendole più attente non solo al prezzo di vendita delle abitazioni, ma

<sup>5</sup> Il Governo è intervenuto a più riprese per mitigare l'impatto dei rincari energetici sui bilanci delle famiglie. Per il 2021 le principali misure sono state: nel terzo trimestre, il DL 99/2021, che ha azzerato gli oneri di sistema sulle tariffe elettriche per le utenze in bassa tensione, stanziando un importo di 1,2 miliardi di euro; nel quarto trimestre, il DL 130/2021 (decreto "energia"), che ha stanziato ulteriori 3,5 miliardi, ripartiti tra interventi nel mercato dell'energia elettrica (proroga dell'azzeramento degli oneri per le utenze in bassa tensione, potenziamento del bonus elettrico) e del gas (riduzione dell'IVA, potenziamento del bonus gas). Per il 2022 gli interventi precedenti sono stati estesi e potenziati dalla legge di bilancio, con uno stanziamento di 3,8 miliardi, e dai DD.LL. 4/2022, 17/2022, 21/2022, 38/2022 e 50/2022, che hanno destinato circa 20 miliardi a questo scopo.

<sup>6</sup> *Disegno di legge C. 3496, conversione in legge del Decreto legge 1° marzo 2022 n. 17, recante misure urgenti per il contenimento dei costi dell'energia elettrica e del gas naturale, per lo sviluppo delle energie rinnovabili e per il rilancio delle politiche industriali*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 8ª (Ambiente, territorio e lavori pubblici) e 10ª (Attività produttive, commercio e turismo), Camera dei deputati, Roma, 15 marzo 2022.

anche alla loro efficienza energetica e allo stato di manutenzione (fig. 5.4.b). In base a nostre elaborazioni sui dati relativi agli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, la domanda di abitazioni ha continuato a crescere in gennaio e febbraio, per poi stabilizzarsi in marzo e aprile.

Figura 5.4



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia, Istat, *Consulente immobiliare* e *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*).  
(1) Dati trimestrali. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (3) Scala di destra. – (4) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (5) Quote percentuali di agenti immobiliari che hanno risposto in modo affermativo alle corrispondenti domande del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto in aprile.

## 6. LE IMPRESE

Nel 2021 l'attività produttiva è tornata a espandersi, soprattutto nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni, più moderatamente nei servizi. Il livello precedente l'inizio della pandemia è stato tuttavia pienamente recuperato solo nel comparto dell'edilizia, che ha beneficiato di ingenti incentivi fiscali per la riqualificazione del patrimonio abitativo.

La ripresa è stata, da un lato, sostenuta dai progressi nelle campagne vaccinali, che hanno consentito l'allentamento delle misure di contenimento dei contagi; dall'altro, è rimasta frenata dalle persistenti difficoltà di approvvigionamento di prodotti intermedi nelle catene di fornitura globali e, dalla seconda metà del 2021, dai crescenti rincari delle materie prime, in particolare di quelle energetiche. Lo scoppio del conflitto in Ucraina lo scorso febbraio ha rafforzato queste tendenze. Nelle indagini condotte dalla Banca d'Italia gran parte delle aziende ha segnalato difficoltà di reperimento degli input e significativi aumenti del loro costo, che secondo le attese si protrarranno per tutto il 2022. In un contesto divenuto più incerto, le imprese prefigurano per l'anno in corso un rallentamento degli investimenti.

Il tasso di natalità delle aziende si è riportato nel 2021 sui livelli prevalenti prima della crisi sanitaria, mentre il tasso di uscita dal mercato è risultato in ulteriore calo rispetto a quello già basso dell'anno precedente, soprattutto nei settori che hanno beneficiato maggiormente delle misure di sostegno pubblico.

Le trasformazioni digitale ed ecologica dell'economia sono le linee di azione principali del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). Il sistema produttivo ha compiuto notevoli progressi nel campo della digitalizzazione dei processi aziendali: è aumentata la diffusione di tecnologie digitali di base, anche tra le piccole e medie imprese, ed è proseguito il ricorso al lavoro agile, sebbene in misura meno intensa rispetto al 2020. Permangono tuttavia aree di arretratezza, in particolare nell'utilizzo delle tecnologie digitali più avanzate e tra le imprese gestite da manager con più bassi livelli di istruzione.

Il conseguimento degli obiettivi stabiliti a livello europeo di riduzione entro il 2030 delle emissioni nette di gas a effetto serra e la possibilità di azzerarle entro il 2050 dipenderanno anche dalla ripresa dei piani di transizione ecologica delle imprese, rallentati dalla pandemia. I recenti aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche, unitamente alle politiche del PNRR, guidate dal criterio della sostenibilità, dovrebbero fornire un ulteriore impulso.

### *Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo*

*Il valore aggiunto e la produzione.* – Nel 2021 il valore aggiunto dell'economia è cresciuto del 6,6 per cento, recuperando poco meno di tre quarti della forte

contrazione registrata l'anno precedente a seguito della pandemia (-8,8 per cento). L'attività ha segnato incrementi significativi nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni, più contenuti nei servizi; è invece diminuita nell'agricoltura.

La produzione industriale è salita del 12,1 per cento (-10,9 nel 2020), sospinta soprattutto dal recupero della domanda nazionale, nonostante le difficoltà di approvvigionamento di materie prime e prodotti intermedi e i rincari dei beni energetici. L'espansione ha interessato quasi tutti i comparti (fig. 6.1). Gli incrementi maggiori sono stati registrati nella fabbricazione di apparecchiature elettriche e per uso domestico, di articoli in gomma e materie plastiche e nella metallurgia.

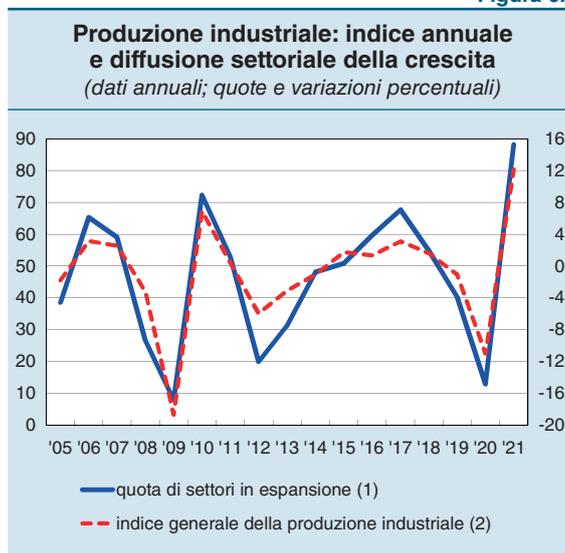
Alcuni settori tuttavia non hanno recuperato i livelli di attività pre-pandemici; tra essi ci sono il tessile (-20,7 per cento rispetto al 2019), la fabbricazione di coke e di prodotti petroliferi raffinati (-8,8) e la produzione di mezzi di trasporto (-6,8).

Nelle costruzioni il valore aggiunto è cresciuto in misura particolarmente marcata (21,3 per cento), raggiungendo un livello superiore del 14,3 per cento rispetto al 2019. Nell'edilizia residenziale l'attività è stata sostenuta dagli incentivi fiscali per la riqualificazione del patrimonio abitativo, che hanno permesso di contenere l'impegno finanziario delle famiglie. Ha contribuito all'espansione dell'attività edile anche il comparto non residenziale, sospinto sia dalla ripresa degli investimenti del settore privato, sia dall'accelerazione nella realizzazione delle opere pubbliche (cfr. il paragrafo: *Il contesto istituzionale* del capitolo 12).

Il valore aggiunto dei servizi è aumentato in misura più modesta (4,5 per cento), rimanendo di circa il 3 per cento inferiore ai valori del 2019. Nonostante la risalita dei contagi all'inizio e, nuovamente, alla fine dell'anno, l'attività ha beneficiato dell'intensificazione delle campagne vaccinali e del conseguente allentamento delle misure restrittive della mobilità, che hanno permesso una ripresa dei consumi di servizi da parte delle famiglie. I comparti che hanno segnato gli incrementi più marcati sono quelli che erano stati maggiormente colpiti dalle restrizioni adottate nelle fasi acute della pandemia nel 2020: alloggio e ristorazione (20,9 per cento), trasporti (12,6 per cento), commercio (7,9 per cento).

Secondo le stime preliminari diffuse dall'Istat, nel primo trimestre del 2022 il prodotto è lievemente diminuito (-0,2 per cento sul periodo precedente), risentendo della rapida diffusione della variante Omicron del coronavirus, dei rincari delle

Figura 6.1



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 la cui produzione risulta in crescita rispetto all'anno precedente. - (2) Scala di destra.

materie prime energetiche, delle difficoltà di approvvigionamento di beni intermedi e dell'accresciuta incertezza connessa con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. La produzione industriale è tornata a contrarsi nella media del primo trimestre, pur restando, a differenza degli altri principali paesi dell'area dell'euro, al di sopra dei livelli precedenti la crisi sanitaria. Il clima di fiducia delle imprese della manifattura così come gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) sono peggiorati soprattutto nella componente dei nuovi ordinativi, prefigurando una dinamica modesta dell'attività in primavera e all'inizio dell'estate. Gli indici PMI sui tempi di consegna continuano a segnalare difficoltà di approvvigionamento di beni intermedi. Il marcato rialzo delle aspettative di crescita dei prezzi al consumo da parte delle imprese (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*) potrebbe influenzare negativamente le loro decisioni di investimento e di occupazione e modificarne le scelte di finanziamento<sup>1</sup>.

Secondo le indicazioni tratte dall'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), condotta dalle Filiali della Banca d'Italia tra febbraio e maggio di quest'anno, nonostante il numero contenuto di imprese che hanno relazioni commerciali con Russia, Bielorussia e Ucraina (circa il 17 per cento), il 55 per cento delle aziende si attende che il conflitto determinerà ripercussioni negative sulla propria attività nell'anno in corso, principalmente per effetto dell'inasprimento dei costi energetici, delle difficoltà di approvvigionamento dei beni intermedi e della riduzione della domanda proveniente per via diretta o indiretta dai mercati coinvolti nel conflitto.

*I problemi di approvvigionamento delle imprese.* – Secondo il *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Sondtel) della Banca d'Italia, condotto tra settembre e ottobre dello scorso anno su un campione di imprese con almeno 20 addetti, circa il 60 per cento delle aziende operanti nell'industria in senso stretto e il 20 per cento di quelle dei servizi hanno avuto problemi di approvvigionamento di input produttivi nei primi nove mesi del 2021. Tra le imprese che hanno incontrato difficoltà, oltre l'80 per cento ha segnalato un significativo aumento del prezzo dei beni intermedi e circa il 70 ne ha indicato qualche indisponibilità; oltre due terzi hanno lamentato un allungamento dei tempi di consegna da parte dei fornitori o ritardi causati da problemi nei trasporti e nella logistica. In risposta a queste difficoltà, il 16 per cento delle imprese aveva avviato una riorganizzazione della propria rete di fornitori.

Secondo l'indagine Invind svolta nel 2022, i problemi di approvvigionamento di materie prime e di input intermedi proseguirebbero per tutto l'anno. Nel comparto dei servizi la quota di imprese che segnala difficoltà è salita considerevolmente, portandosi su livelli paragonabili a quelli dell'industria. Tra le aziende che prevedono che il conflitto in Ucraina avrà effetti negativi sulla propria attività, circa il 20 per cento individua quale causa principale l'approvvigionamento delle materie prime.

<sup>1</sup> Su questi temi, cfr. O. Coibion, Y. Gorodnichenko e T. Ropele, *Inflation expectations and firm decisions: new causal evidence*, "The Quarterly Journal of Economics", 135, 1, 2020, pp. 165-219; O. Coibion, Y. Gorodnichenko e T. Ropele, *Inflation expectations and corporate borrowing decisions: new causal evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione; A. Rosolia, *Does information about current inflation affect expectations and decisions? Another look at Italian firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1353, 2021.

In seguito al protrarsi delle difficoltà è fortemente aumentata la quota di imprese che prefigura un adeguamento della rete dei propri fornitori nel biennio 2022-23: il 60 per cento delle aziende ha espresso l'intenzione di accrescerne il numero e il 26 per cento ha dichiarato di volere sostituire quelli esteri con fornitori italiani o localizzati in paesi più vicini (cfr. il riquadro: *Problemi di approvvigionamento e catene globali del valore* del capitolo 10).

*Il rincaro dei beni energetici.* – Secondo i dati dell'Eurostat i prezzi dell'elettricità e del gas pagati dalle imprese sono cresciuti in media rispettivamente del 35 e del 63 per cento fra il primo e il secondo semestre del 2021. Gli aumenti più consistenti si sono registrati nelle classi di consumo più alte, che tuttavia pagavano tariffe relativamente più contenute. Il Governo è intervenuto con diversi provvedimenti temporanei per limitare le ricadute sull'attività imprenditoriale (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). Questi interventi, inizialmente rivolti alle aziende con minori consumi, sono stati progressivamente estesi a tutto il settore produttivo<sup>2</sup>.

Stando all'ultima indagine Invind, circa la metà delle imprese industriali con almeno 50 addetti incluse nel campione si era tutelata con misure di protezione, totale o parziale, contro i rincari dei beni energetici già all'inizio del 2021, mediante la stipula di contratti di fornitura a prezzo fisso, derivati o altri strumenti. Inoltre circa il 40 per cento delle aziende ha indicato di aver autoprodotta, soprattutto attraverso il ricorso a fonti rinnovabili, una parte cospicua (in media il 30 per cento) dei propri consumi di energia elettrica.

*La redditività.* – Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel 2021 il margine operativo lordo (MOL) delle imprese è tornato a crescere, sospinto dalla ripresa dell'attività economica (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

Secondo l'indagine Invind, il miglioramento dei risultati economici è stato diffuso a tutti i settori, ma più marcato tra le aziende del tessile e dell'alloggio e ristorazione, che avevano risentito di più della crisi pandemica; è stato invece meno intenso tra le aziende di maggiore dimensione.

*La demografia di impresa.* – Il tasso di natalità netta delle imprese è salito all'1,7 per cento (circa 86.000 aziende in più), oltre quattro volte quello eccezionalmente contenuto del 2020. Questo andamento ha riflesso sia il significativo incremento del numero di nuove imprese, quasi tornato sui valori medi del triennio precedente la pandemia, sia le minori uscite dal mercato, scese al minimo degli ultimi dieci anni e divenute inferiori di oltre il 20 per cento rispetto ai livelli prevalenti prima della crisi sanitaria. Secondo elaborazioni su dati Infocamere, le cessazioni di attività sono state particolarmente contenute nei settori che hanno beneficiato

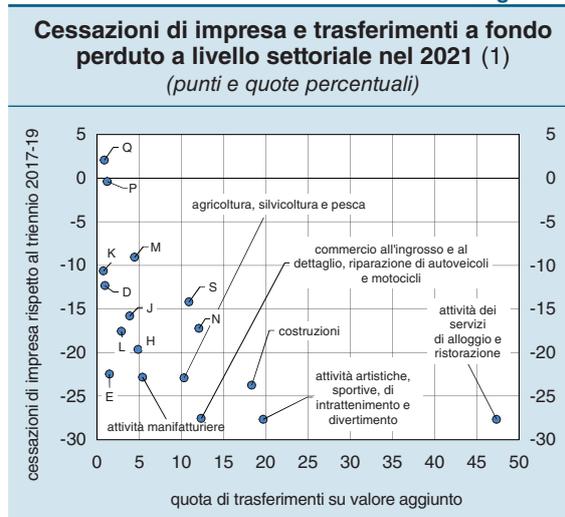
<sup>2</sup> Per maggiori dettagli, cfr. *Disegno di legge C. 3496, conversione in legge del Decreto legge 1° marzo 2022 n. 17, recante misure urgenti per il contenimento dei costi dell'energia elettrica e del gas naturale, per lo sviluppo delle energie rinnovabili e per il rilancio delle politiche industriali*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 8<sup>a</sup> (Ambiente, territorio e lavori pubblici) e 10<sup>a</sup> (Attività produttive, commercio e turismo), Camera dei deputati, Roma, 15 marzo 2022.

maggiormente dei trasferimenti a fondo perduto previsti dal Governo a seguito della pandemia (fig. 6.2).

### Gli investimenti

Nel 2021 l'accumulazione lorda di capitale è aumentata del 17,0 per cento (tav. 6.1), superando del 6,4 per cento il livello del 2019. Gli investimenti in costruzioni sono cresciuti a un ritmo elevato, sospinti sia dalla componente abitativa sia da quella non residenziale. Sono aumentati in misura rilevante anche gli acquisti di beni strumentali, sebbene la flessione di circa il 27 per cento nel 2020 della componente mezzi di trasporto sia stata recuperata solo in parte. La quota degli investimenti sul PIL è salita al 19,6 per cento, ancora 2 punti percentuali sotto il valore del 2007, prima della crisi finanziaria globale.

Figura 6.2



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: natalità e mortalità di impresa*.

(1) I settori sono definiti a livello di sezione Ateco (D: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata; E: fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento; J: servizi di informazione e comunicazione; H: trasporto e magazzinaggio; K: attività finanziarie e assicurative; L: attività immobiliari; M: attività professionali, scientifiche e tecniche; N: noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese; P: istruzione; Q: sanità e assistenza sociale; S: altre attività di servizi). Le cessazioni sono calcolate al netto di quelle di ufficio. Sull'asse delle ordinate si riporta, per ciascun settore, la differenza in punti percentuali tra le cessazioni nel 2021 e la media del triennio 2017-19; sull'asse delle ascisse si riporta la quota di trasferimenti a fondo perduto erogati nel 2021 sul valore aggiunto del settore nel 2019 secondo i dati di contabilità nazionale.

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia (valori concatenati; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2021 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2019	2020	2021	2007	2021
Costruzioni	47,6	2,4	-6,7	22,3	11,4	9,3
Abitazioni (2)	24,4	-0,8	-7,4	25,9	5,7	4,8
Altre costruzioni (2)	23,2	5,9	-6,0	18,7	5,7	4,5
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	36,2	-0,8	-14,9	17,9	7,6	7,1
di cui: mezzi di trasporto	5,9	5,3	-26,6	10,2	1,5	1,2
Prodotti di proprietà intellettuale	16,2	2,6	-2,3	2,3	2,5	3,2
<b>Totale investimenti fissi lordi</b>	<b>100,0</b>	<b>1,2</b>	<b>-9,1</b>	<b>17,0</b>	<b>21,6</b>	<b>19,6</b>
Totale escluse le abitazioni	—	1,8	-9,6	14,4	15,9	14,8
Totale escluse le costruzioni	—	0,3	-11,0	12,6	10,1	10,3

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

(1) Quantità ai prezzi dell'anno precedente. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti. — (2) Inclusi i costi per trasferimento di proprietà, che rappresentavano complessivamente il 10,5 per cento degli investimenti fissi lordi in costruzioni nel 2021.

La rilevazione condotta dalla Banca d'Italia su un campione di circa 580 imprese edili conferma per lo scorso anno un'accelerazione della realizzazione di opere pubbliche; secondo le attese formulate dalle aziende intervistate, la produzione diminuirebbe nel 2022.

*Gli investimenti nell'indagine Invind.* – Secondo l'indagine Invind l'espansione degli investimenti nel 2021 ha interessato sia la manifattura sia il settore dei servizi ed è stata in entrambi i comparti più accentuata fra le imprese con meno di 50 addetti (tav. 6.2). In media la spesa effettiva è risultata sostanzialmente in linea con i piani precedentemente formulati.

**Tavola 6.2**

<b>Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1)</b> (variazioni percentuali a prezzi 2021, 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
<b>Industria in senso stretto</b>									
Consuntivo per il 2021	10,1	17,9	12,0	7,6	7,2	10,2	10,1	7,0	14,9
Tasso di realizzo (4)	101,9	120,0	102,5	98,4	97,5	100,0	104,1	99,2	105,8
Programmi per il 2022	0,4	-10,1	-4,9	7,3	4,9	-1,1	2,3	-1,4	1,4
<i>di cui: manifattura</i>									
consuntivo per il 2021	9,1	21,2	11,5	4,9	1,9	9,4	8,9	2,0	16,3
tasso di realizzo (4)	102,2	125,2	103,5	97,6	93,2	98,6	105,0	98,7	105,4
programmi per il 2022	-1,1	-9,2	-5,0	4,8	5,3	-2,7	0,3	-7,8	2,1
<b>Servizi (5)</b>									
Consuntivo per il 2021	4,2	10,8	4,1	6,3	1,0	....	....	-1,0	9,5
Tasso di realizzo (4)	99,3	107,5	106	103,3	92,6	....	....	94,5	103,7
Programmi per il 2022	8,3	7,2	9,1	-2,2	11,9	....	....	3,8	11,2
<b>Totale</b>									
Consuntivo per il 2021	7,2	14,1	8,7	6,9	4,0	....	....	3,4	11,9
Programmi per il 2022	4,3	-0,2	1,0	2,8	8,4	....	....	1,3	6,2

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 dei dati 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 dell'indicatore considerato, calcolato separatamente per industria e servizi. Per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo il valore mediano è calcolato sul 2021; per i programmi è calcolato sul 2022. – (3) Dati disponibili per le sole imprese industriali. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine Invind dello scorso anno) per il 2021. – (5) Servizi privati non finanziari.

Per il 2022 le attese delle aziende prefigurano nel complesso un indebolimento della dinamica della spesa per investimenti: l'accumulazione di capitale segnerebbe una flessione nella manifattura, soprattutto fra le imprese piccole e medie, mentre accelererebbe nel comparto dei servizi.

### **L'innovazione e la produttività**

*L'innovazione.* – Nel 2021 gli investimenti lordi in prodotti della proprietà intellettuale sono cresciuti del 2,3 per cento, meno che in Spagna e in Francia (5,5 e 8,2 per cento, rispettivamente), ma più che in Germania (0,7 per cento), dove tuttavia

erano aumentati anche nel 2020. L'emergenza sanitaria ha influito sulla composizione di questa spesa: rispetto agli investimenti in ricerca e sviluppo, che hanno una connessione più diretta con l'attività innovativa delle imprese, durante la pandemia è aumentato il peso degli acquisti di software e basi di dati. Questi investimenti sono cresciuti nel 2021 a un ritmo superiore a quello medio del triennio 2017-19 (3,0 per cento, contro 1,9), mentre la spesa per ricerca e sviluppo ha decelerato (1,5 per cento, contro 3,1).

Secondo i dati dell'Ufficio europeo dei brevetti (European Patent Office, EPO) nel 2021 le domande di brevetto da parte dei richiedenti italiani sono aumentate del 6,5 per cento (3,4 nel 2020), a fronte di una crescita di quelle complessivamente depositate all'EPO del 4,5 per cento. All'espansione hanno contribuito soprattutto le richieste provenienti dal settore dell'ingegneria meccanica, che costituisce per l'Italia uno dei principali comparti di specializzazione relativa: è riconducibile ad esso circa il 39 per cento delle domande di brevetto presentate da richiedenti italiani fra il 2012 e il 2021, contro una media del 22 per cento tra tutti i paesi. Nel 2021 è stata rilevante anche la crescita nei settori degli strumenti di misura e delle attrezzature mediche (26,3 e 16,4 per cento, rispettivamente), che non sono comparti di specializzazione relativa dell'Italia.

*La transizione digitale.* – In base all'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI) elaborato dalla Commissione europea, nel 2021 l'Italia si collocava al ventesimo posto tra i 27 membri della UE. I progressi nella transizione digitale delle imprese sono stati notevoli per il diffuso utilizzo della fatturazione elettronica (soprattutto per effetto degli obblighi di legge, il 95 per cento delle imprese italiane ha usato questo strumento, la quota maggiore tra tutti i paesi europei), per l'ampliamento del ricorso a tecnologie cloud, oltre che per l'elevata quota di piccole e medie imprese che hanno adottato almeno un terzo delle tecnologie digitali incluse nel calcolo dell'indice<sup>3</sup>. Permangono tuttavia aree di arretratezza, legate allo scarso sfruttamento dei big data e dell'intelligenza artificiale e al modesto utilizzo del commercio elettronico.

Nel periodo precedente la pandemia l'adozione di tecnologie digitali – in particolare di software gestionali e di tecnologie abilitanti (connessione a internet mediante fibra, sicurezza informatica e internet in mobilità) – è stata più diffusa tra le imprese i cui amministratori avevano almeno la laurea (a parità di area geografica, settore e altre caratteristiche di impresa)<sup>4</sup>. Inoltre i rendimenti delle tecnologie digitali adottate aumentano con il livello di istruzione della dirigenza, evidenziando la complementarità tra capitale umano e innovazione. In prospettiva i bassi livelli di istruzione di imprenditori e amministratori, soprattutto nelle regioni del Mezzogiorno<sup>5</sup> (cfr. il capitolo 15: *L'economia del Mezzogiorno*), potrebbero rappresentare un freno alla trasformazione digitale del sistema produttivo.

<sup>3</sup> Per una lista degli indicatori presi in considerazione, cfr. Commissione europea, *Digital economy and society index (DESI) 2021. Integration of digital technology*, 2021.

<sup>4</sup> F. Calvino, S. De Santis, I. Desnoyers-James, S. Formai, I. Goretti, S. Lombardi, F. Manaresi e G. Perani, *Closing the Italian digital gap. The role of skills, intangibles and policies*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 126, 2022.

<sup>5</sup> A. Baltrunaite, S. Formai, A. Linarello e S. Mocetti, *Ownership, governance, management and firm performance: evidence from Italian firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 678, 2022.

*La transizione ecologica.* – Secondo il Green Deal europeo<sup>6</sup>, entro il 2030 i paesi dell'Unione europea dovranno complessivamente ridurre del 55 per cento le emissioni nette di gas a effetto serra rispetto al livello del 1990, e dovranno azzerarle entro il 2050. Il Sistema per lo scambio delle quote di emissione della UE (*European Union emissions trading system*, EU ETS), introdotto nel 2005 per limitare le emissioni nei paesi aderenti<sup>7</sup>, rappresenta uno dei principali strumenti per il raggiungimento di questi obiettivi<sup>8</sup>.

Il sistema EU ETS si applica agli impianti di maggiore dimensione del settore della produzione energetica e dei comparti industriali a maggiore intensità di energia (ad esempio petrolchimica, siderurgia, alluminio, cemento e ceramica)<sup>9</sup>. Secondo le elaborazioni dell'ISPRA in Italia gli impianti soggetti allo EU ETS (poco meno di 1.000 nel 2020) hanno contribuito per circa il 37 per cento alle emissioni totali di gas a effetto serra nella media del periodo 2005-2020<sup>10</sup>.

La distribuzione delle emissioni tra i singoli impianti risultava molto concentrata: il 5 e il 25 per cento di quelli più inquinanti erano responsabili rispettivamente di quasi il 60 e il 90 per cento delle emissioni complessive. Secondo l'evidenza empirica disponibile, nel complesso dei paesi aderenti, il sistema EU ETS è stato efficace nel ridurre le emissioni<sup>11</sup>. In Italia tra il 2005 e il 2021 il loro volume è sceso del 42,1 per cento, in linea con quanto osservato in Francia (-43,9 per cento) e in misura più intensa che in Germania (-25,3).

Gli interventi previsti dal PNRR, vincolati al principio di non creare danni significativi in ambito ambientale (*do no significant harm*, DNSH), unitamente agli incentivi connessi con il forte rialzo dei prezzi dei beni energetici e dei certificati di emissione, dovrebbero fornire un impulso ulteriore alla transizione: secondo

<sup>6</sup> Con il Green Deal la Commissione europea ha stabilito la strategia con la quale l'Europa si impegna a raggiungere la neutralità climatica entro il 2050; cfr. Commissione europea, *Il Green Deal europeo*, COM(2019) 640 final, 12 dicembre 2019, recepita dal regolamento UE/1119/2021. Alla comunicazione di avvio del Green Deal sono seguite diverse iniziative volte a favorire la transizione verde e il raggiungimento degli obiettivi: i principi del Green Deal sono stati integrati nel programma a sostegno della ripresa dopo la pandemia *Next Generation EU*; più recentemente, il pacchetto *Fit for 55* ha proposto una serie di modifiche della legislazione europea – attualmente in discussione presso il Consiglio europeo – per adattarla agli obiettivi climatici da conseguire entro il 2030; cfr. Commissione europea, *“Pronti per il 55%”: realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica*, COM(2021) 550 final, 14 luglio 2021.

<sup>7</sup> Paesi della UE più Islanda, Liechtenstein e Norvegia.

<sup>8</sup> Il funzionamento del sistema EU ETS prevede la fissazione di un tetto complessivo alle emissioni di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), ossido di diazoto (N<sub>2</sub>O) e perfluorocarburi, cui corrisponde un ammontare di permessi di emissione in circolazione. Ogni anno gli impianti soggetti al sistema devono procurarsi una quantità di permessi sufficiente a coprire le proprie emissioni; i certificati possono essere acquistati in asta o sul mercato secondario e il prezzo è determinato dall'equilibrio fra domanda e offerta. La progressiva riduzione del tetto complessivo alle emissioni assicura il calo delle stesse, in linea con gli obiettivi europei di politica ambientale.

<sup>9</sup> È soggetto al sistema EU ETS anche il settore dell'aviazione commerciale, per i voli all'interno dello Spazio economico europeo.

<sup>10</sup> Per maggiori dettagli, cfr. Istituto superiore per la protezione e la ricerca ambientale (ISPRA) e Sistema nazionale per la protezione dell'ambiente (SNPA), rapporto a cura di A. Caputo, *Emissions trading scheme in Italy and in the biggest European countries. Emissions and allowances*, ISPRA, Rapporti, 352, 2021.

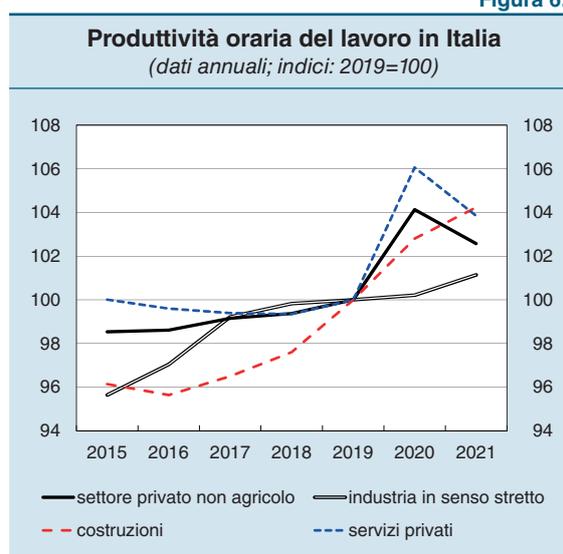
<sup>11</sup> Per maggiori informazioni, cfr. P. Bayer e M. Aklin, *The European Union emissions trading system reduced CO<sub>2</sub> emissions despite low prices*, “PNAS”, 117, 16, 2020, pp. 8804-8812; R. Martin, M. Muùls e U.J. Wagner, *The impact of the European Union Emissions Trading Scheme on regulated firms: what is the evidence after ten years?*, “Review of Environmental Economics and Policy”, 10, 1, 2020, pp. 129-148.

l'indagine Invind, qualora i prezzi dei beni energetici dovessero rimanere sui livelli attuali fino alla fine dell'anno, circa un'impresa su tre farebbe maggiore ricorso a fonti alternative o all'autoproduzione di energia (anche attraverso nuovi investimenti).

*La produttività.* – Nel settore privato non agricolo la produttività oraria del lavoro, sebbene in diminuzione rispetto all'anno precedente, è rimasta su livelli superiori a quelli prevalenti nel periodo pre-pandemico.

L'eterogeneità dei tassi di recupero del valore aggiunto e dell'input di lavoro (cfr. il riquadro: *La riallocazione delle risorse durante la pandemia*) si è riflessa in dinamiche diverse fra comparti: mentre nei servizi la produttività oraria è diminuita rispetto al 2020, nell'industria essa è ulteriormente aumentata (fig. 6.3). Nelle costruzioni è proseguita la crescita in atto dal 2016, che ha consentito il recupero di livelli che non si registravano dal 2009.

Figura 6.3



Fonte: Istat, Conti economici nazionali.

## LA RIALLOCAZIONE DELLE RISORSE DURANTE LA PANDEMIA

Il complesso delle posizioni lavorative nette create dalle imprese nuove o in espansione e di quelle distrutte dalle imprese che hanno cessato o ridimensionato la propria attività è generalmente molto più elevato rispetto alla variazione nello stesso periodo del numero delle posizioni dell'intero settore produttivo. La differenza misura quanti posti di lavoro vengono creati e distrutti in più di quelli che sarebbero strettamente necessari per soddisfare l'aumento o la diminuzione desiderati dell'input aggregato di lavoro. Questa differenza, nota come "riallocazione eccedente", è un indicatore del dinamismo di un sistema economico: un suo aumento, specie dopo periodi di crisi, può essere rivelatore della capacità di un'economia di riorganizzarsi e di indirizzare verso altri impieghi le risorse umane non più occupate dalle imprese che si trovano in difficoltà o che sono già uscite dal mercato<sup>1</sup>.

Tra il 2017 e il 2019, nel complesso del settore privato non agricolo le imprese hanno creato in media 1,7 milioni di posizioni di lavoro dipendente ogni anno

<sup>1</sup> La creazione o distruzione netta di posizioni lavorative considera la dinamica dell'occupazione in un'impresa in un dato periodo e non prende in esame la mobilità dei lavoratori quando questa non comporti una variazione dei livelli di occupazione dell'impresa (ad es. un'uscita per pensionamento compensata da una nuova assunzione). L'analisi qui riassunta è frutto di una collaborazione con la Direzione centrale Studi e ricerche dell'INPS; cfr. L. Citino, E. Di Porto, A. Linarello, F. Lotti, A. Petrella ed E. Sette, *Creazione, distruzione e riallocazione del lavoro nelle imprese italiane: un'analisi basata sui dati amministrativi INPS 1984-2021*, INPS, Studi e analisi, di prossima pubblicazione.

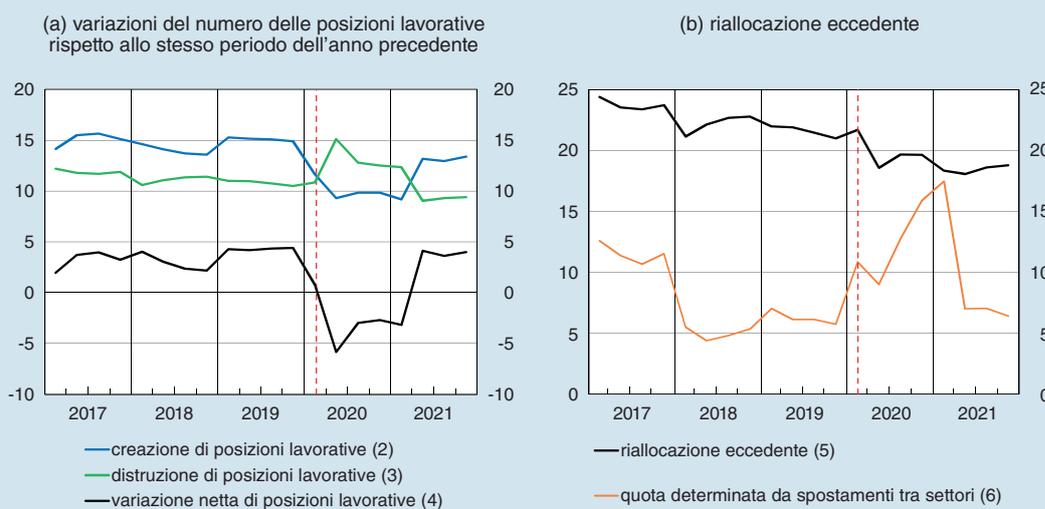
(il 14,7 per cento delle posizioni esistenti; figura A, pannello a) e ne hanno distrutte 1,3 milioni (l'11,3 per cento), con un incremento netto delle posizioni lavorative del 3,4 per cento all'anno. Questa crescita dell'occupazione ha interessato abbastanza diffusamente il sistema produttivo, riducendo la necessità di una ricollocazione della forza lavoro tra un'impresa e l'altra, e la ricollocazione eccedente è diminuita di circa 1,2 punti percentuali all'anno (figura A, pannello b).

Durante la pandemia di Covid-19, la creazione di posti di lavoro è drasticamente scesa nel 2020, in seguito alla sospensione di alcune attività e al calo della domanda, e ha recuperato parzialmente nel 2021. La distruzione di posizioni lavorative è invece nettamente cresciuta nei primi mesi della pandemia, soprattutto per il mancato rinnovo di contratti a tempo determinato, e si è poi ridotta fino a collocarsi su livelli leggermente più bassi di quelli del 2019, anche per effetto del blocco dei licenziamenti e del ricorso alla CIG di emergenza con causale Covid-19 (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro nella Relazione annuale sul 2020*)<sup>2</sup>.

**Figura A**

**Indicatori di riallocazione delle risorse (1)**

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati INPS sull'universo delle imprese del settore privato non agricolo con almeno un dipendente; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: indicatori di riallocazione delle risorse*.

(1) La linea verticale tratteggiata è posta in corrispondenza del 21 febbraio 2020, data del primo caso di Covid-19 accertato in Italia. – (2) Numero di posizioni lavorative generate dalle imprese nuove o in espansione tra il trimestre indicato e lo stesso trimestre dell'anno precedente, in rapporto al numero medio di dipendenti nei due periodi. – (3) Numero di posizioni lavorative perse dalle imprese uscite dal mercato o in contrazione tra il trimestre indicato e lo stesso trimestre dell'anno precedente, in rapporto al numero medio di dipendenti nei due periodi. – (4) Differenza tra il numero di posizioni create e quello delle posizioni distrutte tra il trimestre indicato e lo stesso trimestre dell'anno precedente, in rapporto al numero medio di dipendenti nei due periodi. – (5) Somma del numero di posizioni create e di quello delle posizioni distrutte tra il trimestre indicato e lo stesso trimestre dell'anno precedente al netto del valore assoluto della loro differenza, in rapporto al numero medio di dipendenti nei due periodi. – (6) Quota della riallocazione eccedente determinata dagli spostamenti di posizioni lavorative tra settori Ateco 2007 a quattro cifre.

A causa della forte contrazione dell'attività e del rallentamento delle dinamiche di entrata e uscita di imprese dal mercato, la riallocazione eccedente ha subito un ulteriore calo nella fase più acuta della crisi pandemica; ha mostrato scarsi segnali

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli sulle dinamiche recenti nel mercato del lavoro, cfr. Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, maggio 2022.

di recupero anche nei trimestri caratterizzati da una più vigorosa ripresa economica, mantenendosi sul trend discendente in atto dal 2017. Questi andamenti contrastano sia con quanto avvenuto nel 2009 in concomitanza con la crisi finanziaria globale, quando la riallocazione eccedente era notevolmente cresciuta<sup>3</sup>, sia con le dinamiche registrate nei paesi che hanno adottato misure di sostegno meno orientate alla protezione delle posizioni di lavoro esistenti, come il Regno Unito e soprattutto gli Stati Uniti, dove l'indicatore è sensibilmente aumentato negli ultimi due anni<sup>4</sup>.

Nonostante il calo complessivo della riallocazione eccedente, nella fase più acuta della crisi la quota determinata da variazioni nella composizione settoriale delle posizioni lavorative è rapidamente cresciuta (figura A, pannello b), come conseguenza di andamenti dell'attività fortemente divergenti tra comparti; è successivamente diminuita, dal secondo trimestre del 2021, in concomitanza con il diffondersi della ripresa.

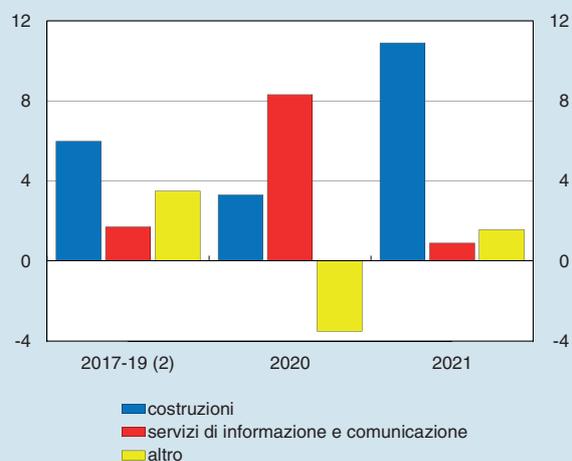
La ricomposizione settoriale delle posizioni lavorative è stata guidata da alcuni settori, secondo le dinamiche specifiche di questi ultimi. Le imprese dei servizi di informazione e comunicazione, che sono caratterizzate da un'elevata intensità digitale e che hanno beneficiato del maggiore ricorso al lavoro da remoto, hanno assorbito posti di lavoro soprattutto nel 2020 (figura B). Il comparto delle costruzioni, tradizionalmente a bassa produttività e già in espansione, ha continuato a creare posti di lavoro anche nella fase più acuta della crisi; nel 2021 lo ha fatto con un'intensità ancora maggiore, anche grazie al contributo di nuove imprese. Nel complesso del biennio, la dinamica delle posizioni lavorative è stata trainata dalle aziende del comparto dell'edilizia residenziale e dei lavori specializzati, che hanno beneficiato delle misure di incentivo fiscale per la riqualificazione energetica degli edifici. La persistenza e gli effetti sulla produttività aggregata di questi andamenti andranno valutati nei prossimi anni.

<sup>3</sup> Gli anni successivi alla crisi finanziaria globale sono stati inoltre caratterizzati da un incremento del contributo dell'efficienza allocativa alla dinamica della produttività aggregata. Per maggiori dettagli, cfr. A. Linarello e A. Petrella, *Productivity and reallocation: evidence from the universe of Italian firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 353, 2016 e 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.

<sup>4</sup> Sull'argomento, cfr. L. Anayi, J.M. Barrero, N. Bloom, P. Bunn, S. Davis, J. Leather, B. Meyer, M. Oikonomou, E. Mihaylov, P. Mizen e G. Thwaites, *Labour market reallocation in the wake of Covid-19*, "VoxEU CEPR", 13 agosto 2021.

Figura B

**Variazione del numero di posizioni lavorative per settore (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati INPS.

(1) Variazioni percentuali delle posizioni lavorative registrate nella media dell'anno rispetto al periodo precedente. – (2) Variazione media nei tre anni.

Nel terziario il calo della produttività ha riguardato i settori più produttivi (servizi di informazione e comunicazione, attività finanziarie e assicurative e attività immobiliari), che avevano avuto incrementi nel 2020. I livelli di efficienza dei comparti si sono comunque mantenuti su valori superiori a quelli registrati prima della crisi legata alla pandemia. Lo scorso anno la produttività è tornata a crescere nei servizi di trasporto e magazzinaggio e di alloggio e ristorazione, dopo la forte diminuzione dell'anno precedente; è proseguita, sebbene a ritmi contenuti, la crescita nel settore del commercio per il dodicesimo anno consecutivo.

Nell'industria in senso stretto l'aumento della produttività è stato diffuso, interessando comparti che rappresentano circa i due terzi del valore aggiunto e delle ore lavorate. Nella manifattura si è collocata su livelli più alti rispetto a quelli della media del triennio 2017-19.

Alla dinamica della produttività hanno contribuito anche le innovazioni nelle modalità di svolgimento delle attività lavorative, come ad esempio il lavoro agile. Secondo la rilevazione *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19* dell'Istat, nel 2021 l'utilizzo del lavoro da remoto è complessivamente diminuito, ma non tra le imprese che hanno indicato i suoi effetti positivi sulla produttività.

## 7. LE CONDIZIONI FINANZIARIE DI FAMIGLIE E IMPRESE

Nel 2021 le condizioni finanziarie delle famiglie hanno beneficiato della crescita del reddito disponibile e dell'aumento di valore delle attività in portafoglio. È proseguita la diversificazione dei rischi attraverso l'incremento della quota di ricchezza investita in strumenti del risparmio gestito. I prestiti concessi dalle banche per l'acquisto di abitazioni hanno accelerato; il ricorso al credito al consumo è cresciuto, sebbene a tassi inferiori al periodo precedente la pandemia. In seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia il clima di fiducia delle famiglie è bruscamente peggiorato, anche con riferimento alle prospettive di accesso al credito.

Lo scorso anno la redditività delle imprese è migliorata – pur mantenendosi lievemente inferiore a quella del 2019 – e l'ampia liquidità, in ulteriore espansione, ha contribuito a limitare la necessità di ricorrere a nuovi prestiti. La crescita del debito è rimasta contenuta anche nei primi mesi del 2022, divenendo pressoché nulla per le aziende più piccole. Dopo l'avvio del conflitto in Ucraina le condizioni di offerta del credito bancario si sono inasprite, soprattutto a causa dell'elevata incertezza sulle prospettive economiche. Nei mesi a venire la redditività e le condizioni di accesso ai finanziamenti risentirebbero della maggiore spesa energetica e delle difficoltà di approvvigionamento di materie prime e prodotti intermedi.

Il totale del debito privato (famiglie e imprese) resta considerevolmente più basso della media europea e delle altre economie avanzate.

### LE FAMIGLIE

#### *La ricchezza e gli investimenti finanziari*

Secondo nostre stime, nel 2021 la ricchezza totale netta delle famiglie, ossia il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività, è cresciuta del 3 per cento, raggiungendo un importo di circa 10.449 miliardi di euro (8,7 volte il reddito disponibile). Si è ampliata soprattutto la componente finanziaria, grazie al rialzo dei prezzi dei titoli.

Le famiglie hanno continuato a orientarsi verso attività a basso rischio: sono proseguite le vendite nette di obbligazioni e di azioni, mentre sono cresciuti i depositi a vista (tav. 7.1). Gli acquisti di prodotti offerti da investitori istituzionali sono ulteriormente aumentati: gli strumenti del risparmio gestito rappresentano ora il 34 per cento della ricchezza finanziaria, un valore superiore di 12 punti percentuali a quello di dieci anni fa e ormai in linea con la media dell'area dell'euro (fig. 7.1). All'espansione di questa componente hanno contribuito in larga parte le sottoscrizioni di quote di fondi comuni e di polizze assicurative, la cui incidenza sul totale delle attività finanziarie

Tavola 7.1

<b>Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2021	Composizione percentuale		2020	2021
		2020	2021		
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Biglietti e monete	200.683	3,8	3,8	19.543	15.249
Depositi (3)	1.428.435	27,8	27,2	85.141	57.266
italiani	1.397.056	27,1	26,6	86.163	57.266
depositi a vista	974.138	18,3	18,5	89.145	71.793
altri depositi	422.919	8,9	8,0	-2.982	-14.527
esteri	31.379	0,6	0,6	-1.022	0
Titoli obbligazionari	233.220	5,3	4,4	-25.967	-23.459
italiani	164.876	3,8	3,1	-22.152	-14.805
<i>di cui:</i> pubblici	121.634	2,7	2,3	-2.302	-6.170
bancari	29.996	0,7	0,6	-18.267	-6.383
esteri	68.343	1,6	1,3	-3.815	-8.654
Quote di fondi comuni	771.061	13,8	14,7	35.974	38.301
italiani	234.979	4,6	4,5	7.586	-9.729
esteri (4)	536.082	9,3	10,2	28.388	48.030
Azioni e partecipazioni	1.251.471	22,4	23,8	-21.880	-16.373
italiane	1.146.786	20,6	21,8	-24.341	-16.867
estere	104.685	1,9	2,0	2.461	494
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.213.808	24,0	23,1	30.604	29.856
<i>di cui:</i> riserve ramo vita	886.716	17,6	16,9	24.095	20.938
Altre attività emesse dai residenti (5)	157.356	2,9	3,0	-7.440	8.087
<b>Totale attività</b>	<b>5.256.034</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>115.974</b>	<b>108.927</b>
<i>per memoria:</i> risparmio gestito (6)	1.790.515	33,9	34,1	64.562	64.867
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine (7)	46.101	4,3	4,6	-5.973	2.549
<i>di cui:</i> bancari	42.747	4,0	4,3	-4.286	2.152
Debiti a medio e a lungo termine (8)	727.711	72,9	72,7	14.292	25.313
<i>di cui:</i> bancari	620.128	62,3	61,9	14.558	19.815
Altre passività (9)	227.815	22,8	22,7	-4.798	7.180
<b>Totale passività</b>	<b>1.001.627</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>3.521</b>	<b>35.043</b>
<b>SALDO</b>	<b>4.254.407</b>			<b>112.454</b>	<b>73.884</b>

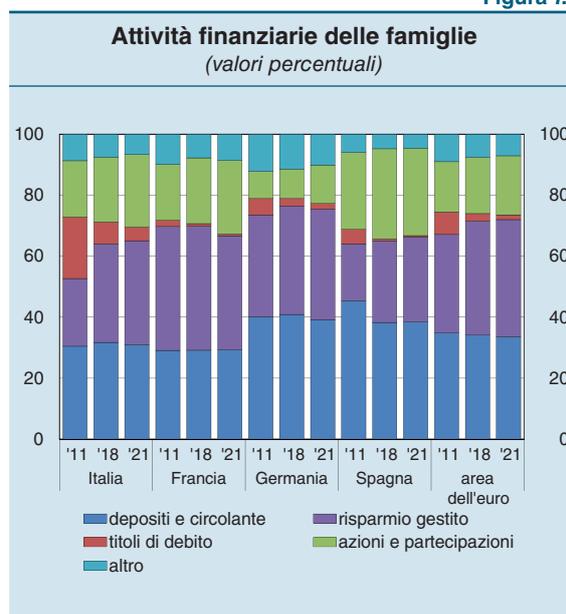
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(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. – (4) Le revisioni metodologiche introdotte dall'indirizzo BCE/2018/19 hanno inciso sui dati relativi ai fondi comuni esteri detenuti dalle famiglie. – (5) Crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (6) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, gestioni patrimoniali, fondi pensione e pensioni integrative, escluso il TFR. – (7) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (8) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e prestiti da altri residenti. – (9) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

è salita, rispettivamente, al 15 e al 17 per cento (8 e 12 per cento nel 2011); rimane invece limitata la quota di investimenti gestita dai fondi pensione (meno del 3 per cento).

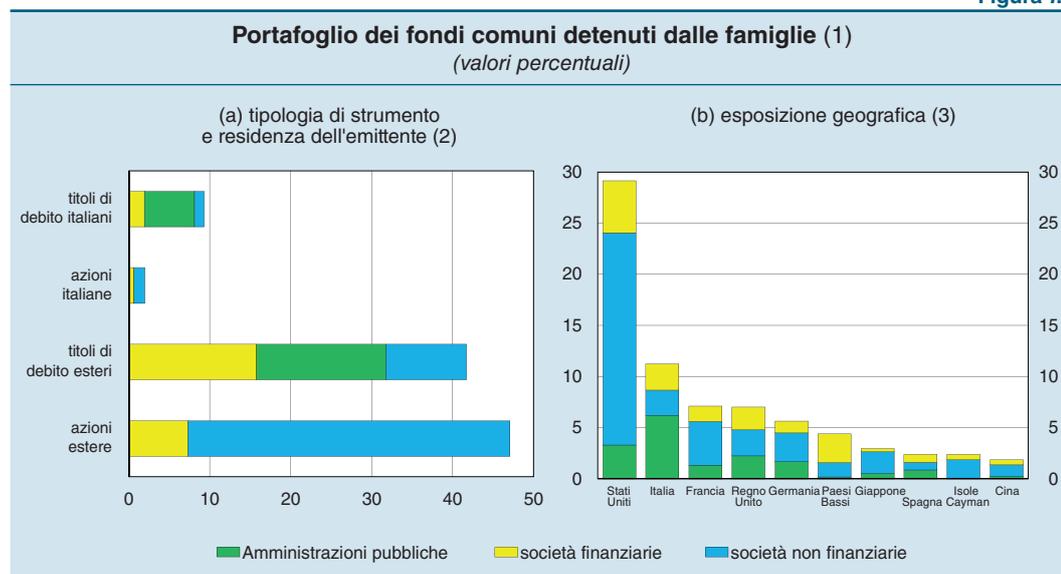
Negli ultimi anni numerosi interventi legislativi hanno incentivato la crescita delle risorse affidate dalle famiglie italiane agli investitori professionali<sup>1</sup>. Nel confronto internazionale, tuttavia, il risparmio indirizzato al sistema produttivo nazionale attraverso i fondi comuni è contenuto: secondo nostre stime<sup>2</sup>, alla fine del 2021 solo il 2,5 per cento del portafoglio dei fondi detenuti dalle famiglie era investito in titoli di società non finanziarie residenti, a fronte del 49,7 per cento

Figura 7.1



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE; con riferimento ai dati per l'Italia, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*.

Figura 7.2



Fonte: elaborazioni su dati Securities Holdings Statistics.

(1) I dati si riferiscono a dicembre 2021. – (2) La composizione del portafoglio titoli tiene conto degli investimenti effettuati attraverso i fondi di fondi; sono escluse le attività finanziarie diverse da obbligazioni e azioni. – (3) Esposizione verso i primi dieci paesi in cui risiedono gli emittenti dei titoli.

<sup>1</sup> Memoria della Banca d'Italia per la 6<sup>a</sup> Commissione permanente (Finanze), *Risoluzione Zanichelli n. 7-00748 recante iniziative volte a tutelare il risparmio privato e a favorire il suo impiego nell'economia reale*, Camera dei deputati, Roma, 25 gennaio 2022.

<sup>2</sup> Le stime sono basate sul metodo del *look-through*, che consiste nell'individuare le attività sottostanti ai prodotti del risparmio gestito (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Metodo del look-through*; cfr. inoltre 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).

destinato alla sottoscrizione di azioni e obbligazioni di aziende estere (fig. 7.2.a); ciò riflette anche la scarsa propensione di molte imprese italiane a offrire strumenti liquidi e negoziabili<sup>3</sup>. Gli investimenti dei fondi si indirizzano soprattutto verso aziende degli Stati Uniti, ma anche verso quelle francesi, tedesche e britanniche (fig. 7.2.b).

## L'indebitamento

Nel 2021 i debiti delle famiglie verso banche e società finanziarie sono cresciuti del 4,3 per cento (tav. 7.2); alla fine dell'anno essi erano pari al 64,6 per cento del reddito disponibile, un valore molto inferiore a quello di Francia (98,9 per cento) e Germania (92,1) e alla media dell'area dell'euro (98,1).

Tavola 7.2

<b>Credito alle famiglie consumatrici (1)</b> (dati di fine periodo; valori percentuali e milioni di euro)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2022 (2)
	2018	2019	2020	2021	marzo 2022	
<b>Prestiti per l'acquisto di abitazioni</b>						
Banche	2,5	2,5	2,3	5,0	5,4	402.531
<b>Credito al consumo</b>						
Banche	9,1	8,5	-0,6	1,0	1,5	111.819
Società finanziarie	4,0	8,5	3,7	9,4	9,7	40.210
<b>Totale banche e società finanziarie</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>0,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>152.029</b>
<b>Altri prestiti (3)</b>						
Banche	1,0	0,5	0,1	3,2	3,8	102.695
<b>Totale</b>						
<b>Totale banche e società finanziarie</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>657.254</b>

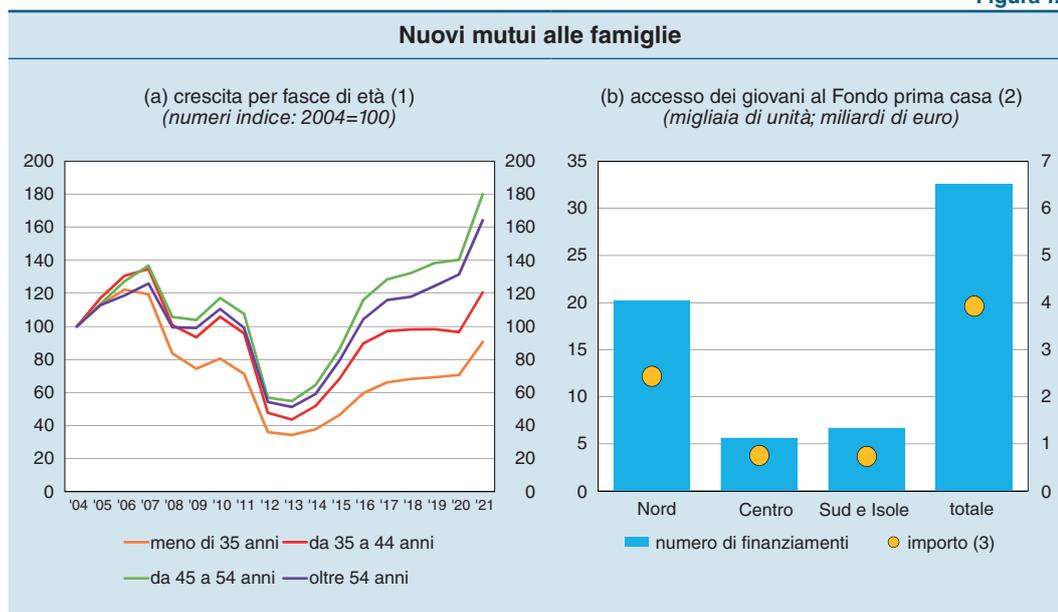
Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente 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.

L'espansione dei mutui è proseguita a ritmi sostenuti; il loro tasso di crescita è più che raddoppiato, al 5 per cento. Le nuove erogazioni sono aumentate anche per la clientela più giovane (fig. 7.3.a), che ha beneficiato del potenziamento della garanzia pubblica per l'acquisto della prima casa<sup>4</sup>: secondo i dati della Concessionaria servizi assicurativi pubblici (Consap), i finanziamenti concessi con garanzia a valere sul Fondo prima casa a richiedenti di età inferiore ai 36 anni nel 2021 sono stati complessivamente circa 32.000, per un valore di quasi 4 miliardi (2,6 nell'anno precedente; fig. 7.3.b).

<sup>3</sup> *Giornata mondiale del risparmio del 2021*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio (Acri), Roma, 21 ottobre 2021.

<sup>4</sup> Il DL 73/2020 (decreto "sostegni bis") ha innalzato da 35 a 36 anni l'età massima dei giovani che possono accedere al Fondo di garanzia mutui per la prima casa (cosiddetto Fondo prima casa), indipendentemente dal rapporto di lavoro di cui sono titolari; ha inoltre aumentato, dal 50 all'80 per cento, la copertura massima della garanzia sulla quota capitale del mutuo per i beneficiari con ISEE non superiore ai 40.000 euro annui che ottengono un mutuo superiore all'80 per cento del prezzo di acquisto dell'immobile.

Figura 7.3



Fonte: per il pannello (a), Banca d'Italia; per il pannello (b), Consap; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*.

(1) Crescita annua del numero di nuovi mutui. – (2) Dati riferiti al 2021. – (3) Scala di destra.

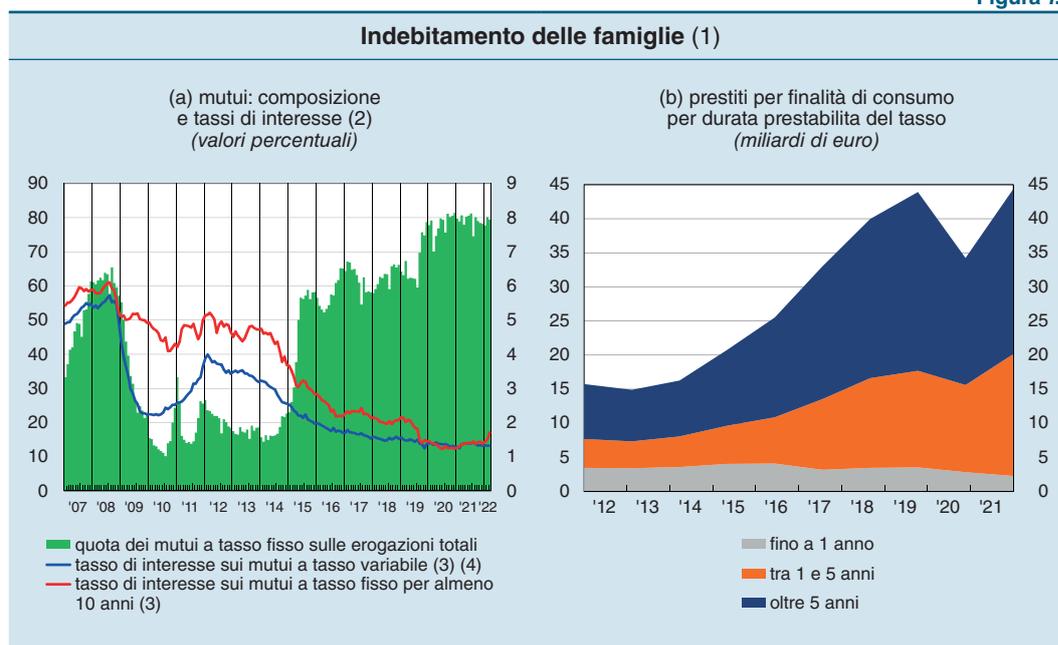
Negli scorsi anni la partecipazione al mercato del credito per l'acquisto di abitazioni si è rafforzata soprattutto tra le famiglie finanziariamente più solide: secondo i dati dell'ultima *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), tra il 2016 e il 2020 la quota dei nuclei titolari di un mutuo è passata dal 15 al 20 per cento per quelli appartenenti al quarto più elevato della distribuzione del reddito equivalente, mentre la stessa quota è rimasta stabile per le famiglie con reddito inferiore alla mediana<sup>5</sup>; ciò riflette anche una selezione prudente da parte degli intermediari che, assieme alle misure di sostegno pubblico, ha inciso positivamente sulla qualità del credito.

Le condizioni di offerta dei mutui si sono mantenute nel complesso distese. A dicembre del 2021 i tassi di interesse sulle nuove erogazioni erano in linea con quelli osservati nei principali paesi europei. Il basso differenziale di costo tra i finanziamenti a tasso fisso e quelli a tasso variabile ha continuato a favorire il ricorso ai primi (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022), che hanno raggiunto il 61 per cento delle consistenze, attenuando così per le famiglie i rischi connessi con rialzi futuri dei rendimenti di mercato (fig. 7.4.a). Nei primi mesi del 2022 il tasso di interesse applicato alle nuove operazioni di mutui a tasso fisso è aumentato, all'1,7 per cento, ma rimane contenuto nel confronto storico.

L'indebitamento per finalità di consumo è tornato a crescere dopo la quasi stagnazione registrata nel 2020, sia pure a tassi significativamente più bassi rispetto al periodo precedente lo scoppio della pandemia (3,1 per cento, a fronte dell'8,5 osservato alla fine del 2019); le famiglie hanno ottenuto prevalentemente finanziamenti con tasso predeterminato per almeno un anno (fig. 7.4.b). La dinamica è stata trainata dalla ripresa dei consumi e dal miglioramento del clima di fiducia (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2021).

<sup>5</sup> Stime preliminari (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Reddito equivalente*).

Figura 7.4



(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*. – (2) Dati riferiti alle nuove operazioni a famiglie consumatrici e produttrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Scala di destra. – (4) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

Le aspettative delle famiglie sono nettamente peggiorate in seguito all'invasione dell'Ucraina nel febbraio 2022. Quasi un terzo degli intervistati in marzo nell'ambito della rilevazione *Consumer Expectations Survey* (CES) della Banca centrale europea prevedeva un deterioramento delle condizioni di accesso al credito nei dodici mesi successivi; a fronte di una maggiore incertezza connessa con la dinamica dell'inflazione e gli sviluppi del conflitto, la quota di famiglie che dichiarava di volere effettuare acquisti di beni durevoli si era ridotta di 5 punti percentuali, al 31 per cento, rispetto alla fine del 2021.

## LE IMPRESE

### *La redditività e il saldo finanziario*

Nel 2021 la redditività è migliorata: il margine operativo lordo (MOL) è cresciuto (fig. 7.5) grazie alla ripresa del fatturato; gli oneri finanziari sono scesi su valori minimi rispetto al MOL, riflettendo il calo del costo del debito. Tre quarti degli intervistati nell'ambito dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), condotta tra febbraio e maggio di quest'anno, hanno dichiarato di avere chiuso il 2021 in utile, una quota superiore di 14 punti percentuali a quella del 2020; l'aumento è stato marcato per le imprese attive nei settori dell'alloggio e ristorazione e del tessile, più colpiti inizialmente dalle conseguenze della crisi pandemica, mentre il recupero è stato meno intenso per le aziende di grande dimensione (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Nei prossimi mesi la redditività risentirà del rialzo del costo dell'energia e delle materie prime e dell'incertezza connessa con la guerra in Ucraina. Secondo le

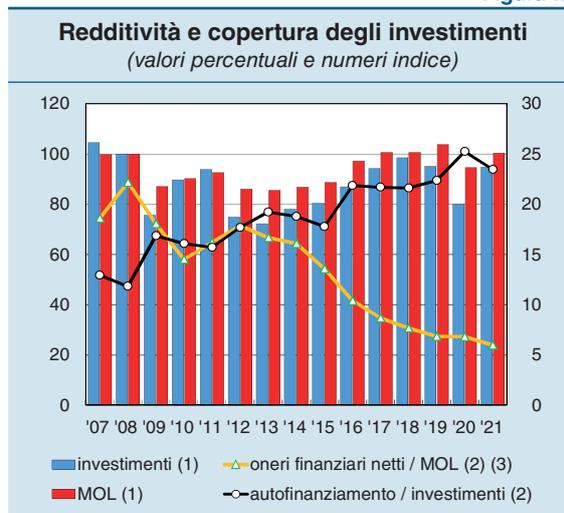
nostre indagini, circa due terzi delle imprese prefigurano costi elevati o insufficienza di input produttivi diversi dalla forza lavoro; il 27 per cento di queste aziende si attende una netta diminuzione dei margini di profitto entro la fine del 2022. In marzo gli utili previsti dagli analisti per le società quotate riferiti all'anno in corso (a esclusione dei comparti energetici e di pubblica utilità) erano scesi di circa l'8 per cento rispetto a quelli attesi alla fine del 2021 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022).

Lo scorso anno gli investimenti, in forte crescita, sono stati finanziati in larga parte con risorse interne (fig. 7.5). Il saldo finanziario, seppure in calo, è rimasto ampiamente positivo (tav. 7.3), pari all'1,8 per cento del PIL. Queste dinamiche si sono associate a un ulteriore incremento della liquidità, sebbene meno vigoroso rispetto a quello del 2020; in rapporto al PIL le attività liquide hanno raggiunto quasi il 30 per cento, il livello più elevato negli ultimi quindici anni, simile a quello della media dell'area dell'euro (fig. 7.6). Secondo l'indagine Invind, nel 2021 il 37 per cento delle aziende ha aumentato la liquidità, prevalentemente in seguito alla ripresa della redditività; un quinto ha invece ridotto le disponibilità liquide, utilizzate soprattutto per sostenere l'attività operativa.

### Le fonti di finanziamento

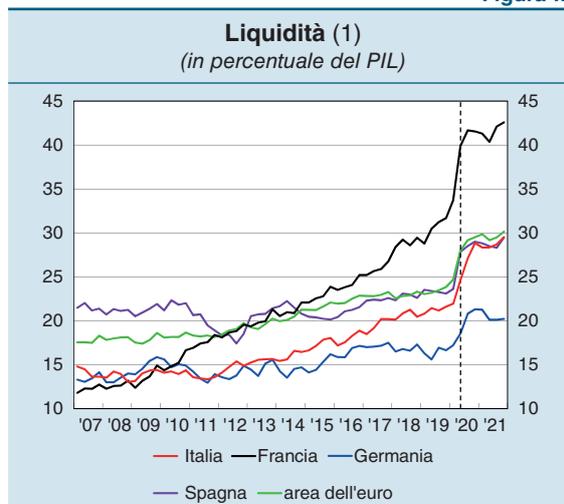
*La struttura finanziaria.* – Nel 2021 i debiti finanziari delle imprese sono cresciuti di 20 miliardi (tav. 7.3), ma la loro incidenza sul PIL è scesa al 73 per cento, un livello contenuto nel confronto con la media dell'area dell'euro (112 per cento) e con i principali paesi europei (167 in Francia e 73 in Germania). Anche la leva finanziaria, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il

Figura 7.5



Fonte: elaborazioni su dati nominali 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) Indici: 2008=100. Il MOL è deflazionato con il deflatore del valore aggiunto a prezzi base, gli investimenti con il deflatore degli investimenti; entrambi i deflatori sono riferiti al settore privato non finanziario. – (2) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stimati sulla base di dati Banca d'Italia e Istat. – (3) Scala di destra.

Figura 7.6



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE. Con riferimento ai dati per l'Italia, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. (1) La liquidità è pari alla somma dei biglietti e dei depositi. La linea verticale tratteggiata indica l'inizio della pandemia in Italia.

patrimonio netto, si è ridotta di oltre un punto percentuale, tornando al livello osservato alla fine del 2019 (37,7 per cento), per l'aumento del patrimonio legato al rialzo dei corsi azionari (fig. 7.7.a). Le aziende italiane presentano tuttavia una leva superiore, di 3,6 punti percentuali, a quella media dell'area dell'euro. Durante la pandemia il numero e l'ammontare degli incrementi di capitale di rischio versati nelle società di capitali sono stati maggiori rispetto alla media del triennio 2017-19 (cfr. il riquadro: *Gli aumenti di capitale delle imprese durante la pandemia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). Secondo l'8 per cento delle imprese intervistate nell'indagine Invind, il processo di rafforzamento patrimoniale continuerebbe anche nell'anno in corso, principalmente con l'utilizzo degli utili non distribuiti e con l'apporto di capitale da parte dei soci attuali.

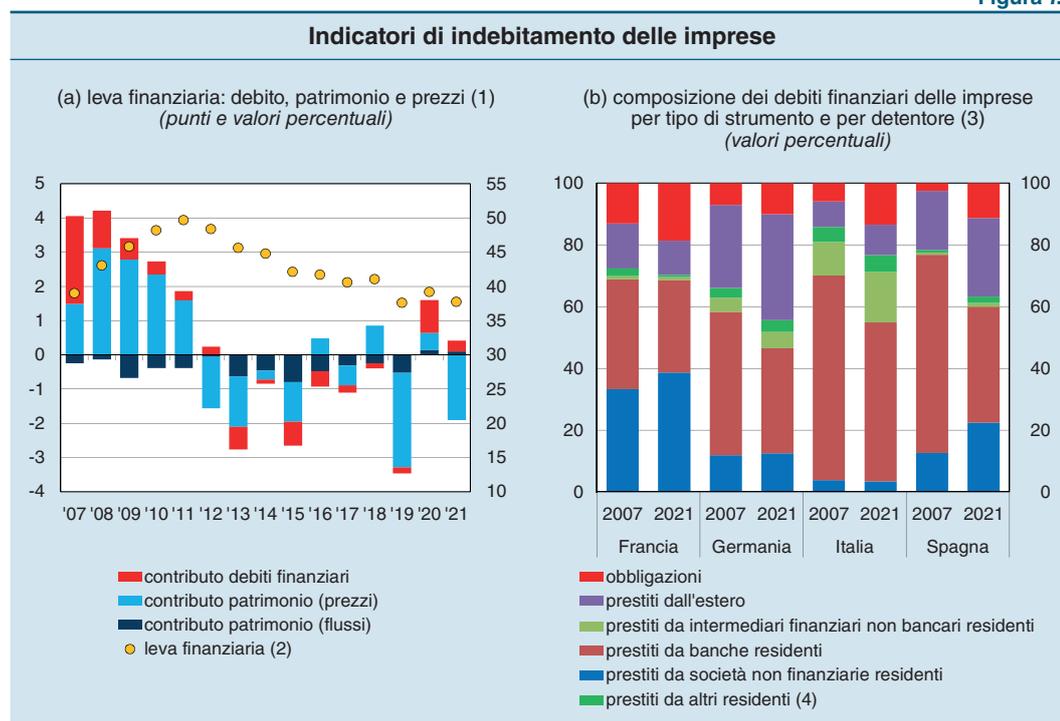
Tavola 7.3

<b>Attività e passività finanziarie delle imprese (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2021	Composizione percentuale		2020	2021
		2020	2021		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi	523.962	25,2	26,5	91.407	42.749
Titoli	55.040	3,5	2,8	8.324	-8.256
<i>di cui:</i> pubblici italiani	35.728	2,6	1,8	7.754	-9.392
Azioni e partecipazioni	723.862	37,7	36,6	813	8.747
Crediti commerciali	487.058	25,0	24,6	-81.801	11.936
Altre attività (2)	186.036	8,6	9,4	-2.353	4.258
<b>Totale attività</b>	<b>1.975.958</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>16.391</b>	<b>59.434</b>
<i>di cui:</i> sull'estero	559.979	28,7	28,3	2.078	7.327
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti finanziari	1.293.878	32,6	31,5	54.900	19.957
Prestiti bancari	663.169	17,0	16,1	43.399	645
Altri prestiti (3)	457.367	11,6	11,1	3.220	-953
Titoli	173.342	3,9	4,2	8.281	20.264
Azioni e partecipazioni	2.134.098	50,5	51,9	-11.698	-8.783
Debiti commerciali	432.283	10,8	10,5	-85.882	10.733
Altre passività (4)	251.418	6,2	6,1	17.678	6.325
<b>Totale passività</b>	<b>4.111.678</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-25.003</b>	<b>28.232</b>
<i>di cui:</i> sull'estero	784.927	18,7	19,1	-12.576	25.063
<b>SALDO</b>	<b>-2.135.720</b>			<b>41.394</b>	<b>31.202</b>

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) Fondi comuni, crediti infragruppo, riserve tecniche di assicurazione, derivati 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 e altre partite minori.

Le imprese italiane presentano una struttura finanziaria più equilibrata rispetto alla vigilia della doppia recessione (2008-13)<sup>6</sup>. Oltre alla riduzione della leva, si è ampliata la diversificazione delle fonti di finanziamento: è aumentato il peso delle emissioni obbligazionarie sul totale dei debiti finanziari a fronte di una riduzione dell'incidenza dei prestiti bancari, che rimane tuttavia elevata nel confronto internazionale (fig. 7.7.b). Le quote dei prestiti da altre imprese residenti e di quelli da finanziatori esteri si mantengono contenute; ciò riflette anche le caratteristiche del tessuto produttivo nazionale, in cui sono relativamente poche le società di grande dimensione che in genere hanno maggiore capacità di prestare ad altre aziende (in particolare all'interno di un gruppo) o di attrarre finanziamenti esteri.

Figura 7.7



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

(1) Gli istogrammi scompongono la variazione della leva nel contributo di 3 fattori: la variazione dei debiti finanziari, l'andamento del valore di mercato del patrimonio, i flussi netti di azioni e partecipazioni. Un aumento (diminuzione) del debito (patrimonio) implica un contributo positivo (negativo) alla leva; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: leva finanziaria e contributi alla sua variazione*. – (2) Scala di destra. – (3) Con riferimento ai dati per l'Italia, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. – (4) Includono i prestiti dalle Amministrazioni pubbliche e dalle famiglie.

*Il credito.* – La crescita dei prestiti erogati alle imprese da banche e società finanziarie si è nettamente ridimensionata nel 2021, dopo la forte espansione osservata nel primo anno della pandemia (tav. 7.4). Il rallentamento è principalmente riconducibile alla minore domanda di credito connessa con l'abbondante liquidità accumulata nell'ultimo biennio, anche a scopo precauzionale. Sono tuttavia molto aumentati i finanziamenti ricevuti nell'ambito del factoring, grazie all'incremento

<sup>6</sup> *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, testimonianza del Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia A. De Vincenzo, Commissione permanente 6<sup>a</sup> (Finanze), Camera dei deputati, Roma, 18 marzo 2021.

delle vendite e dei crediti commerciali. La debole dinamica complessiva dei finanziamenti è proseguita nei primi mesi dell'anno in corso. In particolare, il tasso di crescita del credito bancario è stato pressoché nullo per le imprese con meno di 20 addetti.

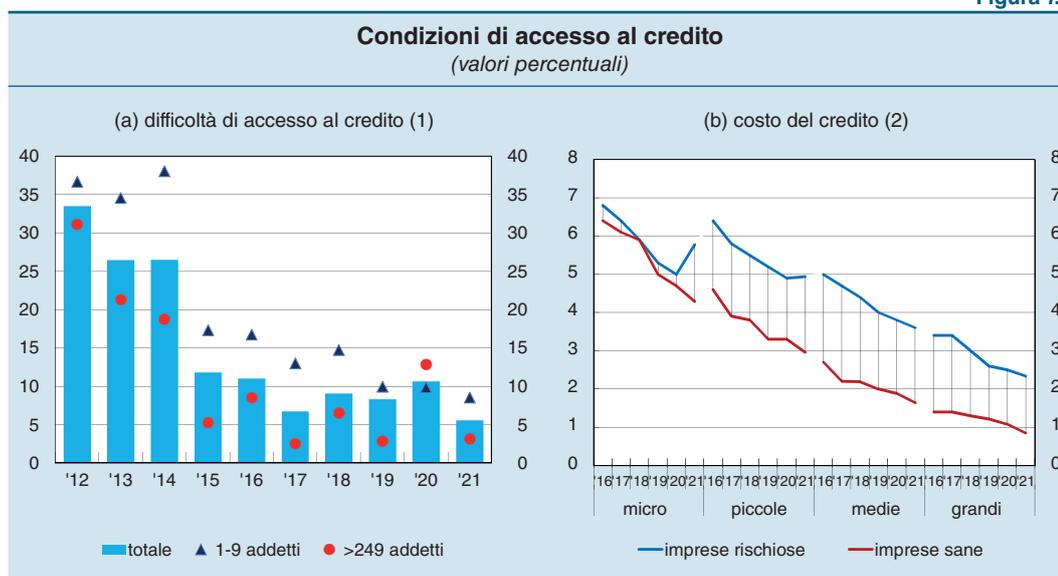
**Tavola 7.4**

<b>Credito alle imprese (1)</b> (dati di fine periodo)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione Percentuale
	2019	2020	2021	marzo 2022	marzo 2022
<b>Attività economica</b>			<b>Banche</b>		
Manifattura	-0,2	12,5	2,3	1,6	24,3
Costruzioni	-3,9	2,0	0,1	0,3	11,4
Servizi	-1,0	11,4	2,2	1,2	38,4
Attività immobiliari	-4,3	-0,2	-0,9	-1,2	9,0
Altro	-3,3	3,6	3,1	3,8	8,5
<b>Dimensione</b>					
Imprese piccole (2)	-2,3	6,8	1,1	-0,4	16,0
Imprese medio-grandi	-1,7	8,7	1,9	1,5	75,6
<b>Totale</b>	<b>-1,8</b>	<b>8,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>91,6</b>
<b>Società finanziarie</b>					
Leasing	-6,4	-2,0	-1,2	-1,8	5,1
Factoring	-4,4	-3,4	4,5	14,1	2,4
Altri finanziamenti	30,7	3,0	7,1	6,8	0,9
<b>Totale</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>8,4</b>
<b>Banche e società finanziarie</b>					
<b>Totale</b>	<b>-1,9</b>	<b>7,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>100,0</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I dati di marzo 2022 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con un numero di addetti inferiore a 20.

Sulla base dei sondaggi presso le imprese, lo scorso anno si sono attenuate le difficoltà di ottenere finanziamenti bancari. L'indagine della BCE sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to finance of enterprises, SAFE*), condotta nel secondo semestre del 2021, ha segnalato una riduzione della quota di aziende italiane che dichiarano di non avere ricevuto i prestiti richiesti, soprattutto tra quelle di grande dimensione (fig. 7.8.a). Permangono, seppure più contenuti, i maggiori ostacoli finanziari per le imprese più piccole. Gran parte di questo divario, che ha caratterizzato anche fasi di ciclo positive, è ascrivibile alla minore propensione delle banche a finanziare società più opache e relativamente più vulnerabili (cfr. il riquadro: *L'accesso al credito delle imprese di nuova costituzione*).



Fonte: elaborazioni su dati BCE (SAFE), Banca d'Italia e Cerved.

(1) Dati riferiti al 1° semestre di ciascun anno; quota di imprese che hanno dichiarato di avere ottenuto meno del 75 per cento dell'ammontare richiesto sul totale delle imprese che hanno domandato credito bancario; cfr. nelle Note metodologiche dell'Appendice la voce *Imprese: Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)*. – (2) Tassi di interesse medi sulle consistenze dei prestiti bancari; cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Imprese: suddivisione per classe dimensionale e di rischio*.

## L'ACCESSO AL CREDITO DELLE IMPRESE DI NUOVA COSTITUZIONE

Il fabbisogno finanziario delle nuove aziende (start up) nei primi anni di vita è generalmente soddisfatto da fonti interne, sebbene anche i finanziamenti esterni rivestano un ruolo rilevante. La maggiore difficoltà delle banche nel valutare le prospettive di crescita delle start up può tuttavia ostacolarne l'accesso al credito. I problemi legati alle differenze nelle informazioni disponibili alle imprese e ai loro potenziali finanziatori (asimmetrie informative) possono amplificarsi durante le fasi recessive, quando la propensione a concedere credito da parte degli intermediari tende a ridursi<sup>1</sup>.

Un recente studio esamina la struttura finanziaria e le caratteristiche che incidono sull'accesso ai finanziamenti bancari di circa 430.000 società di capitali nate tra il 2005 e il 2018<sup>2</sup>, distinguendo tre sottoperiodi: 2005-07 (espansione prima della crisi finanziaria globale), 2008-13 (doppia recessione) e 2014-18 (ripresa).

I risultati relativi all'intero periodo mostrano che la probabilità che una start up acceda al credito bancario dopo un anno dalla costituzione è più elevata per le aziende

<sup>1</sup> Dopo la crisi finanziaria globale gli intermediari hanno adottato in Italia politiche di offerta dei prestiti più selettive nei confronti delle aziende di piccola e media dimensione (cfr. il riquadro: *Il credito alle piccole imprese prima e dopo la crisi finanziaria* del capitolo 7 nella *Relazione annuale* sul 2019).

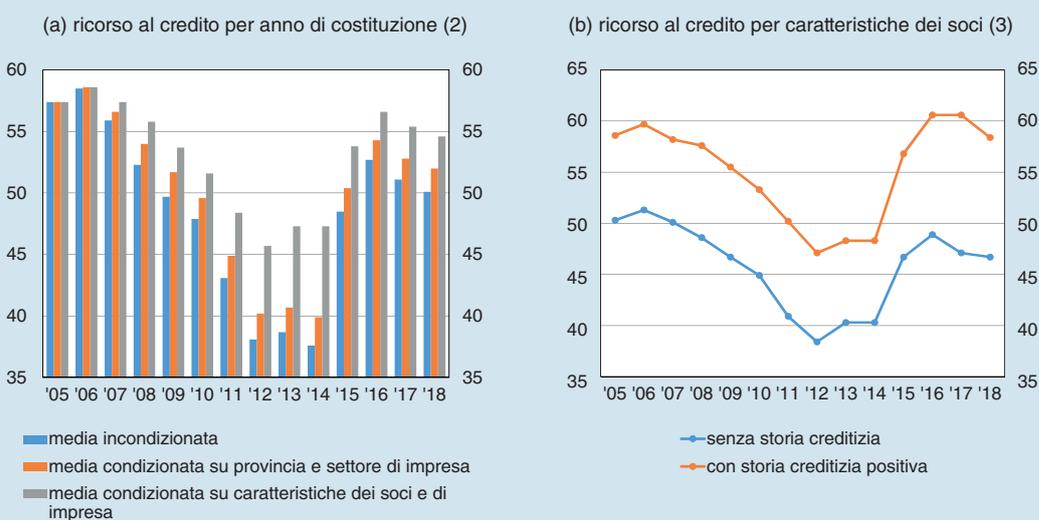
<sup>2</sup> L'analisi è basata su un campione di società di capitali con un bilancio relativo al primo anno di attività presente nell'archivio Cerved, con un fatturato e un totale dell'attivo inferiori a 10 milioni di euro. Le informazioni sulle caratteristiche dei soci sono tratte dall'archivio Centrale dei rischi e da quello Infocamere, nel quale i dati necessari per l'analisi sono attualmente disponibili fino al 2018 (cfr. E. Bonaccorsi di Patti, E. Manzoli, V. Nigro e M. Piazza, *Access to credit and new businesses: how important is credit history?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

più grandi, con un maggiore numero di soci e con proprietà interamente italiana, a parità di settore e di localizzazione geografica<sup>3</sup>. L'incidenza delle imprese indebitate è inoltre superiore tra quelle con più alta disponibilità di immobilizzazioni materiali e tra le aziende i cui soci hanno una storia creditizia positiva<sup>4</sup>, due caratteristiche che si associano a una minore intensità delle asimmetrie informative<sup>5</sup>.

Durante la doppia recessione il ricorso al credito è significativamente diminuito rispetto agli altri periodi (figura, pannello a). Dal 2014 la quota di start up che hanno ricevuto finanziamenti bancari è tornata prossima al livello antecedente la crisi finanziaria globale; coerentemente con i risultati relativi all'intero arco temporale, l'incremento è stato superiore per le imprese con una quota più rilevante di attivo immobilizzato e per quelle i cui soci avevano una storia creditizia positiva (figura, pannello b). In termini di volumi, la quota di attività finanziata dai debiti bancari è invece rimasta inferiore ai livelli precedenti la doppia recessione, riflettendo anche una maggiore prudenza delle banche.

Figura

**Quota di start up con accesso al credito bancario (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved, Centrale dei rischi, Infocamere.

(1) Quota di imprese che hanno debiti bancari in bilancio oppure credito (accordato o utilizzato) nella Centrale dei rischi. L'accesso al credito è calcolato nell'anno successivo a quello di costituzione. – (2) Le medie condizionate riportate negli istogrammi grigi sono calcolate tenendo conto, oltre che della provincia e del settore dell'impresa, anche di altre caratteristiche quali la dimensione, l'incidenza delle immobilizzazioni materiali e immateriali, la forma giuridica, l'età dei soci, il genere e la nazionalità. – (3) Valori stimati tenendo conto di diverse variabili esplicative, relative a caratteristiche sia delle imprese sia dei soci. La storia creditizia è definita positiva se almeno un socio presenta nei tre anni precedenti alla costituzione dell'impresa un debito registrato nell'archivio della Centrale dei rischi, ma nessun debito deteriorato; sono considerati "senza storia creditizia" i soci che non presentano nessun tipo di debito nei tre anni precedenti alla costituzione dell'impresa.

<sup>3</sup> Le stime tengono conto delle differenze tra imprese attraverso l'utilizzo di variabili che identificano le caratteristiche delle aziende stesse e dei soci (cfr. la nota 2 della figura). I risultati sono inoltre robusti all'aggiunta di variabili di settore, provincia e anno.

<sup>4</sup> Cfr. la nota 3 della figura.

<sup>5</sup> L'incidenza delle immobilizzazioni materiali è indicativa della disponibilità di beni che l'impresa può offrire come garanzia agli intermediari; la presenza di una storia creditizia positiva dei soci fornisce informazioni sulla buona capacità mostrata in passato dai soci stessi di adempiere alle proprie obbligazioni.

I risultati dell'analisi suggeriscono che l'accesso al credito delle start up potrebbe beneficiare di azioni volte ad attenuare le difficoltà di valutarne le prospettive di crescita, quali il miglioramento delle capacità di programmazione finanziaria e di elaborazione di piani di sviluppo robusti. A tal fine un contributo importante può provenire da un aumento delle competenze finanziarie dei microimprenditori, che in Italia risultano relativamente basse<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> OCSE, *G20/OECD-INFE report navigating the storm: MSMEs' financial and digital competencies in Covid-19 times*, 2021.

Dal 2020 il credito alle imprese è stato ampiamente sostenuto dal potenziamento degli schemi pubblici di garanzia e dalla moratoria dei debiti per le piccole e medie imprese (PMI) introdotti dal Governo in risposta alla crisi pandemica. Il regime agevolato per la concessione delle garanzie pubbliche del Fondo di garanzia per le PMI e di SACE è stato più volte prorogato, da ultimo fino al 31 dicembre 2022. Nel 2021, per favorire il graduale ritorno al regime ordinario, sono state rese più stringenti le condizioni per la concessione della garanzia da parte del Fondo<sup>7</sup>. Non è stata invece rinnovata la misura sulla sospensione delle rate oltre dicembre 2021. Dal marzo 2020 al 17 maggio 2022 le richieste pervenute al Fondo di garanzia e a SACE sono state pari rispettivamente a 218,4 e a 35,2 miliardi di euro, a fronte di circa 2 milioni di operazioni complessive<sup>8</sup>. Vi hanno fatto ricorso in misura prevalente le imprese finanziariamente più solide e quelle operanti nei settori più colpiti dalle conseguenze dell'emergenza sanitaria<sup>9</sup>. Con riferimento alle moratorie, si può stimare che il debito residuo in essere allo scorso dicembre ammontasse a 33 miliardi, su un totale di 141 miliardi di sospensioni concesse da marzo del 2020<sup>10</sup>. Sulla base dei dati Invind, circa la metà delle imprese intervistate ha ottenuto una moratoria (*ex lege* o concordata privatamente con i singoli intermediari) dall'inizio della pandemia; ne hanno avanzato richiesta soprattutto quelle del settore dell'alloggio e ristorazione. La misura è ancora attiva per l'8 per cento dei beneficiari, mentre il rimborso delle rate è tornato regolare per il 95 per cento delle aziende per le quali è terminato il periodo di sospensione.

In un quadro di elevata incertezza sugli andamenti macroeconomici, nel 2022 il Governo ha nuovamente modificato la disciplina sulle garanzie pubbliche

<sup>7</sup> Il DL 73/2021 (decreto "sostegni-bis") ha ridotto le coperture massime delle garanzie. La L. 234/2021 (legge di bilancio per il 2022) le ha ulteriormente ridimensionate per i finanziamenti fino a 30.000 euro (dal 90 all'80 per cento) e ha eliminato la gratuità della garanzia dal 1° aprile 2022; ha inoltre delineato un ulteriore riavvicinamento al regime ordinario dal 1° luglio 2022 reinserendo la valutazione del merito di credito da parte del Fondo, conservando tuttavia alcune limitate agevolazioni.

<sup>8</sup> I dati sono stati raccolti nell'ambito della rilevazione effettuata dalla task force costituita per promuovere l'attuazione delle misure a sostegno della liquidità adottate dal Governo per fare fronte all'emergenza pandemica, di cui fanno parte Ministero dell'Economia e delle finanze, Ministero dello sviluppo economico, Banca d'Italia, Associazione bancaria italiana, Mediocredito Centrale e SACE.

<sup>9</sup> Un'analisi più completa del legame tra andamento del credito e misure di sostegno è presentata in S. De Mitri, A. De Socio, V. Nigro e S. Pastorelli, *Financial support measures and credit to firms during the pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 665, 2021.

<sup>10</sup> I dati riguardano le misure del DL 18/2020 (decreto "cura Italia") e si riferiscono a un'indagine settimanale della Banca d'Italia presso un campione di banche che erogano poco meno del 90 per cento dei prestiti a famiglie e imprese. Per ulteriori dettagli, cfr. Banca d'Italia, *Adesione alle moratorie*, dati disponibili fino al 31 dicembre 2021.

per sostenere le esigenze di liquidità delle imprese derivanti dai problemi di approvvigionamento dei fattori produttivi e dai rincari delle forniture energetiche, della benzina e delle materie prime. È dunque rallentato il processo di graduale ritorno al regime ordinario delineato dagli interventi normativi adottati nel 2021, attraverso la previsione di un'estensione degli schemi di garanzia statale<sup>11</sup>. Sono state inoltre adottate iniziative di sostegno per alcuni settori particolarmente colpiti a seguito dell'avvio della guerra in Ucraina e a favore delle aziende che esportano nei paesi coinvolti nel conflitto (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*)<sup>12</sup>. Infine, in attuazione del *Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuti di Stato a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina* della Commissione europea, il DL 50/2022 ha introdotto ulteriori misure per favorire la liquidità delle imprese<sup>13</sup>.

Nel 2021 il costo medio dei nuovi prestiti bancari si è ridotto, collocandosi all'1,2 per cento nei primi mesi dell'anno in corso. Sono aumentati tuttavia i premi per il rischio richiesti dalle banche alle microimprese, come evidenziato dalla crescita del differenziale tra i tassi praticati alle aziende rischiose e a quelle solide (fig. 7.8.b). Nel primo trimestre del 2022 gli intermediari italiani che partecipano all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) hanno segnalato di avere applicato criteri di offerta più restrittivi ai prestiti alle imprese nel confronto con il trimestre precedente. L'inasprimento ha in parte riflesso la maggiore percezione del rischio legata alla forte incertezza sull'evoluzione delle prospettive economiche a seguito del conflitto in Ucraina (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

*I canali di finanziamento alternativi al credito.* – Lo scorso anno i collocamenti lordi di obbligazioni sul mercato interno e su quello internazionale hanno raggiunto 63 miliardi di euro (fig. 7.9), il 50 per cento in più rispetto alla media dei cinque anni antecedenti. In raffronto con lo stesso periodo, il numero degli emittenti è aumentato di quasi il 30 per cento; sebbene l'incremento abbia riguardato anche le piccole imprese, il loro ricorso al mercato dei titoli rimane ancora limitato a causa degli alti costi fissi delle operazioni e della bassa propensione degli

<sup>11</sup> La L. 15/2022 ha previsto, per i finanziamenti fino a 30.000 euro, la possibilità di prolungare di ulteriori sei mesi l'inizio del rimborso del capitale (periodo di preammortamento). Il DL 17/2022, convertito dalla L. 34/2022, ha esteso le garanzie pubbliche alle stesse condizioni agevolate "a sostegno di comprovate esigenze di liquidità delle imprese conseguenti ai maggiori costi derivanti dagli aumenti dei prezzi dell'energia" e ha previsto che le garanzie sui finanziamenti rilasciate dal Fondo di garanzia per fare fronte alle medesime esigenze di liquidità siano concesse gratuitamente fino al 30 giugno 2022. Il DL 21/2022 ha ampliato, tra l'altro, le garanzie di SACE a sostegno delle società ad alta intensità energetica e di interesse strategico e per le operazioni di acquisto e riattivazione di impianti dismessi situati in Italia per la produzione destinata all'industria siderurgica.

<sup>12</sup> I DD.LL. 21/2022 e 14/2022, quest'ultimo convertito dalla L. 28/2022, hanno previsto rispettivamente misure di sostegno per i settori dell'autotrasporto, dell'agricoltura, della pesca e del turismo e per le imprese esportatrici nei paesi coinvolti nel conflitto.

<sup>13</sup> Il DL 50/2022 ha introdotto, tra i vari interventi, una nuova disciplina sulle garanzie pubbliche fino al 31 dicembre 2022, prevedendo il rilascio di quelle di SACE per le imprese che subiscono una contrazione dell'attività riconducibile alle conseguenze della guerra in Ucraina, nonché un aumento della copertura delle garanzie del Fondo "in favore di finanziamenti finalizzati alla realizzazione di obiettivi di efficientamento o diversificazione della produzione o del consumo energetici".

investitori a sostenere i maggiori rischi di credito e di liquidità che caratterizzano i titoli emessi da queste aziende.

L'erogazione di prestiti attraverso canali digitali non bancari è in espansione, anche per le conseguenze determinate dalla crisi pandemica; il loro peso è ancora contenuto come negli altri principali paesi europei (cfr. il capitolo 16: *La digitalizzazione dell'industria finanziaria italiana*). Sono aumentate le cessioni di fatture commerciali (*invoice trading*), che hanno raggiunto un ammontare di 1,2 miliardi nei dodici mesi terminanti a giugno del 2021, con un incremento del 7,5 per cento sul periodo precedente<sup>14</sup>; in questo segmento il volume delle attività delle piattaforme italiane è il più elevato in Europa. Anche la raccolta di capitale di rischio tramite portali (*equity crowdfunding*) si è sviluppata negli ultimi anni, seppure restando ancora molto limitata; finora vi hanno fatto prevalentemente ricorso start up innovative.

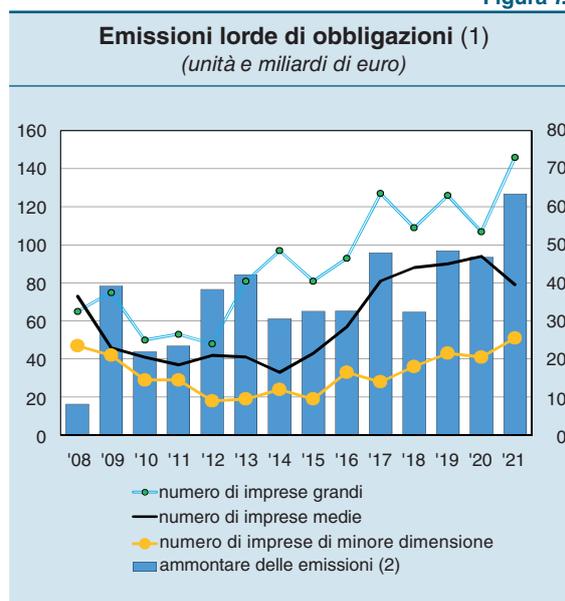
La raccolta di capitale si è intensificata anche attraverso le nuove quotazioni, raddoppiate nel 2021 rispetto all'anno precedente e superiori al periodo pre-pandemia (42 a fronte di 30 in media nel triennio 2017-19); la crescita è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso. Le operazioni si sono concentrate nel segmento di mercato Euronext Growth Milan (EGM), dedicato alle piccole e medie imprese (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

L'attività di private equity, inclusa quella del venture capital, si è notevolmente ampliata lo scorso anno, sia negli investimenti sia nella raccolta. Secondo dati diffusi da Invest Europe/EDC, i fondi investiti nelle aziende italiane sono aumentati del 39 per cento (7,5 miliardi di euro). Con riferimento al comparto del venture capital, sono state effettuate operazioni verso 241 imprese per un importo complessivo di 361 milioni; rimane contenuto l'ammontare medio per singola azienda. Nel complesso del biennio 2020-21 gli investimenti di questi operatori sono stati di oltre 700 milioni, il 68 per cento in più rispetto al biennio precedente la crisi da Covid-19. Si è così consolidato il sostenuto incremento rilevato nel primo anno di pandemia, a differenza del declino osservato nel 2020 in altri paesi<sup>15</sup>. All'aumento ha contribuito anche

<sup>14</sup> Politecnico di Milano, Unioncamere e Innexa, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, Osservatori Entrepreneurship, Finance & Innovation, 4, novembre 2021.

<sup>15</sup> Per maggiori dettagli, cfr. OCSE, *Financing SMEs and entrepreneurs 2022. An OECD scoreboard*, Parigi, OECD Publishing, 2022.

Figura 7.9



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Cerved e Dealogic.  
(1) Numero di emittenti e ammontare emesso da imprese e gruppi non finanziari italiani, incluse le controllate estere. Le imprese di minore dimensione sono quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni di euro; le medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni di euro; le grandi imprese sono quelle residuali. – (2) Scala di destra.

l'operatività del Fondo nazionale innovazione, di matrice pubblica, che ha investito sia direttamente, sia attraverso fondi chiusi (nuovi ed esistenti) in aziende giovani con elevate prospettive di crescita. Negli altri comparti del private equity, l'espansione degli investimenti nel 2021 è stata particolarmente significativa per i finanziamenti alla crescita delle imprese (*expansion*), che sono triplicati raggiungendo l'importo di un miliardo; i finanziamenti relativi all'acquisizione di società attraverso la tecnica del buy out, corrispondenti a quasi 6 miliardi, sono saliti a un ritmo più contenuto. Il mercato del private equity è tuttavia ancora poco sviluppato nel confronto internazionale: in Italia gli investimenti rappresentano lo 0,4 per cento del PIL, rispetto all'1 in Francia e all'1,5 nel Regno Unito.

## 8. IL MERCATO DEL LAVORO

La ripresa dell'attività nel 2021 ha determinato un aumento del numero di occupati relativamente contenuto e un recupero più marcato delle ore lavorate, che nel 2020 avevano assorbito gran parte del calo della domanda di lavoro. Alla fine dell'anno, tuttavia, le ore lavorate per addetto rimanevano su un livello inferiore rispetto a quello registrato prima della pandemia, anche per l'utilizzo ancora intenso degli schemi di integrazione salariale. All'inizio del 2022 l'occupazione ha lievemente accelerato, ma il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG) si è mantenuto elevato.

L'espansione dell'occupazione è stata molto diversa tra categorie di lavoratori e tra settori. L'incremento ha riguardato esclusivamente i rapporti di lavoro dipendente (in particolare quelli a termine, che erano molto diminuiti nei primi mesi della pandemia); è stato più intenso per gli uomini. L'occupazione nelle costruzioni ha molto accelerato; nella manifattura e nel commercio è tornata a espandersi, riportandosi sul percorso di crescita precedente l'emergenza sanitaria. La dinamica nel settore del turismo è stata invece nettamente più debole di quella del biennio prima della crisi.

La partecipazione al mercato del lavoro è significativamente aumentata specialmente tra i giovani e le donne, che più avevano abbandonato la ricerca di un impiego per via delle scarse prospettive di successo e dei vincoli connessi con il contenimento dei contagi. Le dinamiche demografiche continuano però a limitare l'espansione del numero di persone attive, in particolare per la riduzione della popolazione in età da lavoro.

La crescita delle retribuzioni minime stabilite dai contratti collettivi nazionali si è mantenuta moderata nel 2021 e nel primo trimestre del 2022. Gli accordi in vigore sono stati in larga parte siglati prima dell'inatteso incremento dell'inflazione; la debolezza della domanda ha rallentato le trattative di rinnovo nei settori dei servizi più colpiti dalla pandemia. Riducono per il momento il rischio che si inneschi una spirale salari-prezzi sia la disponibilità ancora ampia di lavoro inutilizzato sia alcune caratteristiche strutturali del modello contrattuale italiano (la lunga durata dei contratti, l'utilizzo nei rinnovi contrattuali di previsioni di inflazione al netto della variazione dei prezzi dei beni energetici importati e la ridotta diffusione di clausole di rinegoziazione degli aumenti qualora l'inflazione sia superiore a quella prevista).

### *L'occupazione e le ore lavorate*

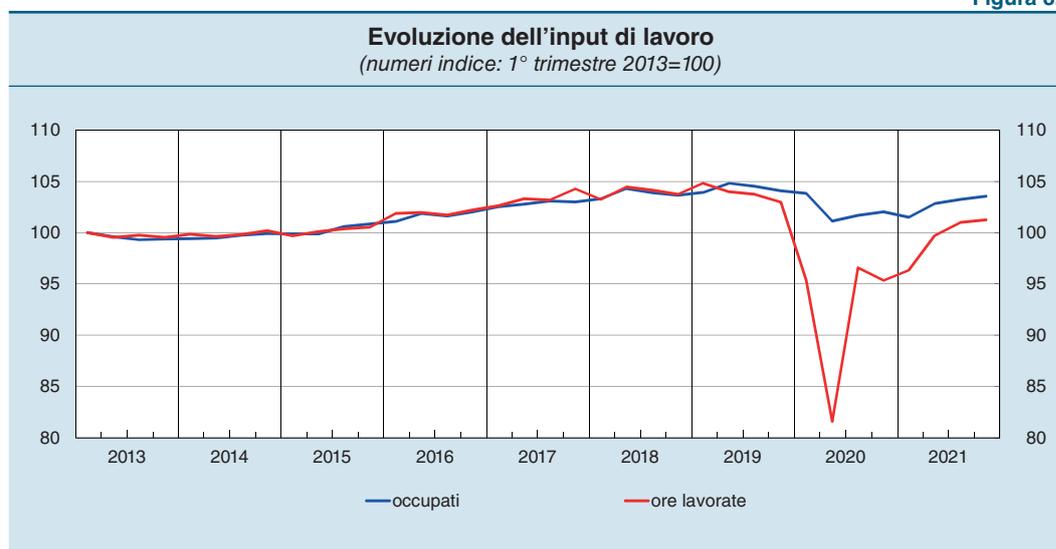
Nel 2021 l'occupazione è salita dello 0,6 per cento (149.000 persone), mentre le ore lavorate sono cresciute dell'8,0 per cento (tav. 8.1), dopo il calo senza precedenti del 2020 (fig. 8.1). Nell'ultimo trimestre del 2021 l'input di lavoro risultava tuttavia ancora al di sotto dei livelli precedenti la crisi, dello 0,5 per cento per il numero di occupati e dell'1,7 per le ore lavorate.

Tavola 8.1

Principali indicatori del mercato del lavoro (variazioni percentuali sul periodo precedente; migliaia di unità, milioni di ore e valori percentuali)						
VOCI	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	var. 2021 su 2020	media 2021
<b>Occupati totali</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>25.125</b>
Dipendenti	0,0	1,4	0,9	0,3	1,6	19.471
Indipendenti	-2,2	1,0	-1,3	0,4	-2,9	5.654
Agricoltura, silvicoltura e pesca	0,6	3,2	-5,7	-2,4	-0,1	925
Industria in senso stretto	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,1	4.252
di cui: attività manifatturiere	-0,2	0,1	0,3	0,5	-0,1	3.911
Costruzioni	4,4	1,4	-0,7	2,1	5,9	1.657
Servizi	-1,8	2,0	1,6	0,5	0,3	18.291
di cui: prevalentemente pubblici	0,1	0,3	0,0	0,0	0,4	4.833
<b>Ore lavorate totali</b>	<b>1,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>8,0</b>	<b>41.920</b>
Dipendenti	1,2	3,8	1,2	0,5	7,8	29.892
Indipendenti	0,6	2,9	1,6	-0,5	8,6	12.028
Tasso di attività (1)	63,6	64,5	64,7	65,1	1,0	64,5
Tasso di disoccupazione (2)	10,1	9,8	9,1	9,1	0,2	9,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali* e, per i tassi di attività e di disoccupazione, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.  
(1) Dati trimestrali destagionalizzati dell'RFL, tassi calcolati sulla popolazione tra i 15 e i 64 anni. – (2) Dati trimestrali destagionalizzati dell'RFL, tassi calcolati per la popolazione tra i 15 e i 74 anni.

Figura 8.1



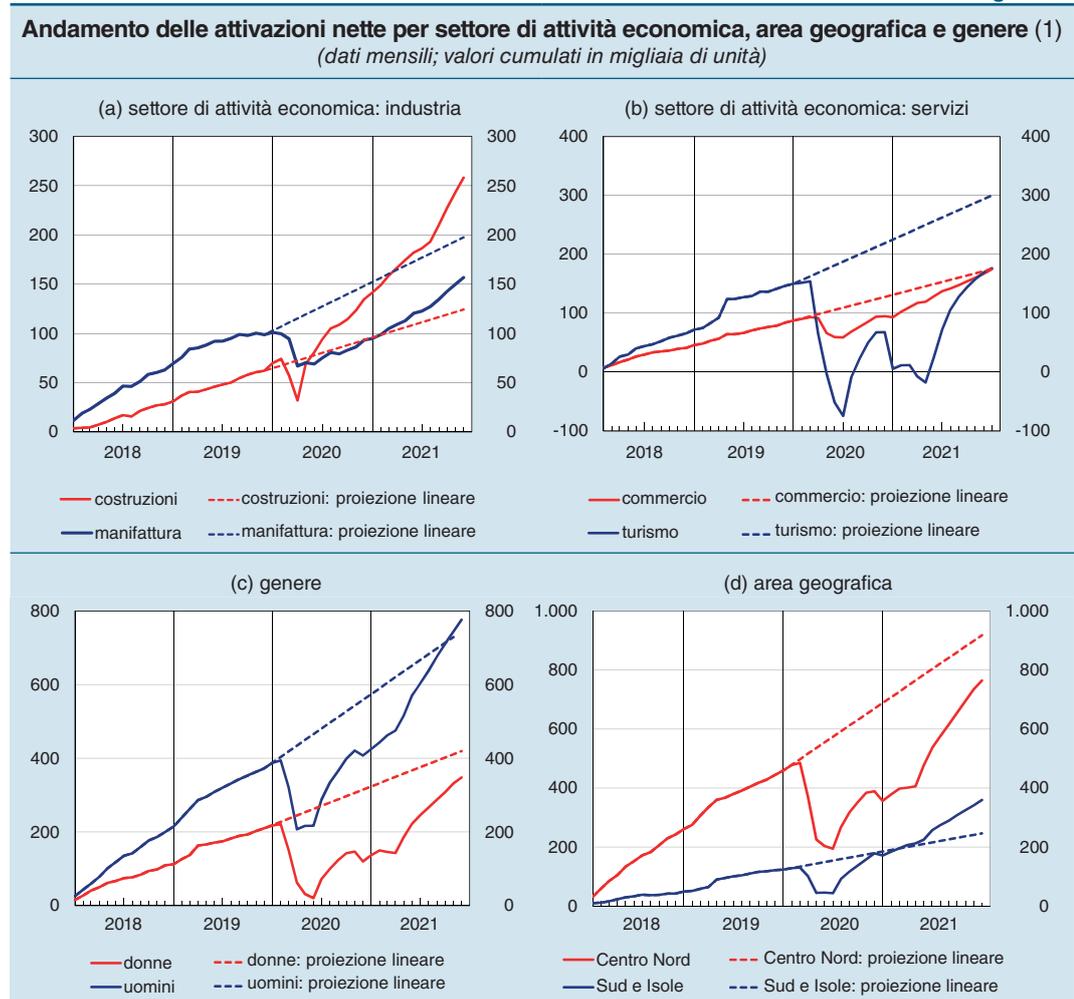
Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*. Dati trimestrali destagionalizzati.

Nel 2021 è aumentata unicamente l'occupazione subordinata (1,6 per cento), in modo eterogeneo tra categorie di lavoratori e settori. La crescita è stata trainata dall'occupazione a termine (9,7 per cento), a fronte della sostanziale stabilità di quella a tempo indeterminato. Oltre che dall'elevata incertezza, l'occupazione temporanea è stata favorita anche dagli interventi normativi che hanno confermato la sospensione, decisa durante l'emergenza, del requisito della causale per la proroga o il rinnovo dei

contratti a termine (introdotta dal DL 87/2018, decreto “dignità”)<sup>1</sup>. La ripresa ha interessato soprattutto le persone con pregressa esperienza lavorativa, mentre il numero dei lavoratori al primo impiego si è ridotto del 14 per cento nel confronto con il periodo pre-pandemico<sup>2</sup>. Il numero degli occupati indipendenti è diminuito del 6 per cento nel biennio 2020-21, accentuando la flessione in atto da tempo (circa il 16 per cento dal 2008).

Secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie, nella manifattura il saldo cumulato delle nuove posizioni lavorative alla fine dell'anno era inferiore di circa 41.000 unità rispetto a quanto si sarebbe verificato se nel periodo 2020-21 l'occupazione avesse

Figura 8.2



Fonte: elaborazioni su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.

(1) I saldi mensili, rappresentati dalla linea continua, sono destagionalizzati con la procedura TRAMO-SEATS; la proiezione lineare è calcolata sulla base dell'andamento delle posizioni lavorative, al netto dei fattori stagionali, registrato nel biennio 2018-19.

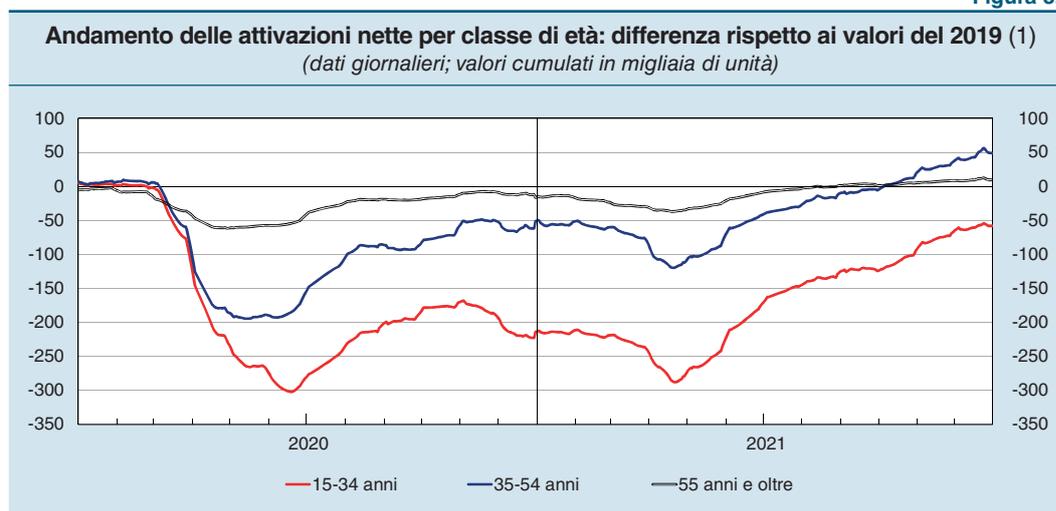
<sup>1</sup> La sospensione era stata introdotta nel 2020 con il DL 34/2020 (decreto “rilancio”), poi prorogata fino al 31 dicembre 2021 con il DL 104/2020 (decreto “agosto”) e con la legge di bilancio per il 2021.

<sup>2</sup> Il calo non è attribuibile a variazioni delle dimensioni delle coorti di lavoratori più interessate da questo tipo di evento, rimaste sostanzialmente costanti (cfr. G. Basso, D. Depalo e S. Lattanzio, *Job flows and reallocation during the recovery*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

seguito la traiettoria di crescita del biennio precedente (fig. 8.2.a). Nelle costruzioni, dove l'attività ha beneficiato di ingenti incentivi pubblici, questo divario era invece positivo per circa 134.000 unità. Vi è stato un pieno recupero nel commercio, mentre nel turismo il ritardo è rimasto notevole, anche per effetto della nuova ondata pandemica verificatasi all'inizio del 2021 (fig. 8.2.b).

La dinamica delle posizioni lavorative è stata più marcata al Centro Nord (fig. 8.2.c), anche se il recupero della tendenza pre-crisi è ancora parziale. Il recupero appare invece completo nel Mezzogiorno, dove le misure governative di blocco dei licenziamenti, estensione degli strumenti di integrazione salariale e sgravio contributivo hanno prolungato la durata effettiva dei contratti, generalmente più breve in quest'area, e ridotto il numero delle cessazioni nell'anno. L'aumento dell'occupazione è stato più intenso tra gli uomini (fig. 8.2.d) e tra i lavoratori più giovani (con un'età compresa tra i 15 e i 34 anni; fig. 8.3). Per questi ultimi tuttavia alla fine del 2021 era ancora ampio il divario rispetto all'andamento precedente l'emergenza sanitaria (circa 58.000 unità).

Figura 8.3



Fonte: elaborazioni su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.  
(1) Media mobile a 7 giorni. Saldi cumulati delle attivazioni al netto delle cessazioni in differenza rispetto ai valori del 2019.

Nel 2021 è stato registrato un incremento significativo delle dimissioni (400.000 in più rispetto al 2020), anche se il fenomeno ha avuto dimensioni e caratteristiche diverse da quelle osservate negli Stati Uniti e nel Regno Unito (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*). L'aumento ha pienamente compensato il forte calo dell'anno precedente (-200.000), quando molte cessazioni sono state probabilmente rimandate a seguito della crisi pandemica. La maggior parte di questi eventi è avvenuta a seguito di cambi di impiego all'interno dello stesso settore, senza causare significativi flussi di ricollocazione dei lavoratori al di fuori del comparto di appartenenza<sup>3</sup>. A fronte della rapida ripresa della domanda di lavoro, nel 2021 è salita progressivamente la quota di imprese che segnalano difficoltà a reperire manodopera, soprattutto nei servizi e nelle costruzioni (al 7 e 6 per cento,

<sup>3</sup> G. Basso, D. Depalo e S. Lattanzio, op. cit., di prossima pubblicazione.

rispettivamente); l'aumento è stato però molto minore di quello registrato nella media dell'area dell'euro (17 e 22 per cento; fig. 8.4). Nei primi quattro mesi del 2022 la quota si è stabilizzata in tutti i settori su valori in linea con quelli osservati in passato durante le fasi di espansione.

Figura 8.4



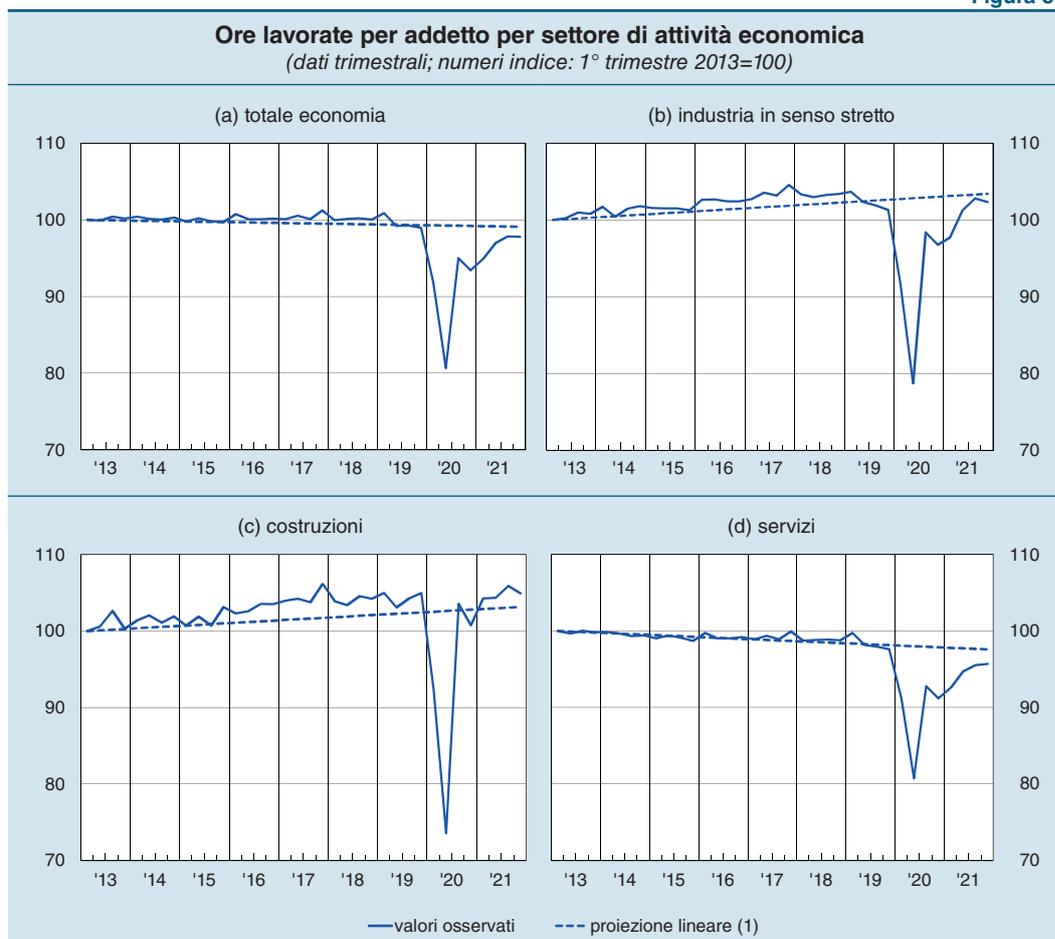
Fonte: dati Commissione europea, *Business and consumer surveys*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Business and consumer surveys*. I dati per alcuni trimestri del 2020 per l'Italia non sono disponibili.

Le ore lavorate per addetto sono nettamente aumentate (7,4 per cento), con andamenti settoriali simili a quelli del numero degli occupati. Nel quarto trimestre del 2021 erano tornate su valori coerenti con il trend lineare del periodo 2013-19 nell'industria e nelle costruzioni, mentre nei servizi erano ancora inferiori di circa il 2 per cento, peraltro rispetto a un trend discendente (fig. 8.5).

L'aumento delle ore lavorate per addetto si è associato a una progressiva diminuzione, soprattutto nell'ultima parte dell'anno, del ricorso agli strumenti di integrazione salariale (CIG), nonostante il permanere di condizioni favorevoli per il loro utilizzo<sup>4</sup>. Secondo i dati dell'INPS, nella media del 2021 circa 1,1 milioni di lavoratori avrebbero usufruito di periodi di integrazione salariale (2,7 milioni nel 2020). Il monte ore autorizzate di CIG è sceso di circa il 35 per cento, portandosi nel complesso dell'anno a 2,8 miliardi (4,3 miliardi nell'anno precedente). Si tratta comunque di un livello ancora molto elevato, superiore di due volte rispetto a quello registrato in media negli anni dal 2009 al 2013, interessati dalla crisi finanziaria globale e da quella del debito sovrano (fig. 8.6.a).

<sup>4</sup> Per un riepilogo delle modifiche introdotte agli strumenti di integrazione salariale durante la crisi pandemica, cfr. S. Lo Bello, *La CIG: evoluzione storica, caratteristiche e limiti*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 602, 2021. In continuità con le politiche introdotte nel 2020, il DL 41/2021 ha previsto la possibilità di fruire di 13 settimane di integrazione salariale ordinaria e 28 settimane di CIG in deroga per fronteggiare la crisi pandemica; a questo decreto sono seguiti i DD.LL. 73/2021, 103/2021 e 146/2021, che hanno prolungato ulteriormente le durate massime per le imprese appartenenti alle industrie tessili, dell'abbigliamento e della fabbricazione di articoli in pelle.

Figura 8.5



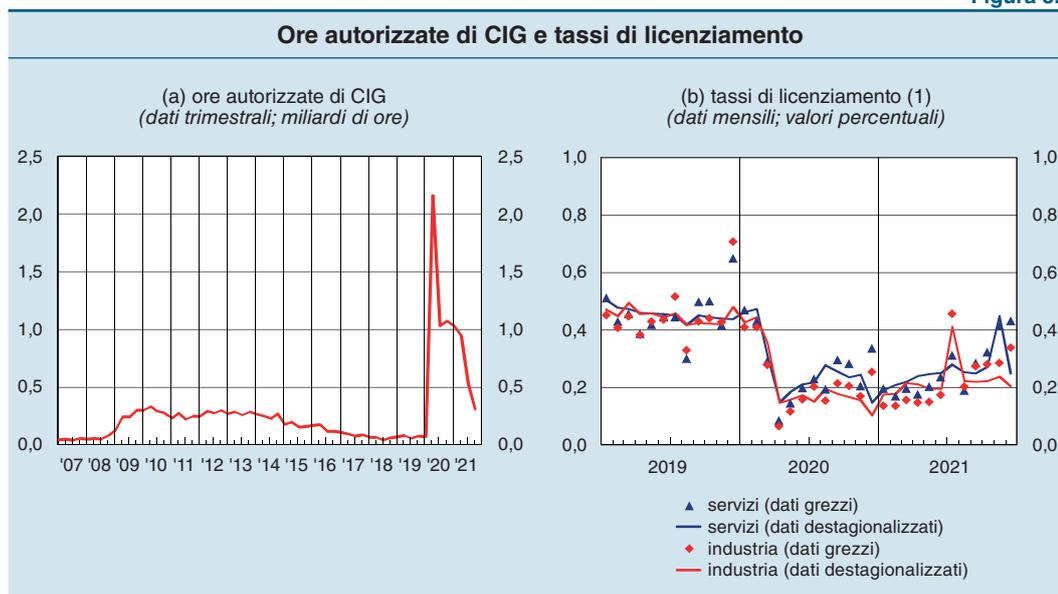
Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*. Dati trimestrali destagionalizzati.  
(1) Calcolata sulla base dell'andamento delle ore per addetto registrato nel periodo 2013-19.

Nel corso del 2021 è venuto meno il blocco introdotto allo scoppio della pandemia dei licenziamenti individuali per motivi economici e delle procedure di licenziamento collettivo. Questa misura, insieme all'estensione della copertura e della durata della CIG, aveva contribuito a ridurre drasticamente la perdita di occupazione dipendente a tempo indeterminato<sup>5</sup>. Alla rimozione del divieto, avvenuta in luglio per l'industria<sup>6</sup> e in novembre per i servizi<sup>7</sup>, è seguito un incremento temporaneo dei licenziamenti, che in assenza del blocco si sarebbero verosimilmente manifestati prima. Il loro numero è poi tornato al di sotto dei livelli pre-crisi (fig. 8.6.b), plausibilmente per effetto del ricorso ancora ampio agli strumenti di integrazione salariale di tipo emergenziale, senza costi per le imprese.

<sup>5</sup> E. Viviano, *Alcune stime preliminari degli effetti delle misure di sostegno sul mercato del lavoro*, Banca d'Italia "Note Covid-19", 16 novembre 2020.

<sup>6</sup> Ad eccezione del comparto tessile e dell'abbigliamento.

<sup>7</sup> Il blocco è rimasto in vigore fino al 31 dicembre 2021 per un numero ridotto di casi, legati soprattutto alla fruizione degli strumenti emergenziali di integrazione salariale. La legge di bilancio per il 2022 (DL 146/2021) ha di fatto prorogato fino al 1° aprile 2022 il divieto di licenziamento per le imprese con almeno 250 dipendenti che intendono licenziarne 50 o più.



Fonte: elaborazioni su dati INPS per le ore di CIG e su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie) per i tassi di licenziamento; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.  
(1) Il tasso di licenziamento è calcolato come il rapporto tra il numero di cessazioni promosse dal datore di lavoro e la stima degli occupati alle dipendenze elaborata a partire dai dati sui dipendenti del settore privato dell'INPS.

La legge di bilancio per il 2022 ha determinato un parziale riordino della normativa in tema di ammortizzatori sociali. Le novità introdotte hanno potenziato ulteriormente la CIG, estendendone la copertura a tutte le imprese e confermando la possibilità di accesso anche nei casi di crisi aziendale. La riforma ha allungato la durata complessiva del trattamento, già significativamente superiore a quella degli altri principali paesi europei<sup>8</sup>. Ciò potrebbe rallentare la ricollocazione della forza lavoro dalle aziende con scarse prospettive di sopravvivenza a quelle in crescita<sup>9</sup>. Il compito di favorire la transizione verso nuovi impieghi spetta in primo luogo alle politiche attive, che in Italia hanno storicamente svolto un ruolo limitato (cfr. il riquadro: *Politiche attive del lavoro: le migliori pratiche nei principali paesi europei e il caso italiano*).

#### POLITICHE ATTIVE DEL LAVORO: LE MIGLIORI PRATICHE NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI E IL CASO ITALIANO

Le politiche attive hanno l'obiettivo di favorire il collocamento delle persone senza un impiego ma disponibili a lavorare, assistendole nelle attività di ricerca, potenziandone le competenze e incentivandone l'assunzione. In Italia, come negli altri principali paesi europei, queste politiche sono gestite da una rete di Centri per l'impiego (CpI) pubblici, che talvolta operano in collaborazione con agenzie private. Nel confronto internazionale il nostro paese si distingue per un minore ricorso ai CpI da parte dei disoccupati: solo

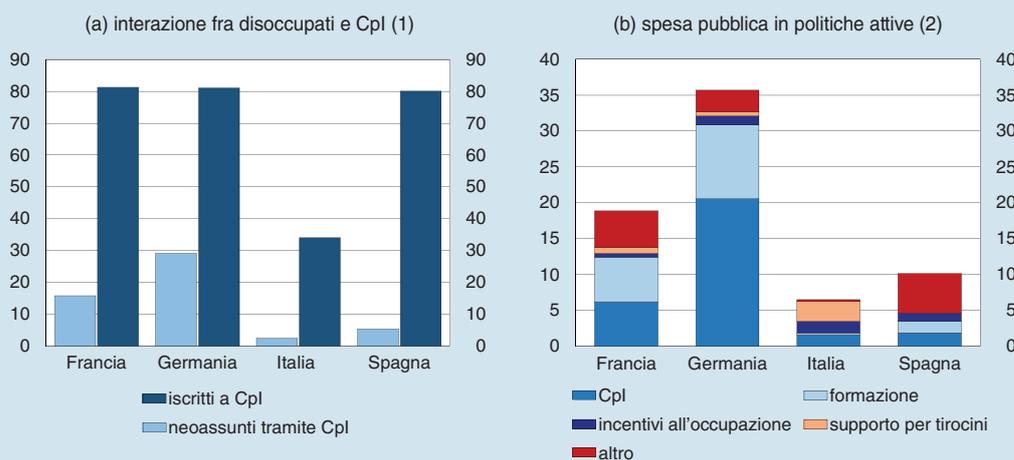
<sup>8</sup> F. Carta, A. Dalla Zuanna, S. Lattanzio e S. Lo Bello, *Il sistema di ammortizzatori sociali in Italia: aspetti critici nel confronto europeo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>9</sup> *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2022-2024*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5<sup>a</sup> della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 23 novembre 2021.

poco più del 30 per cento vi è iscritto, meno della metà degli altri maggiori paesi dell'area (figura, pannello a). Tra i disoccupati che hanno trovato un impiego nel 2019 (ultimo dato disponibile) solo il 2,5 per cento dichiarava di avere ricevuto il sostegno di un Cpl, contro il 5 in Spagna, il 15 in Francia e il 30 in Germania.

Figura

**Utilizzo e finanziamento dei Centri per l'impiego in Italia e in Europa nel 2019**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e OCSE. Per maggiori dettagli sulla fonte Eurostat, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: European Union Labour Force Survey*.

(1) La voce "iscritti a Cpl" indica la quota di lavoratori disoccupati che dichiarano di essere iscritti a un Cpl; la voce "neoassunti tramite Cpl" si riferisce alla quota di lavoratori che dichiarano di essere stati disoccupati nell'anno precedente e di essere occupati al momento dell'intervista; segnala inoltre che un Cpl è stato coinvolto nel processo di ricerca dell'attuale occupazione. – (2) Rapporto fra la spesa in politiche attive per lavoratore disoccupato e il PIL pro capite: si tratta di una misura che standardizza la spesa per il numero dei principali destinatari delle politiche attive. Va tuttavia notato che parte della spesa che compare in questo tipo di misure è destinata a lavoratori non in stato di disoccupazione (ad es. giovani al termine del percorso di studi o lavoratori che intendono cambiare impiego). La voce "Cpl" comprende sia la spesa per gestione dei Cpl sia la spesa per l'amministrazione dei sussidi di disoccupazione: quest'ultima in Italia è sostenuta dall'INPS, mentre negli altri paesi è di competenza del sistema pubblico per l'impiego. La voce "formazione" include la spesa per corsi e certificazioni; la voce "altro" comprende il supporto ai lavoratori protetti, la creazione diretta di posti di lavoro e gli incentivi per le nuove imprese.

Tra i fattori che potrebbero ridurre l'efficacia dei Cpl e disincentivarne l'utilizzo da parte dei disoccupati rientra il livello relativamente contenuto delle risorse destinate alle politiche attive (figura, pannello b): a fronte di una spesa per sussidi alle assunzioni e ai tirocini più elevata che negli altri paesi, in Italia sono particolarmente basse le spese per il personale e le infrastrutture dei Cpl e per il finanziamento di attività formative come i corsi e le certificazioni. Inoltre, vi è una netta separazione tra gli enti che gestiscono le politiche attive e l'INPS, l'istituto che eroga i sostegni, mentre in Francia, Germania e Spagna le due funzioni fanno capo allo stesso soggetto. Questa separazione ostacola la verifica del rispetto della condizione per l'accesso ai sussidi, ossia la partecipazione del disoccupato alle attività che dovrebbero facilitarne il collocamento.

In Italia l'amministrazione delle politiche attive è più frammentata che negli altri principali paesi europei. La programmazione delle misure e la gestione dei Cpl fanno capo alle regioni ed è previsto un coordinamento a livello nazionale da parte dell'Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL); al Ministero del Lavoro e delle politiche sociali è assegnata solo una funzione di indirizzo, secondo il dettato costituzionale che attribuisce alle Regioni competenza legislativa esclusiva in materia di formazione professionale e concorrente in materia di politiche attive (Titolo V, art. 117). In Francia e in Germania la competenza per la fornitura dei servizi è affidata

invece a singole agenzie tecniche (rispettivamente, *Pôle Emploi* e *Bundesagentur für Arbeit*) che applicano linee guida decise a livello nazionale; anche in Spagna, sebbene siano gli enti locali a fornire il servizio, lo Stato ha competenza normativa esclusiva.

La frammentazione del sistema italiano comporta difficoltà di coordinamento fra i diversi livelli coinvolti, con iniziative nazionali che talvolta si sovrappongono a quelle regionali, e dà luogo a disparità nella qualità dei servizi offerti sul territorio. Risulta anche meno agevole la creazione di un sistema informativo nazionale che raccolga le occasioni di impiego presenti nelle diverse regioni e registri i risultati raggiunti dagli utenti. Infrastrutture di questo tipo sono invece ampiamente utilizzate negli altri paesi, con l'obiettivo di facilitare l'incontro tra la domanda e l'offerta di lavoro su tutto il territorio nazionale e di verificare il rispetto della condizionalità, l'operatività dei singoli CpI e l'efficacia delle politiche messe in atto.

La realizzazione di un sistema informativo unico, già prevista dalla L. 183/2014 (Jobs Act), è tra gli obiettivi del *Programma nazionale per la garanzia di occupabilità dei lavoratori (GOL)*, sviluppato nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR)*<sup>1</sup>. L'iniziativa, che dovrebbe essere ultimata entro il 2025, prevede una maggiore diffusione sul territorio dei servizi per l'impiego, il coinvolgimento delle agenzie private per il lavoro e il finanziamento di interventi per la formazione continua, in coordinamento con il *Piano nazionale nuove competenze (PNNC)*<sup>2</sup>. Per rispettare gli obiettivi del PNRR i piani regionali per l'attuazione del GOL dovranno entrare a regime entro il 2022. L'ammontare delle risorse stanziato, che si sommano a quelle previste in passato non ancora utilizzate, è nel complesso significativo (5,5 miliardi per i prossimi quattro anni)<sup>3</sup>; affinché gli investimenti risultino efficaci, sarà necessario uno stretto coordinamento tra i diversi attori coinvolti.

<sup>1</sup> Decreto del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali del 5 novembre 2021 (allegato A: *Il Programma Garanzia di Occupabilità dei Lavoratori GOL*).

<sup>2</sup> Decreto del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali del 14 dicembre 2021 (allegato A: *Piano Nazionale Nuove Competenze*), che indica i beneficiari e le linee guida per i nuovi interventi per la formazione dei lavoratori.

<sup>3</sup> Il PNRR incrementa di 200 milioni i fondi disponibili per i CpI e di 4,4 miliardi quelli destinati alla formazione. Le risorse aggiuntive per le politiche attive, tenuto anche conto degli importi stanziati a partire dal 2018 e non ancora utilizzati, ammontano a 5,5 miliardi a fronte di una spesa complessiva pari a 4,9 miliardi nel 2019.

*I primi mesi del 2022.* – Secondo i dati provvisori dell'RFL, nel primo trimestre del 2022 l'occupazione ha lievemente accelerato (0,6 per cento rispetto al trimestre precedente). Sulla base dei dati delle comunicazioni obbligatorie il settore delle costruzioni ha rallentato, mentre il numero di nuovi contratti attivati – al netto delle cessazioni – nel turismo ha ripreso a espandersi grazie al miglioramento della situazione epidemiologica e della conseguente ripresa della domanda. A differenza degli andamenti dell'anno precedente la dinamica occupazionale è stata trainata soprattutto dai contratti a tempo indeterminato.

Nello stesso periodo il ricorso alla CIG è rimasto su livelli elevati, pur essendo diminuito del 34 per cento nel confronto con il trimestre precedente. In deroga alla normativa vigente, il DL 21/2022 (decreto "energia") ha esteso la durata dei trattamenti

di integrazione salariale per le imprese dell'industria e delle costruzioni e, in misura minore, dei settori del turismo, della ristorazione e delle attività ricreative. Come previsto dalla legge di bilancio per il 2022, per tutto l'anno rimarranno in vigore le agevolazioni sui contributi in capo alle imprese.

A differenza degli anni precedenti, nel 2021 non sono state introdotte nuove agevolazioni per l'occupazione, ma restano attive diverse misure, molto eterogenee fra loro: la legge di bilancio per il 2021 ha confermato per tutto l'anno gli incentivi all'occupazione giovanile e a quella femminile, con regole diverse per l'entità della decontribuzione e le condizioni di accesso<sup>10</sup>; sino al 30 giugno 2022 tutti i rapporti di lavoro esistenti nel Mezzogiorno sono soggetti a una decontribuzione introdotta alla fine del 2020, che ha notevolmente contenuto la dinamica del costo del lavoro nel 2021 (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*).

### L'offerta di lavoro

Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro è salito nel 2021 di circa un punto percentuale, al 64,5 per cento per la popolazione tra i 15 e i 64 anni (tav. 8.1), recuperando parte del forte calo determinato nel 2020 dalla rinuncia a cercare un impiego a causa della difficoltà non solo di trovare un'occupazione, ma anche di conciliarla con le attività familiari durante la pandemia. L'aumento della partecipazione ha interessato tutti i gruppi demografici, risultando più marcato tra i giovani di età compresa tra i 15 e i 34 anni e le donne (tav. 8.2).

Tavola 8.2

Tassi di partecipazione e disoccupazione per gruppi demografici (valori percentuali)								
	Tasso di attività (1)				Tasso di disoccupazione (2)			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
<b>Totale</b>	<b>65,6</b>	<b>65,6</b>	<b>63,5</b>	<b>64,5</b>	<b>10,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,4</b>	<b>9,5</b>
Donne	56,2	56,4	54,1	55,3	11,7	11,0	10,4	10,6
Uomini	75,0	74,9	73,0	73,7	9,8	9,0	8,6	8,7
15-34	26,0	25,9	23,7	24,9	19,8	18,3	17,9	17,8
35-49	80,6	80,7	78,6	79,7	8,8	8,5	7,9	7,9
50-64	64,2	64,6	63,5	63,9	6,4	5,9	5,7	6,0
50-74	....	....	....	....	6,2	5,7	5,4	5,8

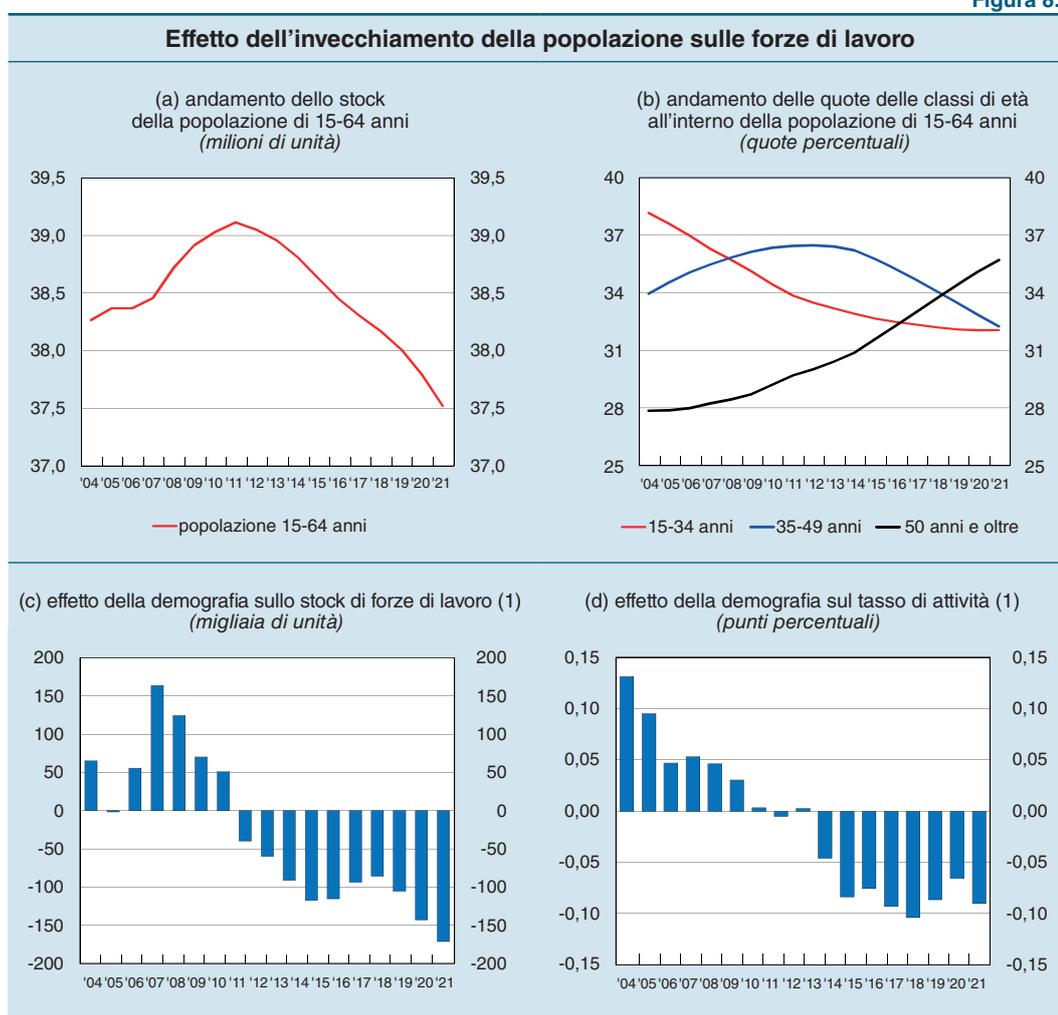
Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.  
(1) Calcolato sulla popolazione tra i 15 e i 64 anni. – (2) Calcolato sulla popolazione tra i 15 e i 74 anni.

<sup>10</sup> Il bonus per l'occupazione femminile prevede una decontribuzione totale per un anno, con un importo massimo pari a 6.000 euro, per le imprese che assumano donne svantaggiate (senza un regolare impiego da almeno 6 mesi). Il bonus giovani prevede anch'esso una decontribuzione con limite massimo pari a 6.000 euro annui, ma per una durata complessiva di 3 anni (4 per le regioni del Mezzogiorno). Inoltre questo incentivo vale solo per assunzioni a tempo indeterminato o per trasformazioni di contratti a tempo determinato di lavoratori con meno di 36 anni.

La ripresa dell'offerta di lavoro ha determinato un lieve incremento del tasso di disoccupazione (al 9,5 per cento), dopo la diminuzione di mezzo punto percentuale nel 2020 (dal 9,9 al 9,4 per cento)<sup>11</sup>. La crescita è stata più alta tra i lavoratori di età compresa tra i 50 e i 74 anni e le donne.

Le dinamiche demografiche hanno continuato a esercitare una forte pressione al ribasso sul numero di persone attive. Nel 2021 la popolazione tra i 15 e i 64 anni, la fascia di età convenzionalmente utilizzata per individuare le persone in età da lavoro, è scesa di circa 270.000 unità rispetto all'anno prima, riducendo, a parità di tasso di partecipazione, le forze di lavoro di circa 171.000 unità (figg. 8.7.a e 8.7.c). Inoltre la flessione della quota di popolazione appartenente alle fasce di età intermedie, caratterizzate da una maggiore probabilità di partecipazione, ha ridotto di un decimo

Figura 8.7



Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) L'effetto sullo stock di forze di lavoro (pannello c) è calcolato come la variazione della popolazione in età 15-64 anni moltiplicato per il tasso di attività aggregato dell'anno precedente; l'effetto sul tasso di attività (pannello d) corrisponde alla somma delle variazioni delle quote delle fasce di popolazione moltiplicate per il tasso di attività medio delle celle corrispondenti nell'anno precedente.

<sup>11</sup> F. D'Amuri, M. De Philippis, E. Guglielminetti e S. Lo Bello, *Slack and prices during Covid-19: accounting for labor market participation*, "Labour Economics", 75, 2022.

di punto il tasso di attività (figg. 8.7.b e 8.7.d). Il contributo demografico all'offerta di lavoro è negativo dal 2012 e si accentuerà ulteriormente in futuro, con conseguenze significative per il potenziale di crescita dell'economia<sup>12</sup>.

Il ridotto tasso di partecipazione al mercato del lavoro dei giovani e delle donne, che si collocava nel 2021 al di sotto della media dell'Unione europea di circa 14,4 e 13,1 punti percentuali, continua ad abbassare il tasso di attività aggregato. Al contrario, le fasce più anziane hanno fornito un contributo crescente all'offerta di lavoro, anche per effetto delle riforme pensionistiche che hanno progressivamente allungato la vita lavorativa: tra il 2010 e il 2020 l'età media di pensionamento è cresciuta da 61,1 a 62,3 anni per gli uomini e da 59,1 a 61,3 anni per le donne. In prospettiva, l'allungamento della vita lavorativa anche oltre la soglia convenzionale dei 64 anni, reso possibile dal miglioramento delle condizioni psicofisiche, sarà sempre più importante per limitare l'impatto negativo degli andamenti demografici sulla popolazione attiva.

Negli ultimi anni gli effetti negativi della bassa natalità e dell'invecchiamento della popolazione sono stati parzialmente compensati dall'immigrazione. Dall'inizio della pandemia i flussi netti in entrata si sono però più che dimezzati (72.000 persone all'anno nel 2020-21 rispetto a 164.000 nel biennio precedente). Nel 2022 un contributo all'aumento, pur se contenuto, sarà fornito dall'arrivo di rifugiati dall'Ucraina: poiché l'intensità dei flussi migratori è fortemente influenzata dalla presenza di comunità preesistenti per via delle reti informali e dei ricongiungimenti familiari, la numerosità della comunità già presente rende l'Italia una destinazione naturale per molti rifugiati<sup>13</sup>. Secondo gli ultimi dati rilasciati dal Ministero dell'Interno, al 20 maggio sarebbero giunte dall'Ucraina circa 119.000 persone, in gran parte donne (62.200) e bambini (39.900). Tenuto conto dell'elevato tasso di attività degli ucraini residenti in Italia (76 per cento nella classe di età 15-64, 11 punti percentuali al di sopra della media nazionale; 19 punti percentuali in più per le donne), una parte cospicua dei rifugiati adulti potrebbe decidere di cercare un'occupazione già nei prossimi mesi, anche se per molte donne, giunte senza il coniuge, potrebbe essere difficile conciliare vita familiare e lavorativa.

Nel primo trimestre del 2022 il tasso di partecipazione è salito lievemente al 65,3 per cento, 2 decimi di punto al di sotto dei livelli precedenti la crisi pandemica; nello stesso periodo il tasso di disoccupazione è diminuito di circa mezzo punto, collocandosi all'8,5 per cento. Segnali di una maggiore intensità nella ricerca di lavoro provengono dai dati amministrativi delle Dichiarazioni di immediata disponibilità al lavoro (DID) raccolti dai CpI, che nei primi tre mesi dell'anno rivelano un aumento delle persone in cerca di occupazione di circa 25.000 unità, concentrato tra i più giovani.

<sup>12</sup> Per approfondimenti, cfr. F. D'Amuri, M. De Philippis, E. Guglielminetti e S. Lo Bello, *Natural unemployment and activity rates: flow-based determinants and implications for price dynamics*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 599, 2021, e G. Caracciolo, S. Lo Bello e D. Pellegrino, *Alcune valutazioni sul probabile impatto demografico della crisi Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 622, 2021.

<sup>13</sup> Al 1° gennaio 2021 la comunità ucraina in Italia era composta da circa 236.000 persone (su un totale di circa 1,7 milioni nel complesso dei paesi europei), corrispondente a circa lo 0,4 per cento della popolazione italiana, con un'incidenza significativamente più alta della media europea. Tale comunità si concentrava prevalentemente nelle regioni del Centro Nord e in alcune province del Mezzogiorno (Napoli e Salerno) ed era impiegata soprattutto nel settore dei servizi pubblici e alla persona.

## *Le relazioni industriali e la contrattazione*

La crescita delle retribuzioni minime stabilite dalla contrattazione nazionale è stata molto contenuta (0,9 per cento nel settore privato non agricolo; 0,6 per cento nel complesso dell'economia). Gli accordi in vigore sono stati in larga parte rinnovati prima dell'incremento dell'inflazione; la debolezza della domanda ha rallentato le trattative di rinnovo dei contratti nei settori dei servizi più colpiti dalla pandemia (commercio, ristorazione, strutture ricettive). La quota di dipendenti del settore privato con contratto scaduto era pari al 38 per cento alla fine del 2021.

Le tensioni legate al recente brusco rialzo dell'inflazione (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*) continueranno ad avere nei prossimi mesi un impatto contenuto sulle dinamiche del costo del lavoro. In Italia l'impianto complessivo della contrattazione collettiva limita nel breve periodo la reattività delle retribuzioni a variazioni inattese dei prezzi. L'utilizzo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) al netto dei prezzi dei beni energetici importati come parametro per orientare la dinamica salariale riduce il rischio che shock negativi alle ragioni di scambio inneschino una spirale tra prezzi e salari. Rilevano anche la lunga durata dei contratti collettivi e la ridotta diffusione di clausole che prevedono la rinegoziazione degli incrementi retributivi qualora l'inflazione effettiva superi quella prevista al momento del rinnovo. Gli accordi siglati negli ultimi mesi e le trattative in corso nei settori chimico-farmaceutico, delle assicurazioni e dell'energia elettrica, gas e acqua prefigurano rialzi superiori rispetto al passato, ma ancora nel complesso moderati. Nel marzo 2022 il contratto delle costruzioni è stato rinnovato con aumenti stimabili in circa il 2 per cento all'anno per il periodo 2022-24. Gli incrementi, favoriti dagli andamenti positivi della domanda di lavoro del settore, sono giustificati anche dalla necessità di compensare il periodo di vacanza contrattuale (il contratto era in attesa di rinnovo dal settembre 2020). Infine, anche gli ampi margini di forza lavoro inutilizzata contribuiranno a frenare la dinamica retributiva: il tasso di disoccupazione, seppure in calo, è ancora compatibile con una crescita moderata dei salari; il numero di ore lavorate per addetto è tuttora inferiore rispetto ai valori pre-pandemici.

## 9. I PREZZI E I COSTI

Nel 2021 i prezzi al consumo in Italia sono tornati a crescere, sospinti – soprattutto nella seconda parte dell’anno – dall’aumento di quelli dei beni energetici. L’inflazione di fondo è rimasta su livelli più contenuti; solo parte dei maggiori costi di produzione generati dai rincari delle materie prime è stato trasferito ai prezzi di vendita.

L’inflazione è ulteriormente salita nei primi mesi di quest’anno, toccando in marzo il livello massimo dall’inizio degli anni novanta, principalmente a causa dei forti rialzi delle quotazioni del gas e del petrolio, i cui effetti sono stati solo parzialmente attenuati dagli interventi varati dal Governo. I prezzi alla produzione hanno accelerato e continuerebbero a crescere con maggiore intensità nei prossimi mesi soprattutto nell’industria, più esposta rispetto ai servizi all’incremento dei costi energetici e degli input e alle difficoltà di approvvigionamento.

L’aumento dell’inflazione si è finora trasmesso in misura limitata alla dinamica retributiva, che resta moderata anche nel confronto europeo, a fronte di caratteristiche dell’assetto della contrattazione collettiva che tendono ad attenuare nel breve periodo l’impatto dei rialzi dell’inflazione sulle retribuzioni e di margini di forza lavoro inutilizzata ancora ampi, principalmente a causa del recupero ancora parziale del numero di ore lavorate per addetto.

### *I prezzi e i costi nel 2021*

Nel 2021 in Italia l’inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell’indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è salita in media d’anno all’1,9 per cento, da un valore pressoché nullo nel 2020 (tav. 9.1). Il marcato rincaro dei beni energetici (14,3 per cento), mitigato solo in parte dalle misure del Governo, ha più che compensato il rallentamento dei prezzi dei beni alimentari<sup>1</sup>.

Al netto delle componenti più volatili, l’indice è cresciuto dello 0,8 per cento. L’inflazione dei servizi è aumentata allo 0,9 per cento, trainata nella seconda parte dell’anno dai prezzi dei servizi di ristorazione e di alloggio e da quelli dei trasporti. La dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasta stabile allo 0,7 per cento, mostrando ampie oscillazioni nei dati mensili dovute al diverso calendario, rispetto all’anno precedente, dei saldi stagionali.

<sup>1</sup> Grazie ai DD.LL. 99/2021 e 130/2021 (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*), l’Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA) ha potuto ridurre gli oneri di sistema per le tariffe di gas e azzerare quelli relativi all’elettricità; anche l’aliquota dell’IVA per il gas è stata abbassata, fino al 5 per cento (cfr. il riquadro: *La regolamentazione del settore dell’energia elettrica e il meccanismo di formazione dei prezzi* del capitolo 12). L’impatto sull’inflazione al consumo è stato di circa 3 decimi nella media del 2021.

Tavola 9.1

Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2020	2021	2021
<b>IPCA</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>100,0</b>
Alimentari freschi	2,8	0,7	7,5
Alimentari trasformati	1,0	0,4	17,0
Energetici	-8,6	14,3	8,8
Beni non alimentari e non energetici	0,7	0,7	28,2
Servizi	0,4	0,9	38,6
Beni e servizi a prezzo amministrato	-3,5	7,0	7,7
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	0,5	0,8	70,2
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	
<b>Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno</b>	<b>-4,4</b>	<b>13,0</b>	

Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indici dei prezzi al consumo: Italia*.

I prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno, scesi di oltre il 4 per cento nel 2020, sono saliti del 13 nel 2021, guidati dall'andamento di quelli energetici (33,6 per cento). Anche al netto delle componenti alimentari ed energetiche l'inflazione alla produzione è tornata positiva (5,8 per cento), principalmente per l'accelerazione dei prezzi dei beni intermedi. Questi ultimi hanno riflesso, oltre ai rincari dell'energia, i rialzi delle quotazioni delle materie prime non energetiche e le difficoltà di approvvigionamento connesse con le limitazioni nei trasporti indotte dalle misure di contenimento della pandemia. I prezzi all'importazione sono aumentati del 9,0 per cento (43,1 per le materie prime energetiche). Il forte rialzo dei costi di produzione si è trasferito solo in parte agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi: le società non finanziarie hanno infatti ridotto la loro quota di profitto in rapporto al valore aggiunto, che si è portata al 41,6 per cento alla fine del 2021, dal 44,8 nel terzo trimestre del 2020.

Nel 2021 la dinamica salariale è rimasta molto contenuta: le retribuzioni minime stabilite dai contratti collettivi hanno continuato a crescere a ritmi moderati (0,6 per cento nel totale dell'economia, invariato rispetto al 2020) e inferiori rispetto alla media dell'area (1,5 per cento da 1,7 per cento nel 2020); le retribuzioni orarie effettive hanno ristagnato.

Il costo orario del lavoro è leggermente diminuito, beneficiando anche degli sgravi per le nuove assunzioni di giovani e donne e, soprattutto, della decontribuzione per i lavoratori del settore privato non agricolo del Mezzogiorno. Quest'ultima misura, introdotta a ottobre del 2020 e prolungata per tutto il 2021 dalla L. 178/2020, ha ridotto di circa 3,8 miliardi la spesa complessiva per oneri sociali, abbassando il costo orario del lavoro nelle zone interessate di circa il 7 per cento e, nella media del Paese, di circa il 2. Il totale dei rapporti agevolati nel Sud e nelle Isole (2,6 milioni) rappresenta approssimativamente un quinto delle posizioni lavorative alle dipendenze attive sul territorio nazionale.

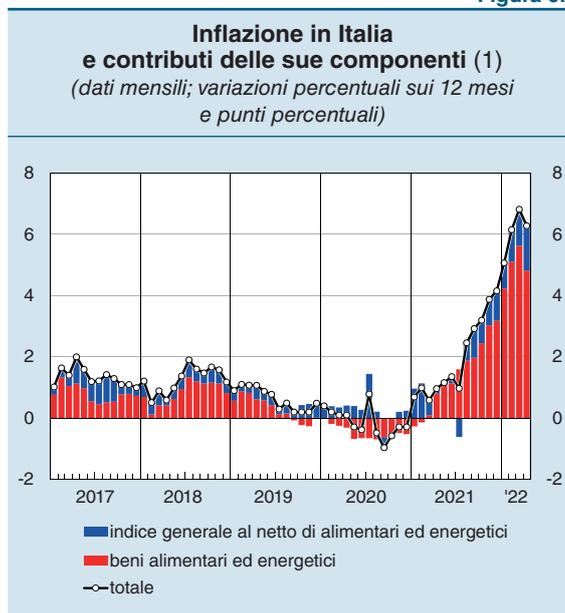
## Le prospettive dell'inflazione nel 2022

Nei primi mesi del 2022 i prezzi delle materie prime, in ulteriore accelerazione anche in seguito all'invasione dell'Ucraina, hanno continuato a spingere al rialzo l'inflazione (fig. 9.1). Quest'ultima in marzo ha toccato il livello più elevato dai primi anni novanta (6,8 per cento), a causa dei forti aumenti della componente energetica nonostante gli interventi del Governo su tariffe e accise<sup>2</sup>. Le persistenti pressioni derivanti dai rincari energetici si sono gradualmente trasmesse anche alle componenti meno volatili dell'inflazione al consumo e ai prezzi dei beni alimentari.

In aprile l'inflazione è diminuita al 6,3 per cento, per effetto del taglio delle accise sui carburanti, della riduzione delle tariffe elettriche e del gas sul mercato regolamentato, la prima dopo quasi un anno e mezzo di rincari, e dell'inclusione del bonus sociale per elettricità e gas per le famiglie economicamente svantaggiate<sup>3</sup>. Si stima che l'inflazione si mantenga su livelli elevati anche nella restante parte dell'anno, pur in presenza di una graduale attenuazione della dinamica della componente energetica. Rischi di ulteriori rialzi provengono dalle ripercussioni del conflitto in Ucraina sui mercati delle materie prime e sulle difficoltà di approvvigionamento dovute alla deviazione di molte rotte commerciali, che si sommano a quelle legate ai lockdown imposti in Cina in risposta all'aumento dei contagi (cfr. il riquadro: *L'aumento dell'inflazione globale: fattori sottostanti e prospettive* del capitolo 1 e il riquadro: *L'impatto della guerra in Ucraina sulle prospettive di crescita e inflazione dell'Italia* del capitolo 4).

I prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno hanno segnato in marzo un notevole incremento (46,5 per cento), sospinto dai rincari dei beni energetici (128,4 per cento), seguito da quello dei beni intermedi (21,8 per cento) e in misura minore dei beni alimentari (11,3 per cento). I prezzi

Figura 9.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indici dei prezzi al consumo: Italia*.  
(1) IPCA.

<sup>2</sup> La legge di bilancio per il 2022 ha prorogato le misure previste per il 2021, stanziando 3,8 miliardi; la conseguente attenuazione degli aumenti delle tariffe di gas ed elettricità stabilite dall'ARERA si è tradotta in una minore variazione dei prezzi al consumo sui dodici mesi per quasi un punto percentuale nel primo trimestre del 2022. Il DL 21/2022 (ampliato con il DL 38/2022) ha inoltre previsto un taglio delle accise sui carburanti nel periodo 23 marzo-8 luglio, che ha inciso per circa 0,2 punti percentuali sull'inflazione del mese di marzo e ridurrebbe di circa mezzo punto quella del secondo trimestre.

<sup>3</sup> In base alle previsioni dei DD.LL. 17/2022 e 21/2022, l'ARERA ha potuto confermare le misure in vigore alla fine del 2021 (cfr. la nota 1) ed estenderle ulteriormente, azzerando gli oneri di sistema per le tariffe del gas e modificando una componente tariffaria che permette una compensazione dei costi di commercializzazione del gas.

all'importazione sono aumentati in marzo del 19 per cento (72,5 per cento per i beni energetici).

Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* della Banca d'Italia dello scorso marzo, le aspettative delle imprese di una variazione dei propri prezzi di vendita nei successivi dodici mesi sono cresciute. Le aziende tuttavia continuerebbero a trasferire solo in parte i maggiori costi ai propri listini (cfr. il riquadro: *L'effetto dei rincari energetici e delle difficoltà di approvvigionamento sulla variazione dei costi e dei prezzi delle imprese*). Le attese di inflazione al consumo delle imprese per l'anno in corso hanno raggiunto livelli elevati, prossimi al 5 per cento sull'orizzonte di dodici mesi in avanti; quelle degli analisti censiti da Consensus Economics per il 2022 sono salite dal 2,7 per cento in gennaio al 6,2 in maggio (per le aspettative a lungo termine sull'area dell'euro, cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* e il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

#### L'EFFETTO DEI RINCARI ENERGETICI E DELLE DIFFICOLTÀ DI APPROVVIGIONAMENTO SULLA VARIAZIONE DEI COSTI E DEI PREZZI DELLE IMPRESE

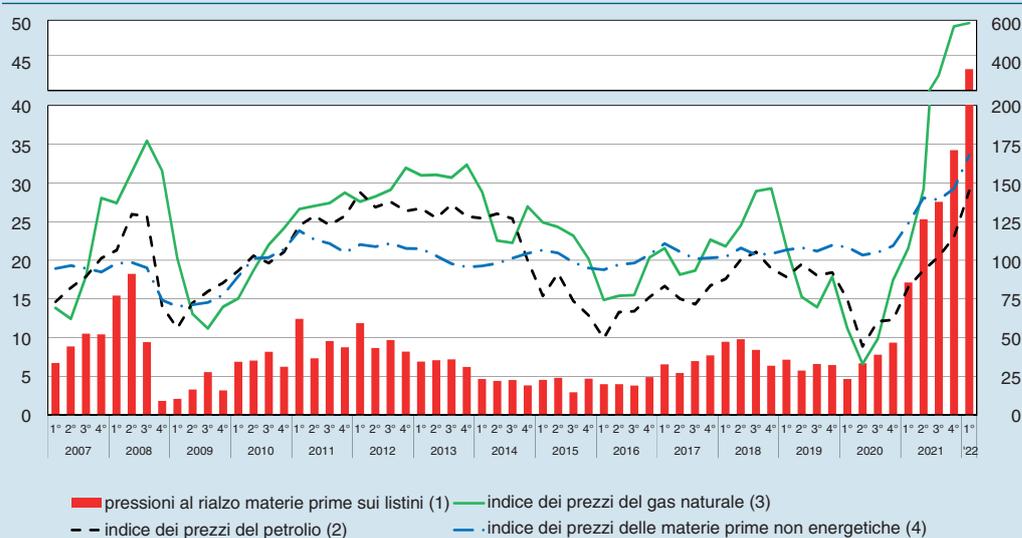
Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia su imprese italiane con almeno 50 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari, nel 2021 i rincari dei beni energetici e di altre materie prime e le protratte tensioni nelle catene di approvvigionamento hanno prodotto effetti negativi rilevanti. La quota delle aziende che segnalano forti pressioni al rialzo sui propri prezzi di vendita riconducibili al costo delle materie prime è cresciuta dal 9 per cento alla fine del 2020 al 43 nel primo trimestre del 2022 (figura); la percentuale di quelle che si attendono effetti molto negativi sulla propria attività, associati ai rincari energetici, è aumentata dal 3 al 36 per cento.

Nell'indagine relativa al quarto trimestre del 2021, circa due terzi delle aziende già segnalavano un aumento dei costi energetici; la quota è salita a oltre l'80 per cento nella rilevazione successiva, condotta dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Per contro, la quota di imprese che dichiaravano di incontrare difficoltà negli approvvigionamenti di materie prime e input intermedi è rimasta pressoché stabile, intorno al 50 per cento.

Confrontando le imprese che in almeno una delle ultime due edizioni dell'indagine hanno indicato di avere subito rincari energetici con quelle che hanno dichiarato di non averne risentito, si stima che la maggiore crescita dei costi nei dodici mesi precedenti attribuibile a questi rincari sia pari a 1,5 punti percentuali. Per le aziende che hanno segnalato problemi di approvvigionamento, l'aggravio dei costi è stimabile in 2,5 punti percentuali. Questi aumenti sarebbero stati trasferiti solo in parte sui prezzi di vendita.

Nelle aspettative delle imprese sia i rincari energetici sia le difficoltà di approvvigionamento incideranno sui costi anche nei successivi dodici mesi; l'effetto sui listini rimarrebbe tuttavia parziale, ancorché più marcato di quello finora osservato. Rispetto alla rilevazione condotta prima del conflitto, le pressioni al rialzo sui costi attesi derivanti dagli incrementi dei beni energetici sarebbero divenute quantitativamente apprezzabili, a fronte di un'attenuazione di quelle associate agli ostacoli all'approvvigionamento.

### Prezzi delle materie prime e attese sui listini (dati trimestrali; quota percentuale e numeri indice: 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, ICE e Refinitiv.

(1) Quota di imprese che si attendono forti pressioni al rialzo sui propri listini nell'anno successivo per effetto del costo delle materie prime; valori pesati tenendo conto dell'universo delle imprese (cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita). – (2) Media dei prezzi al barile delle qualità Brent, WTI e Dubai, convertiti in euro. Scala di destra. – (3) Prezzo in euro per megawattora del benchmark europeo per il gas naturale. Scala di destra. – (4) Media dei prezzi delle materie prime non energetiche. Scala di destra.

Secondo l'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), le famiglie intervistate nel corso del 2021 dalla Banca d'Italia hanno rivisto progressivamente al rialzo le proprie attese di inflazione nei successivi dodici mesi, in concomitanza con i rincari energetici osservati dopo l'estate: i nuclei familiari che hanno risposto all'indagine nel quarto trimestre attribuivano in media una probabilità del 31 per cento al verificarsi di un'inflazione superiore al 2 per cento, contro il 18 per cento per quelli intervistati tra aprile e giugno.

L'andamento del costo del lavoro rimarrebbe moderato anche nell'anno in corso sia per gli assetti della contrattazione collettiva che attenuano gli impatti delle oscillazioni dei prezzi sui salari, sia per la presenza di ampi margini di forza lavoro inutilizzata (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Il costo del lavoro continuerà a beneficiare significativamente degli sgravi contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato di giovani e donne, cui si aggiungono quelli per gli occupati nel Mezzogiorno, attualmente previsti fino al 30 giugno.

## 10. L'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO, LA COMPETITIVITÀ E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Con la forte ripresa del commercio mondiale, nel 2021 le esportazioni italiane di beni sono aumentate in misura rilevante, nonostante l'insorgere di strozzature nelle catene globali di approvvigionamento. Le esportazioni di servizi, pur in significativa espansione grazie al recupero delle entrate turistiche, restano invece ancora al di sotto dei valori antecedenti lo scoppio della pandemia. Anche le importazioni sono cresciute, sia nella componente dei beni sia in quella dei servizi; sono state sostenute dal miglioramento della domanda interna e delle vendite all'estero.

Il surplus di conto corrente si è ridotto al 2,4 per cento del PIL, principalmente per effetto del maggiore disavanzo energetico. Quest'ultimo si è ancora ampliato nel primo trimestre del 2022, risentendo dei rincari connessi con le tensioni generate dalla guerra in Ucraina.

Gli investimenti di portafoglio all'estero sono stati elevati, riflettendo sia esigenze di diversificazione dei rischi sia l'andamento favorevole dei mercati finanziari internazionali. Gli investitori esteri hanno mostrato interesse per le obbligazioni del settore privato non bancario. Il settore pubblico ha ricevuto afflussi dalle istituzioni europee nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e di altri programmi di sostegno comunitario. Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è aumentato.

La posizione netta sull'estero dell'Italia, tornata positiva nel 2020, si è ulteriormente rafforzata, collocandosi al 7,4 per cento del PIL e beneficiando, oltre che del surplus di conto corrente, anche di rivalutazioni di prezzo e di cambio.

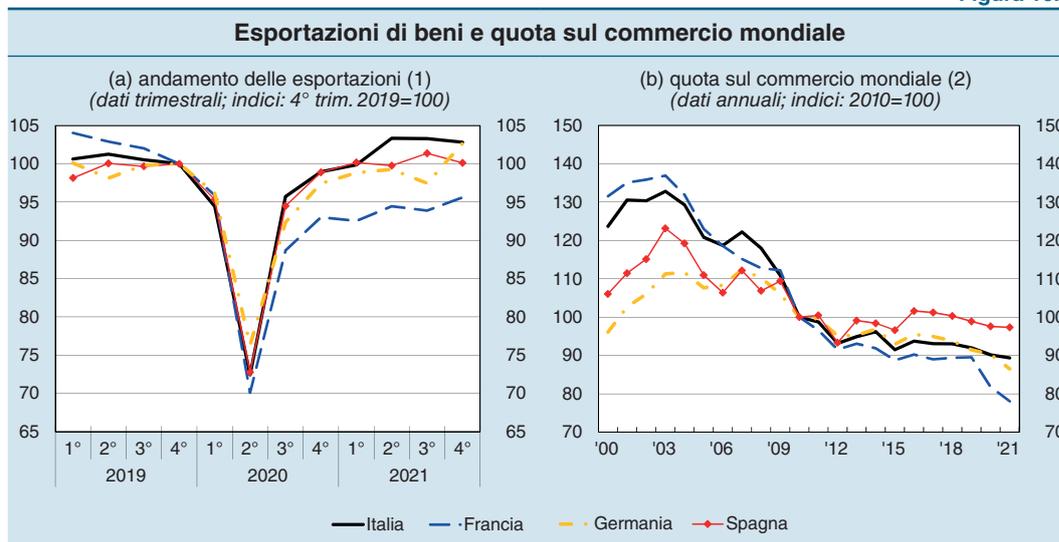
### *Le esportazioni e le importazioni*

*Le esportazioni.* – Nel 2021 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate del 13,3 per cento in volume, recuperando pressoché interamente la contrazione dell'anno precedente.

L'incremento nella componente dei beni è stato marcato (13,1 per cento), malgrado i vincoli derivanti dalle strozzature nelle catene globali di approvvigionamento (cfr. il riquadro: *Problemi di approvvigionamento e catene globali del valore*). Alla forte crescita nel primo semestre, in connessione con la vivace ripresa della domanda estera, è seguito un rallentamento nel secondo. Nel complesso dell'anno la crescita delle esportazioni di merci è comunque stata più elevata di quella osservata negli altri principali paesi dell'area dell'euro (fig. 10.1.a), che hanno risentito maggiormente dei problemi di approvvigionamento. L'espansione delle

vendite all'estero ha superato di quasi 3 punti percentuali quella della domanda proveniente dai principali mercati di sbocco, colmando quasi completamente il divario accumulato nell'anno precedente. La quota di mercato degli esportatori italiani sul commercio mondiale è rimasta pressoché stabile (fig. 10.1.b).

Figura 10.1



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, FMI e Istat.

(1) Esportazioni trimestrali di beni a prezzi concatenati, corrette per gli effetti della stagionalità. – (2) La quota di mercato è calcolata a prezzi e cambi correnti, al netto del commercio di beni energetici.

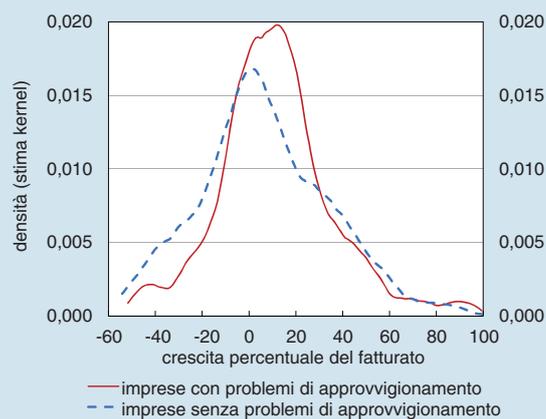
## PROBLEMI DI APPROVVIGIONAMENTO E CATENE GLOBALI DEL VALORE

Nel 2021 le difficoltà delle imprese nell'approvvigionamento di input produttivi sono state diffuse a livello globale, pur con intensità differenziate tra paesi e settori (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*).

Secondo il *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Sondtel) della Banca d'Italia, condotto su un campione di imprese con più di 20 addetti, nei primi nove mesi dell'anno il 60 per cento delle società manifatturiere intervistate aveva riscontrato problemi di approvvigionamento di materie prime o beni intermedi. Le difficoltà sono state più frequenti per le aziende che utilizzavano più intensamente input importati. In base all'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), le criticità

Figura A

### Tassi di crescita del fatturato in volume tra il 2020 e il 2021 (1)



Fonte: elaborazioni su dati Invind.

(1) Distribuzione dei tassi di crescita del fatturato a prezzi costanti nel 2021 rispetto al 2020 per le imprese manifatturiere distinte per la presenza o meno di problemi di approvvigionamento nel 2021.

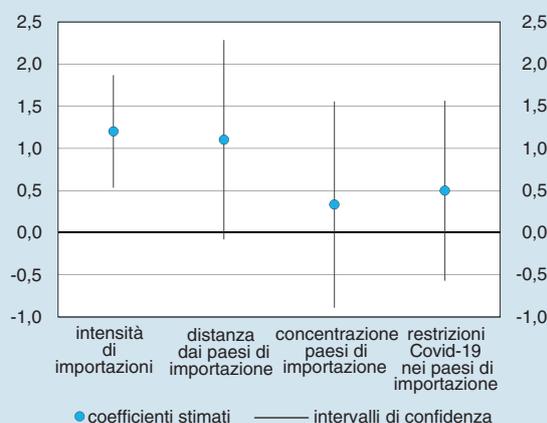
proseguiranno con un'intensità simile o maggiore anche nell'anno in corso. Tuttavia, per le imprese che hanno riscontrato difficoltà di approvvigionamento, l'andamento del fatturato nel 2021 in media è stato più favorevole rispetto a quelle che non hanno segnalato impedimenti. Ciò suggerisce che i problemi di approvvigionamento, in un contesto di persistenti vincoli dal lato dell'offerta, riflettano anche l'intensità della ripresa della domanda (figura A).

Questa interpretazione è confermata da un'analisi delle esportazioni di beni delle società di capitali che tiene conto della composizione della domanda dei mercati di vendita e delle diverse caratteristiche delle imprese coinvolte nelle catene globali del valore (quindi potenzialmente più esposte a strozzature)<sup>1</sup>. In media, tra il 2019 e il 2021 le esportazioni delle aziende con una più alta dipendenza dalle catene globali, misurata dall'incidenza delle importazioni sui ricavi, sono cresciute di più di quelle delle imprese meno integrate (figura B)<sup>2</sup>. Tale effetto non appare influenzato dalla distanza dei fornitori; tende invece ad annullarsi per le imprese che si approvvigionano solo da pochi mercati o da paesi soggetti a restrizioni particolarmente stringenti per il contenimento dei contagi. Per queste imprese le esportazioni sarebbero comunque ritornate ai livelli pre-pandemici<sup>3</sup>.

Le evidenze osservate sono coerenti con le strategie dichiarate dalle aziende per l'anno in corso e per il prossimo, orientate a mantenere il legame con le catene globali del valore, aumentando però la diversificazione dei fornitori. In base alla rilevazione Invind, il 65 per cento delle imprese manifatturiere soggette a problemi di approvvigionamento intende ampliare il numero di fornitori per gli input produttivi, mentre solo il 25 per cento prevede di sostituire fornitori

Figura B

**Crescita delle esportazioni e dipendenza dalle catene globali del valore (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Dogane, Cerved, Oxford Covid-19 Government Response Tracker, CEPPII.

(1) Il grafico mostra i coefficienti e gli intervalli di confidenza al 95 per cento di una regressione che ha come variabile dipendente la differenza del logaritmo delle esportazioni annue per impresa, prodotto e destinazione tra il 2021 e il 2019. La variabile esplicativa di interesse è la quota di importazioni sui ricavi nel 2019, interagita alternativamente con indicatori di restrizioni al Covid-19 nei paesi di importazione, concentrazione geografica dei paesi di importazione (indice di Herfindahl) e distanza dai paesi di importazione. Il grafico mostra la somma del coefficiente di intensità delle importazioni e le interazioni con le variabili indicate. La regressione controlla per effetti fissi di destinazione-prodotto e per caratteristiche di impresa nel 2019 (ricavi, costo del lavoro, redditività, leva finanziaria e dimensione).

<sup>1</sup> F. Hassan, *Global supply chains bottlenecks and exporters' performance: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> Le stime mostrano che, in media, a un aumento di una deviazione standard dell'intensità delle importazioni è associata una crescita delle esportazioni in valore dell'1,2 per cento tra il 2021 e il 2019 (primo coefficiente nella figura B).

<sup>3</sup> L'analisi è limitata al margine intensivo, ossia considera la variazione delle esportazioni per paese e prodotto quando esse sono presenti in entrambi gli anni.

esteri con quelli italiani o di sceglierli più vicini all'Italia (*near-shoring*); per contro, circa il 10 per cento delle società ha intenzione di sostituire fornitori italiani con quelli esteri (*off-shoring*).

L'aumento delle vendite di beni è stato più pronunciato verso i paesi dell'area dell'euro, soprattutto Germania e Spagna. Tra i mercati esterni all'area, è risultata particolarmente favorevole la dinamica delle esportazioni negli Stati Uniti; è stata più debole quella verso la Svizzera, il Giappone e il Regno Unito. Per quest'ultimo paese ha anche influito negativamente, alla fine del 2020, il termine del periodo di transizione previsto dall'accordo di recesso per l'uscita dall'Unione europea (cfr. il riquadro: *L'accordo sugli scambi commerciali e sulla cooperazione tra l'Unione europea e il Regno Unito*, in *Bollettino economico*, 1, 2021).

Alla ripresa delle esportazioni di beni hanno concorso soprattutto la meccanica, la filiera della moda e i comparti relativi a gomma, plastica, metalli e minerali non metalliferi. Il settore automobilistico, tra i più esposti alle strozzature nelle catene di approvvigionamento, ha fornito un contributo più modesto.

Anche le esportazioni di servizi, sostenute a partire dai mesi estivi dal recupero delle entrate turistiche, si sono espanse in misura pronunciata (14,3 per cento), pur restando ancora di oltre un quinto sotto il livello del 2019. Sono aumentate inoltre le vendite di servizi di trasporto, grazie al recupero dei flussi di merci e di passeggeri; si sono ampliate, in misura più contenuta, anche quelle di servizi alle imprese.

Secondo nostre stime, nel primo trimestre dell'anno in corso le esportazioni di beni in volume sono cresciute dopo il rallentamento osservato nella seconda parte del 2021; i prezzi all'esportazione sono aumentati dell'11 per cento su base tendenziale. In termini stagionalizzati le vendite in Russia in marzo si sarebbero ridotte di quasi il 40 per cento in valore sul mese precedente, risentendo delle sanzioni adottate in risposta all'invasione dell'Ucraina; il peso di questo mercato sulle esportazioni italiane è tuttavia limitato (1,5 per cento nel 2021; cfr. il riquadro: *Le relazioni commerciali e finanziarie tra Italia e Russia*, in *Bollettino economico*, 2, 2022).

*Le importazioni.* – Nel 2021 le importazioni di beni e servizi sono aumentate del 14,2 per cento in volume; a fronte di una forte ripresa di entrambe le componenti, solo gli acquisti di beni hanno tuttavia recuperato i livelli pre-pandemici. Il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL è stato comunque positivo (0,2 punti percentuali; cfr. il capitolo 4: *Il quadro di insieme* e in particolare tav. 4.1).

L'aumento delle importazioni di merci, soprattutto da Germania e Cina, ha interessato pressoché tutti i settori, sostenuto anche dalla dinamica degli investimenti fissi lordi e dalla ripresa delle esportazioni. Vi hanno contribuito in misura rilevante gli acquisti di prodotti in gomma, plastica e metalli, di materie prime energetiche e di computer ed elettronica. Tra i prodotti legati alla pandemia le importazioni di vaccini sono ammontate a 1,9 miliardi di euro, quelle di mascherine protettive a 0,5 miliardi (da 3,1 nel 2020).

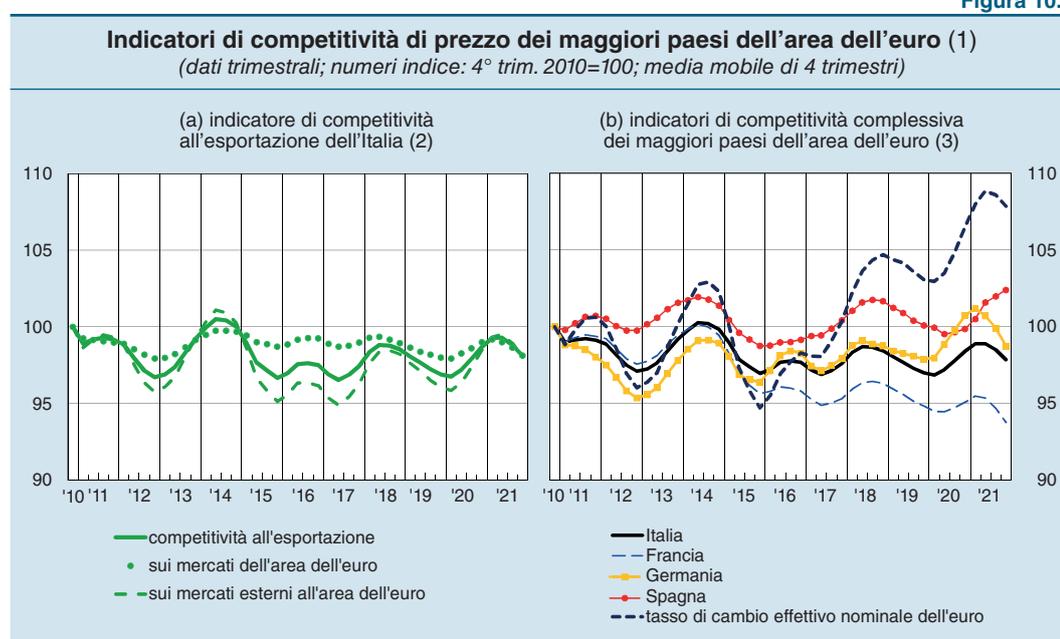
Secondo nostre stime, la crescita delle importazioni di beni in volume si è confermata anche nel primo trimestre del 2022. È proseguita l'accelerazione dei

prezzi all'importazione (18 per cento rispetto allo stesso periodo del 2021), sospinta dai rincari delle materie prime energetiche.

### La competitività di prezzo

La competitività di prezzo all'esportazione – che misura in aggregato l'abilità delle imprese italiane di competere sui mercati di sbocco con i produttori locali e con gli esportatori degli altri paesi – è lievemente migliorata nel 2021, nonostante il modesto apprezzamento del cambio effettivo nominale in media d'anno, recuperando in parte la perdita dell'anno precedente (fig. 10.2.a). L'incremento dei prezzi alla produzione, anche se molto pronunciato (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*), è stato più contenuto rispetto a quello registrato in media dai principali partner commerciali dell'Italia. La competitività è migliorata soprattutto nei mercati interni all'area dell'euro.

Figura 10.2



Fonte: per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, BCE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti*.

(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. – (2) L'indicatore di competitività all'esportazione misura la capacità di un paese di competere con altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali. – (3) L'indicatore di competitività complessiva è ottenuto come media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di competere sul mercato interno con le produzioni importate, e della competitività all'esportazione. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato nei confronti di 42 paesi esterni all'area e ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

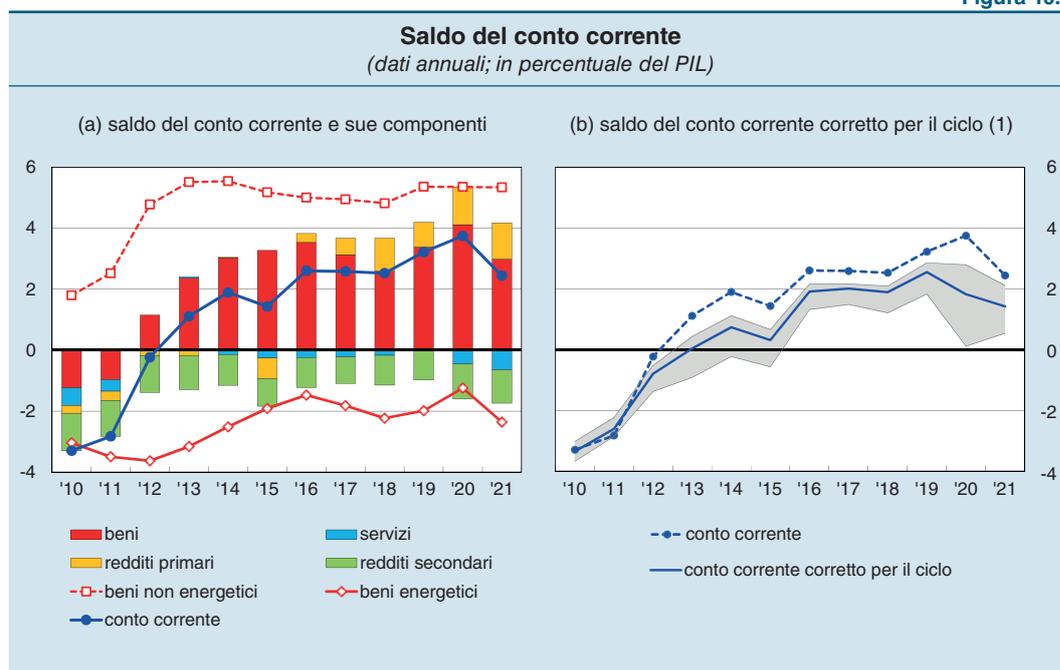
L'indicatore complessivo della competitività di prezzo, che tiene conto della capacità di competere anche con le produzioni importate, segnala un guadagno di pari entità (fig. 10.2.b)<sup>1</sup>. Tra i principali paesi dell'area, la competitività di prezzo è peggiorata solo in Spagna.

<sup>1</sup> Il guadagno risulta confermato anche considerando l'indicatore diffuso dalla Banca centrale europea e basato sul costo del lavoro per unità di prodotto riferito all'intera economia.

## La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero

*Il conto corrente.* – Tra il 2020 e il 2021 l'avanzo di conto corrente si è ridotto da 62,1 a 43,4 miliardi di euro, pari al 2,4 per cento del PIL, riportandosi su un valore prossimo a quelli del 2016-18 (fig. 10.3.a; cfr. tav. 10.1). Secondo nostre stime basate sullo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (output gap) in Italia e nei suoi principali partner commerciali, il saldo corretto per il ciclo economico risulta in avanzo per circa l'1,4 per cento del PIL (fig. 10.3.b); sarebbe positivo anche tenendo conto degli elevati margini di incertezza associati a queste stime.

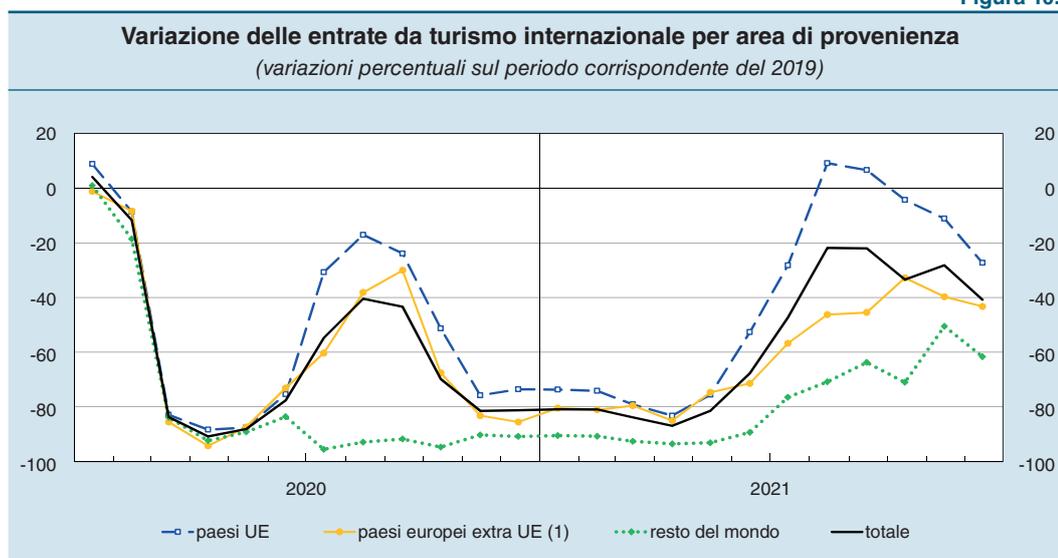
Figura 10.3



La flessione del saldo di conto corrente è dovuta soprattutto al deterioramento di quello mercantile: il raddoppio del disavanzo energetico causato dai mercati rincari dei beni energetici nel secondo semestre (cfr. il riquadro: *La bilancia energetica dell'Italia*) è stato solo in parte compensato dal miglioramento del surplus non energetico. Vi ha contribuito negativamente anche l'ampliamento del deficit nei servizi, trainato da quello nei trasporti a seguito del forte rialzo dei noli (soprattutto marittimi) e solo parzialmente mitigato dal maggiore surplus dei viaggi. Quest'ultimo ha beneficiato della ripresa delle entrate dovute al turismo internazionale, in particolare europeo, a partire dall'estate (fig. 10.4), ma resta ancora appena la metà di quello pre-pandemia.

Il saldo di conto corrente ha continuato a deteriorarsi nei primi tre mesi del 2022, a seguito dell'ulteriore aumento del deficit energetico, triplicato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Figura 10.4



Fonte: *Indagine sul turismo internazionale*, Banca d'Italia, Statistiche.

(1) Include: Albania, Andorra, Bielorussia, Bosnia ed Erzegovina, Fær Øer, Gibilterra, Guernsey, Islanda, Isola di Man, Jersey, Kosovo, Liechtenstein, Macedonia del Nord, Moldavia, Montenegro, Norvegia, Principato di Monaco, Regno Unito, Russia, San Marino, Serbia, Svizzera, Turchia, Ucraina.

## LA BILANCIA ENERGETICA DELL'ITALIA

L'Italia è storicamente un paese importatore netto di prodotti energetici<sup>1</sup>. Il relativo deficit della bilancia dei pagamenti ha mostrato negli ultimi cinquant'anni ampie fluttuazioni, dovute principalmente all'andamento del prezzo del petrolio<sup>2</sup>. Il disavanzo è cresciuto con gli shock petroliferi degli anni settanta del secolo scorso, fino a toccare il massimo del 5,8 per cento del PIL nel 1981 (figura A); dopo il forte calo degli anni ottanta e una sostanziale stabilità attorno all'1,3 per cento nel decennio successivo, ha ripreso a crescere gradualmente, raggiungendo il 3,6 per cento nel 2012. Si è poi nuovamente ridotto, fino all'1,2 per cento nel 2020, in corrispondenza della caduta dell'attività economica globale e dei prezzi dei beni energetici innescata dalla prima ondata pandemica. Oltre alle dinamiche dei prezzi, sulle tendenze di lungo periodo del saldo energetico hanno influito i cambiamenti strutturali nell'uso e nelle fonti di approvvigionamento, tra cui la riduzione complessiva dell'intensità energetica (di oltre un terzo rispetto all'inizio degli anni settanta) e il calo della quota utilizzata dal settore dell'industria (di quasi 16 punti percentuali nello stesso periodo).

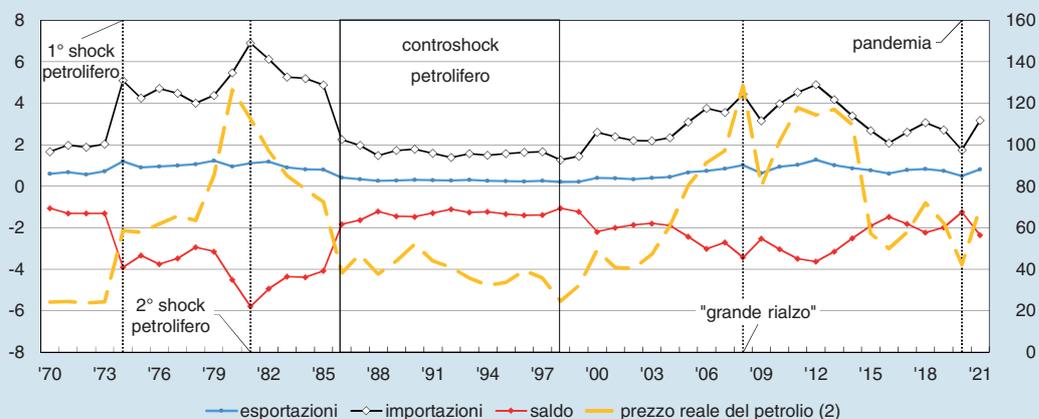
Nel 2021 il deficit energetico si è ampliato al 2,4 per cento del PIL (42 miliardi di euro), riflettendo quasi esclusivamente il considerevole rialzo dei valori medi unitari dei beni energetici importati (per il petrolio e il gas, rispettivamente, del 55 e del 118 per cento rispetto alla media del 2020); crescerà ancora nell'anno in corso, risentendo degli ulteriori rincari connessi con il conflitto in Ucraina.

<sup>1</sup> I prodotti energetici sono definiti, sulla base della classificazione Ateco 2007, come l'aggregazione delle seguenti voci: B05 (carbone, esclusa torba), B061 (petrolio greggio), B062 (gas naturale), CD19 (coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio) e DD35 (energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata).

<sup>2</sup> C. Giordano ed E. Tosti, *An assessment of Italy's energy trade balance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura A

**Interscambio di beni energetici dell'Italia e prezzo reale del petrolio (1970-2021) (1)**  
(in percentuale del PIL; prezzo del petrolio in dollari USA al barile)



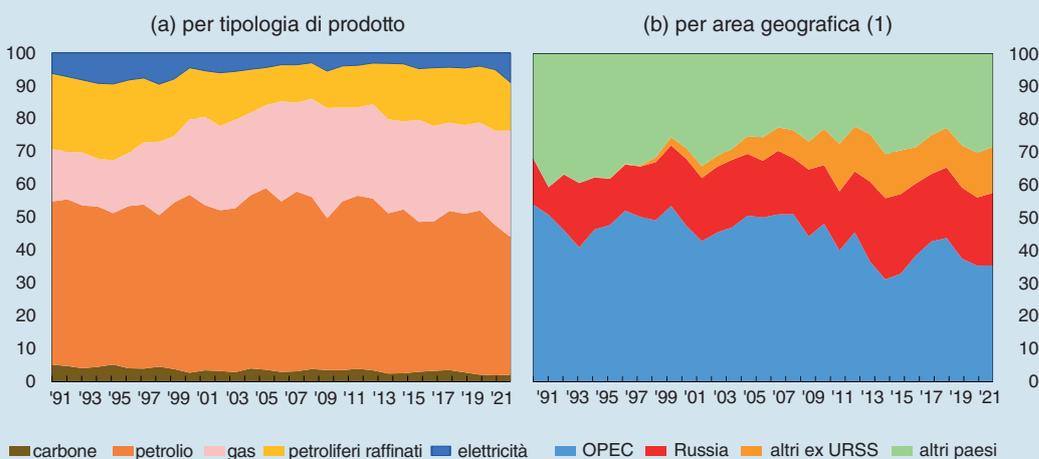
Fonte: elaborazioni su dati Istat (commercio estero e contabilità nazionale) e dati di bilancia dei pagamenti; per il prezzo reale del petrolio, Federal Reserve Economic Data (FRED).

(1) Il primo shock petrolifero risale alla fine del 1973, a seguito della guerra arabo-israeliana; il secondo shock è in concomitanza con la rivoluzione iraniana di fine 1978 e con l'inizio della guerra Iraq-Iran del 1980; il controschoc petrolifero riguarda il lungo periodo di bassi prezzi tra la seconda metà degli anni ottanta e gli anni novanta; il "grande rialzo" coincide con l'aumento delle quotazioni culminato a giugno del 2008; la pandemia corrisponde al calo dei prezzi registrato a seguito dell'emergenza sanitaria. – (2) Prezzo medio annuo del petrolio qualità WTI deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo degli Stati Uniti (base: media 2021=100). Scala di destra.

Il petrolio greggio è la principale componente delle importazioni italiane di prodotti energetici, anche se nel tempo la sua incidenza, come quella del carbone, è diminuita a favore soprattutto del gas. Il peso di quest'ultimo è raddoppiato rispetto ai primi anni novanta (figura B, pannello a), grazie anche all'ampliamento delle infrastrutture di trasporto. Nel 2021 il petrolio ha costituito il 42 per cento del valore totale degli acquisti, contro il 32 del gas, il 15 dei prodotti petroliferi raffinati, il 9 dell'elettricità e una quota residuale del carbone.

Figura B

**Importazioni di beni energetici dell'Italia (1991-2021)**  
(composizione percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) L'insieme dei paesi aderenti all'OPEC è variato nel tempo; gli "altri ex URSS" includono Azerbaigian e Kazakistan.

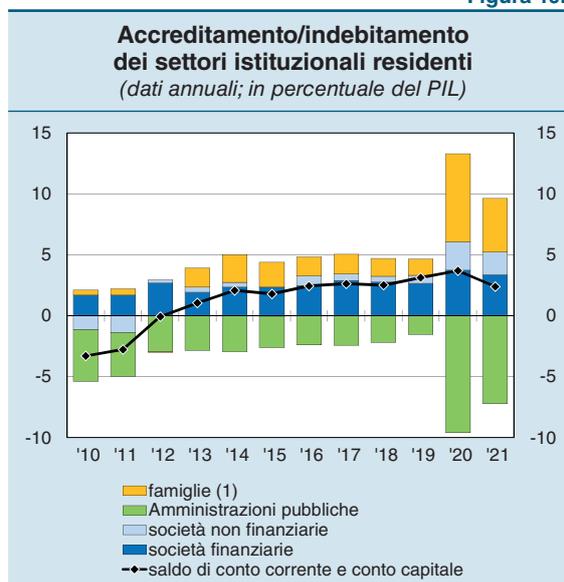
Negli ultimi trent'anni l'incidenza dei paesi OPEC sulle forniture energetiche all'Italia è diminuita di quasi 20 punti percentuali (al 35 per cento nel 2021; figura B, pannello b), a favore di Russia, Azerbaigian e Kazakistan, la cui quota complessiva è più che raddoppiata, al 36 per cento, principalmente per l'incremento delle importazioni di gas. La concentrazione geografica degli acquisti rimane tuttavia elevata: i primi otto paesi fornitori pesano per l'85 per cento delle importazioni di petrolio e per il 98 di quelle di gas; quasi la metà di queste ultime importazioni lo scorso anno è giunta dalla Russia.

L'avanzo dei redditi primari si è lievemente ampliato nel 2021, soprattutto grazie alla componente dei redditi da capitale, in particolare da investimenti diretti (secondo dati provvisori). Il disavanzo dei redditi secondari è marginalmente aumentato, principalmente per la crescita delle rimesse inviate all'estero dai lavoratori stranieri residenti in Italia e per i maggiori trasferimenti a favore del bilancio dell'Unione europea.

Il disavanzo del conto capitale si è ampliato rispetto all'anno precedente per effetto delle uscite più elevate legate agli acquisti di permessi negoziabili di emissione di anidride carbonica, il cui prezzo è raddoppiato nel corso del 2021. Queste uscite hanno superato i maggiori trasferimenti dalle istituzioni della UE, riconducibili in larga parte ai fondi ricevuti nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR; cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*)<sup>2</sup>.

Interpretando il saldo di conto corrente e conto capitale come il risultato delle decisioni di risparmio e di investimento dei settori istituzionali residenti, la flessione rispetto al 2020 ha avuto come principale contropartita il calo del risparmio netto delle famiglie (4,4 per cento del PIL, dal 7,2; fig. 10.5) connesso con la ripresa dei consumi (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*), che ha più che compensato il minore indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (al 7,2 per cento dal 9,6; cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). Nonostante il forte recupero degli investimenti, il saldo delle società non finanziarie è rimasto positivo, seppure in diminuzione.

Figura 10.5



Fonte: Istat.  
(1) Sono incluse le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp).

<sup>2</sup> Secondo le convenzioni statistiche della bilancia dei pagamenti, i trasferimenti ricevuti nell'ambito del PNRR sono iscritti nel conto corrente e nel conto capitale (a seconda che siano rispettivamente per finalità correnti o per investimenti e altre spese in conto capitale) solo nella misura in cui i fondi siano stati effettivamente spesi. I trasferimenti non ancora spesi sono invece riportati nel conto finanziario tra gli "altri investimenti". Nel 2021 sono stati registrati crediti relativi al PNRR per 1.382 milioni nel conto capitale e per 137 milioni nel conto corrente.

Tavola 10.1

<b>Bilancia dei pagamenti (1)</b> (saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2018	2019	2020	2021	2021 gen.-mar.	2022 gen.-mar.
<b>Conto corrente</b>	<b>44,8</b>	<b>57,9</b>	<b>62,1</b>	<b>43,4</b>	<b>7,5</b>	<b>-8,6</b>
in % del PIL	2,5	3,2	3,7	2,4		
Merci	45,9	60,7	68,2	53,0	13,0	-3,7
prodotti non energetici (2)	85,4	96,3	88,8	94,8	19,8	16,6
prodotti energetici (2)	-39,5	-35,6	-20,5	-41,9	-6,8	-20,3
Servizi	-2,9	-0,4	-7,4	-11,4	-4,5	-4,7
di cui: trasporti	-9,5	-9,8	-7,8	-11,9	-2,1	-4,0
viaggi	16,2	17,2	7,8	8,6	-0,3	1,6
Redditi primari (3)	19,2	14,7	20,4	21,2	6,2	6,8
Redditi secondari (4)	-17,4	-17,2	-19,1	-19,4	-7,2	-7,0
<b>Conto capitale</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,8</b>
<b>Conto finanziario (5)</b>	<b>32,8</b>	<b>54,3</b>	<b>62,7</b>	<b>25,7</b>	<b>6,3</b>	<b>-15,6</b>
Investimenti diretti	-5,2	1,5	19,1	2,8	1,6	-5,5
italiani all'estero	32,7	29,3	0,3	14,7	4,9	3,5
esteri in Italia	37,9	27,8	-18,8	12,0	3,3	9,0
Investimenti di portafoglio	132,5	-51,8	108,5	123,9	3,9	43,2
attività: azioni e fondi comuni (6)	41,0	36,4	58,0	79,1	22,1	9,0
attività: titoli di debito (6)	17,7	33,6	33,2	44,8	11,6	27,4
passività: azioni e fondi comuni (6)	-5,0	15,3	-4,0	3,3	2,7	-0,8
passività: titoli di debito (6)	-68,8	106,5	-13,3	-3,3	27,0	-5,9
Derivati	-2,8	2,6	-2,9	..	-0,8	-7,1
Altri investimenti	-94,4	98,8	-65,9	-121,7	2,1	-46,2
Variazione delle riserve ufficiali	2,6	3,2	4,0	20,7	-0,6	..
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-11,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>-15,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-6,2</b>

Fonte: per il PIL, Istat.  
 (1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero*. Da gennaio a marzo del 2022, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Consistono in redditi da lavoro, redditi da capitale e altri redditi primari. – (4) Rappresentano i trasferimenti correnti tra residenti e non residenti. – (5) A partire dall'adozione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª ed., 2009 (BPM6), la convenzione di segno che regola il conto finanziario prevede che anche per le attività sull'estero, come già avveniva dal lato delle passività, valori positivi (negativi) indichino un incremento (una riduzione). – (6) 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 conto finanziario.* – Gli investimenti di portafoglio all'estero si sono intensificati nel 2021 (123,9 miliardi, oltre un terzo in più rispetto al 2020) continuando a riflettere esigenze di diversificazione finanziaria da parte dei residenti, legate anche alla compressione dei rendimenti dei titoli italiani per effetto dei programmi di acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema. Un ulteriore impulso è derivato dal rialzo dei corsi azionari sui mercati internazionali (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*) che ha incoraggiato gli acquisti di quote di fondi comuni esteri (il 60 per cento circa del complesso degli investimenti di portafoglio nell'anno), riconducibili in prevalenza alle famiglie e alle società di assicurazione. I restanti acquisti netti hanno riguardato soprattutto titoli di debito, principalmente da parte del settore

bancario, che ha aumentato la propria esposizione in titoli pubblici statunitensi, spagnoli e degli altri paesi dell'area dell'euro.

Gli investitori non residenti hanno mantenuto invariata la propria esposizione complessiva in titoli di portafoglio italiani, modificando tuttavia la composizione per settore emittente: in un contesto in cui gli acquisti da parte dell'Eurosistema sono stati significativamente superiori alle emissioni nette del Tesoro, alle vendite nette di titoli pubblici per 27,5 miliardi sono corrisposti investimenti in obbligazioni emesse dal settore privato non bancario di simile ammontare (tav. 10.2).

Tavola 10.2

Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con le altre voci di bilancia dei pagamenti (1)										
<i>(miliardi di euro)</i>										
PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente)	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)	<i>di cui: intermediata da controparti centrali residenti</i>	(E)	(F)	(G)
2021	-590	-74	-28	29	-1	-4	25	41	13	124
2021 – 1° trim.	-516	..	24	9	-2	-9	6	6	8	34
2° trim.	-522	-6	6	3	-1	6	13	16	-3	33
3° trim.	-514	8	-23	6	4	14	6	17	19	27
4° trim.	-590	-76	-34	11	-2	-15	..	3	-10	30
2022 – 1° trim.	-597	-7	-2	-1	-4	38	13	-9	8	36
apr.	-573	24	....	....	....	....	....	....	....	....

(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 2022 i dati di bilancia dei pagamenti sono provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli "altri investimenti", riserve ufficiali, errori e omissioni.

Dopo la fase di stallo globale causata dalla pandemia, nel 2021 gli investimenti diretti sono ripresi. Secondo dati provvisori, quelli italiani all'estero sono stati pari a 14,7 miliardi. Quelli esteri in Italia (12,0 miliardi) si sono concentrati nei settori dei trasporti e delle telecomunicazioni; rimangono tuttavia inferiori di circa la metà rispetto agli afflussi medi osservati negli anni precedenti al 2020.

Le riserve ufficiali sono aumentate di 20,7 miliardi, in larga parte per l'assegnazione di diritti speciali di prelievo (DSP) da parte del Fondo monetario internazionale (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*)<sup>3</sup>. Tra gli "altri investimenti", la raccolta netta all'estero

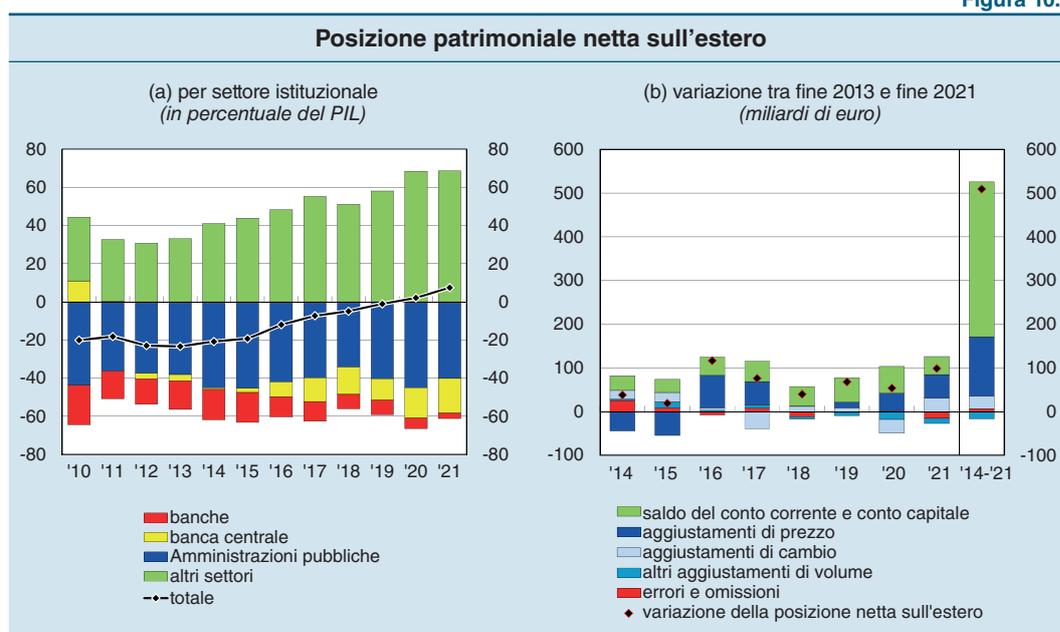
<sup>3</sup> L'assegnazione ha avuto un impatto nullo sul saldo del conto finanziario in quanto, in contropartita all'aumento delle riserve ufficiali, come da convenzioni statistiche della bilancia dei pagamenti, è stata introdotta una passività di pari ammontare nei confronti dell'FMI tra gli "altri investimenti" della banca centrale.

delle banche residenti si è lievemente ridotta (4,2 miliardi). Il settore pubblico ha ricevuto dalle istituzioni europee 10,9 miliardi come prestiti nell'ambito dello strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza sanitaria (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e 23,4 come prefinanziamento di una quota delle risorse previste dal PNRR (al netto di 1,5 miliardi registrati nel conto corrente e nel conto capitale; cfr. la nota 2).

La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è cresciuta di 74 miliardi, raggiungendo 590 miliardi alla fine del 2021, anche per effetto dell'immissione di liquidità da parte dell'Eurosistema nell'ambito dei programmi di acquisto di titoli e delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Sulla base dell'identità contabile della bilancia dei pagamenti, all'incremento del saldo debitorio sono corrisposti soprattutto deflussi di capitali per investimenti dei residenti in titoli esteri di portafoglio, solo in parte compensati dagli afflussi derivanti dal surplus di conto corrente (tav. 10.2). Alla fine di aprile il saldo debitorio risultava pari a 573 miliardi.

*La posizione patrimoniale sull'estero.* – La posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia, tornata positiva nel 2020 dopo oltre trent'anni, si è ulteriormente rafforzata, portandosi a 132 miliardi (il 7,4 per cento del PIL) alla fine del 2021 (fig. 10.6.a). L'aumento di quasi 100 miliardi rispetto all'anno precedente è riconducibile per oltre il 40 per cento all'avanzo di conto corrente e di conto capitale e, per la parte restante, al contributo positivo degli aggiustamenti di prezzo e di cambio; i primi hanno beneficiato della crescita delle quotazioni azionarie sui mercati internazionali, mentre i secondi hanno riflesso l'apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro rispetto alla fine del 2020, data la posizione netta creditoria in strumenti denominati nella valuta statunitense. La posizione netta sull'estero del settore privato si conferma

Figura 10.6



Fonte: per il PIL, Istat.

positiva, ad eccezione di quella del settore bancario, il cui valore negativo si è tuttavia ridotto nel 2021.

La correzione della posizione patrimoniale sull'estero dal minimo toccato alla fine del 2013 è stata di oltre 30 punti di PIL, grazie ai persistenti avanzi di conto corrente e, in misura minore, all'effetto positivo degli aggiustamenti di valutazione, dovuto all'andamento favorevole dei mercati azionari internazionali nel complesso del periodo (fig. 10.6.b).

## 11. LA FINANZA PUBBLICA

La forte ripresa dell'economia italiana nel 2021 ha consentito un significativo miglioramento dei conti pubblici. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 7,2 per cento del prodotto, riflettendo il calo del disavanzo primario. Il rapporto tra il debito e il PIL si è ridotto al 150,8 per cento, grazie soprattutto all'ampia differenza tra crescita del prodotto nominale e onere medio del debito.

Secondo i piani del Governo, presentati nel *Documento di economia e finanza 2022* (DEF 2022) dello scorso aprile, quest'anno l'indebitamento netto e il debito scenderanno ancora in rapporto al PIL, collocandosi rispettivamente al 5,6 e al 147,0 per cento; queste stime incorporano l'effetto dei provvedimenti di sostegno a famiglie e imprese approvati nel corso dei primi cinque mesi del 2022 a fronte dei rincari energetici.

Con riguardo al prossimo triennio il DEF 2022 programma un ulteriore miglioramento dei conti: nel 2025 l'indebitamento netto si collocherebbe sotto il 3 per cento del PIL e il saldo primario tornerebbe in avanzo; il rapporto tra debito e prodotto sarebbe pari al 141,4 per cento. Questo scenario è soggetto al rischio che la crescita sia inferiore a quanto previsto, in relazione all'andamento del conflitto in Ucraina.

Per il più lungo termine il Governo conferma l'obiettivo di un sensibile e duraturo calo dell'incidenza del debito. Per raggiungere questo traguardo, oltre a un più alto potenziale di sviluppo dell'economia, occorrerà un avanzo primario adeguato. Un contributo fondamentale potrà derivare dalla piena realizzazione dei programmi di riforma e investimento previsti dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

### *La finanza pubblica nel 2021*

*L'indebitamento netto: obiettivi, interventi in corso d'anno e risultati.* – Nell'autunno del 2020 il *Documento programmatico di bilancio 2021* (DPB 2021) indicava come obiettivo per l'anno successivo un indebitamento netto pari al 7,0 per cento del PIL, in diminuzione di 3,5 punti percentuali rispetto al valore allora atteso per il 2020. Coerentemente con questo obiettivo, più alto della stima tendenziale per circa 1,4 punti percentuali del PIL, la manovra di bilancio approvata in dicembre disponeva diversi interventi espansivi, tra cui lo stanziamento di risorse a favore delle famiglie con figli, l'estensione di sgravi contributivi per le imprese operanti nel Mezzogiorno, nonché il rinnovo e il potenziamento di alcune misure in favore degli investimenti privati. A seguito del perdurare dell'emergenza sanitaria, venivano inoltre prorogati alcuni dei provvedimenti introdotti per mitigare gli effetti economici della pandemia.

Nelle valutazioni ufficiali una parziale copertura degli interventi era offerta dalle sovvenzioni europee attese nell'ambito del programma *Next Generation EU* (NGEU)<sup>1</sup>.

Nella prima parte dell'anno il Governo ha ritenuto necessario approntare – una volta ottenuta l'autorizzazione del Parlamento – ulteriori misure espansive, finanziate in disavanzo per 71,4 miliardi nel 2021. Il DL 41/2021 (decreto “sostegni”)<sup>2</sup>, il DL 59/2021 (che istituiva tra l'altro il Fondo complementare al PNRR), il DL 73/2021 (decreto “sostegni bis”)<sup>3</sup> e il DL 99/2021 destinavano circa 52 miliardi agli aiuti per le imprese e per l'attività economica, poco più di 11 miliardi ai lavoratori e alle famiglie e circa 8 miliardi a interventi per affrontare l'emergenza sanitaria. La restante parte delle risorse veniva indirizzata principalmente agli enti territoriali e al comparto dell'istruzione e della ricerca (5,9 miliardi). Secondo le valutazioni ufficiali, gli interventi avrebbero comportato un aumento dell'indebitamento netto pari al 4,0 per cento del PIL nel 2021 e a poco meno dello 0,3 per cento all'anno in media nel triennio successivo (il DL 99/2021 conteneva misure di natura temporanea a sostegno di lavoratori e imprese nonché in materia fiscale, coperte principalmente dai minori costi stimati per interventi disposti in precedenza, e aveva un impatto pressoché nullo sul disavanzo).

Per effetto dei provvedimenti sopra descritti e di una revisione al ribasso delle previsioni di crescita economica (dal 6,0 al 4,5 per cento), il DEF 2021 pubblicato nella primavera dello scorso anno portava l'obiettivo per l'indebitamento netto per il 2021 all'11,8 per cento, un valore più alto di 4,8 punti percentuali rispetto a quello indicato nel DPB 2021, sebbene il consuntivo per il 2020 si fosse rivelato migliore delle attese per circa un punto percentuale del prodotto<sup>4</sup>.

Alla fine di settembre tuttavia – in considerazione del miglioramento delle previsioni sulla crescita del prodotto (tornate al 6,0 per cento) e, soprattutto, del favorevole andamento delle entrate e delle uscite riscontrato in corso d'anno – nella

<sup>1</sup> *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2021-2023*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 24 novembre 2020.

<sup>2</sup> Il decreto, convertito dalla L. 69/2021, utilizzava quasi totalmente lo scostamento di bilancio di 32 miliardi richiesto dal Governo e autorizzato il 20 gennaio dal Parlamento. Per approfondimenti, cfr. la memoria della Banca d'Italia per le Commissioni riunite 5<sup>a</sup> (Programmazione economica, bilancio) e 6<sup>a</sup> (Finanze e tesoro), *Disegno di legge n. 2144, conversione in legge del decreto-legge 22 marzo 2021, n. 41, recante misure urgenti in materia di sostegno alle imprese e agli operatori economici, di lavoro, salute e servizi territoriali, connesse all'emergenza da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 8 aprile 2021.

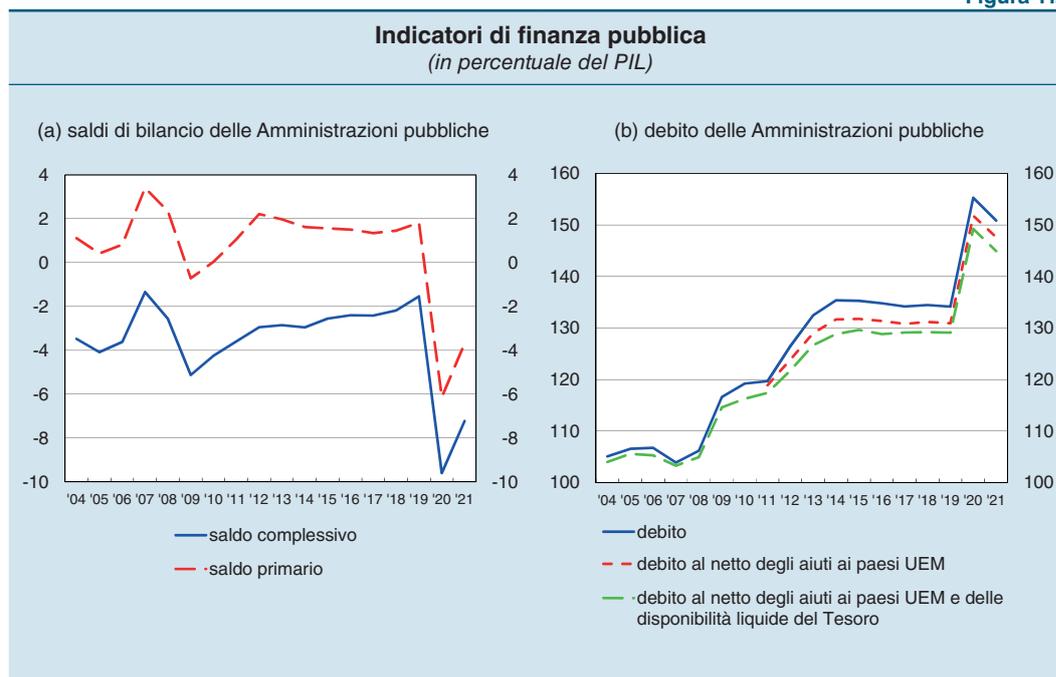
<sup>3</sup> I DD.LL. 59/2021 e 73/2021, convertiti rispettivamente dalle LL. 101/2021 e 106/2021, utilizzavano quasi interamente lo scostamento di bilancio richiesto dal Governo e autorizzato dal Parlamento in aprile, contestualmente al DEF, pari a 40 miliardi nel 2021. Per ulteriori dettagli, cfr. *Conversione in legge del DL 25 maggio 2021, n. 73 (misure urgenti connesse all'emergenza da Covid-19, per le imprese, il lavoro, i giovani, la salute e i servizi territoriali)*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissione 5<sup>a</sup> (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei deputati, Roma, 7 giugno 2021.

<sup>4</sup> *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2021*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5<sup>a</sup> della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 20 aprile 2021.

Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021 (NADEF 2021) il Governo riduceva la stima di indebitamento netto al 9,4 per cento del PIL<sup>5</sup>.

A consuntivo l'andamento dei conti è stato migliore anche di queste ultime previsioni, soprattutto per effetto di entrate superiori alle attese e di spese per le misure di sostegno inferiori a quanto preventivato<sup>6</sup>. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 7,2 per cento del prodotto, dal 9,6 del 2020 (fig. 11.1 e tav. 11.1), a causa della riduzione del disavanzo primario.

Figura 11.1



Nelle più recenti valutazioni della Commissione europea il miglioramento dei conti in Italia nel 2021 sarebbe stato guidato dai favorevoli sviluppi congiunturali. Il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico sarebbe peggiorato di 0,8 punti percentuali del PIL (3,0 punti nel 2020).

<sup>5</sup> Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5<sup>a</sup> della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 5 ottobre 2021.

<sup>6</sup> Utilizzando soprattutto lo spazio di bilancio venutosi a creare grazie a spese inferiori rispetto a quanto programmato, il Governo in settembre aveva stanziato 3,5 miliardi per il contenimento dei costi delle bollette relative al consumo di energia (DL 130/2021) e in ottobre e in dicembre aveva disposto aumenti di spesa per 4,8 miliardi destinati agli investimenti per la rete ferroviaria e all'acquisto di vaccini e farmaci (DL 146/2021 e DL 209/2021). Per maggiori informazioni, cfr. la memoria della Banca d'Italia per la 10<sup>a</sup> Commissione permanente (Industria, commercio e turismo), *Disegno di legge n. 2401, conversione in legge del decreto-legge del 27 settembre 2021, n. 130, recante misure urgenti in materia di contenimento degli effetti degli aumenti dei prezzi nel settore elettrico e del gas naturale*, Senato della Repubblica, Roma, 20 ottobre 2021.

Tavola 11.1

Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1) (miliardi di euro e percentuali del PIL)						
VOCI	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Entrate correnti	784,4	797,9	814,2	838,9	781,2	850,4
di cui: contributi sociali	220,6	225,6	234,5	242,2	229,7	245,0
imposte dirette	247,6	250,3	248,6	258,1	250,7	267,1
imposte indirette	242,5	248,5	254,4	257,6	227,1	258,3
Entrate in conto capitale	7,1	6,9	4,3	4,3	4,2	7,2
Pressione fiscale	42,2	41,8	41,7	42,3	42,8	43,5
<b>Totale entrate</b>	<b>791,5</b>	<b>804,8</b>	<b>818,5</b>	<b>843,2</b>	<b>785,4</b>	<b>857,6</b>
in % del PIL	46,7	46,3	46,2	46,9	47,4	48,3
Spese primarie correnti	710,3	714,6	734,3	748,5	798,5	816,3
Interessi	66,4	65,5	64,6	60,4	57,3	62,9
Spese in conto capitale (2)	55,6	66,8	58,4	62,0	88,6	106,8
di cui: investimenti fissi lordi	39,0	38,3	37,8	41,5	42,4	50,7
<b>Totale spese</b>	<b>832,3</b>	<b>846,8</b>	<b>857,2</b>	<b>870,9</b>	<b>944,4</b>	<b>986,0</b>
in % del PIL	49,1	48,8	48,4	48,5	57,0	55,5
<b>Saldo primario</b>	<b>25,6</b>	<b>23,4</b>	<b>25,9</b>	<b>32,7</b>	<b>-101,7</b>	<b>-65,5</b>
in % del PIL	1,5	1,4	1,5	1,8	-6,1	-3,7
<b>Indebitamento netto</b>	<b>40,8</b>	<b>42,0</b>	<b>38,7</b>	<b>27,7</b>	<b>159,0</b>	<b>128,3</b>
in % del PIL	2,4	2,4	2,2	1,5	9,6	7,2

Fonte: Istat.  
(1) 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.

*Le entrate.* – Nel 2021 le entrate sono salite del 9,2 per cento, più del PIL nominale (7,2 per cento). L'aumento ha riguardato tutte le componenti (tav. 11.1): il più considerevole, sia in valore assoluto sia in termini percentuali, è stato quello delle imposte indirette (13,8 per cento); le imposte dirette e i contributi sociali sono cresciuti rispettivamente del 6,5 e del 6,7 per cento; è stato rilevante anche l'incremento delle altre entrate correnti e delle entrate in conto capitale (complessivamente 11,3 per cento), che includono risorse assegnate all'Italia nell'ambito del programma NGEU. La pressione fiscale è salita di 0,7 punti, al 43,5 per cento.

Tra le imposte indirette è risultato particolarmente pronunciato l'incremento del gettito dell'IVA (21,1 miliardi; 21,2 per cento), nettamente superiore a quello dei consumi delle famiglie (5,2 per cento; cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*). Sulla componente relativa agli scambi interni ha inciso il protrarsi della pandemia: ciò ha determinato un'ulteriore lieve riduzione sia della quota di spesa per servizi (caratterizzati da aliquote più basse e da una maggiore evasione), sia della preferenza per l'utilizzo di contante<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> F. Berardini e F. Renzi, *Mind the Gap! The (unexpected) impact of Covid-19 pandemic on VAT revenue in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 669, 2022.

La componente relativa alle importazioni è stata sostenuta dall'aumento dei prezzi dei beni energetici. Fra le altre imposte indirette, il gettito dell'IRAP è risultato particolarmente consistente, rispecchiando il ripristino dei versamenti del saldo e del primo acconto cancellati nel 2020.

Per quanto riguarda le imposte dirette il gettito dell'Irpef è salito del 4,8 per cento, mentre quello dell'Ires è sceso dell'11 per cento (-2,6 per cento nel 2020), riflettendo in parte gli effetti della recessione del 2020. Per contro sono aumentate in modo molto marcato sia le imposte sostitutive sulle attività finanziarie delle famiglie (poco meno di 6 miliardi, circa il 41,7 per cento), sia quella sulla rivalutazione dei beni aziendali (3,5 miliardi, oltre il 220 per cento)<sup>8</sup>.

*Le spese.* – Le spese delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute del 4,4 per cento. A fronte di un aumento relativamente contenuto delle uscite primarie correnti (2,2 per cento) – frenate dal calo delle spese per gli ammortizzatori sociali – quelle in conto capitale hanno mostrato una dinamica particolarmente sostenuta (20,6 per cento; dal 5,3 al 6,0 per cento del PIL), su cui hanno influito gli investimenti pubblici, i contributi agli investimenti privati e gli interventi di sostegno alle imprese legati alla pandemia.

Sull'incremento della spesa primaria corrente hanno inciso in particolare i consumi intermedi (6,6 per cento), sospinti soprattutto dalla quota relativa alla sanità, che rappresenta oltre un terzo del totale dell'aggregato; in misura minore i redditi da lavoro dipendente (1,6 per cento). All'aumento della spesa per le retribuzioni pubbliche hanno contribuito in modo simile la crescita dell'occupazione e quella dei compensi medi.

Le prestazioni sociali in denaro sono invece risultate sostanzialmente stabili al livello del 2020: i maggiori esborsi per pensioni (2,1 per cento, poco al di sotto della crescita annua nel biennio precedente) sono stati controbilanciati dal calo delle prestazioni non pensionistiche (-6,9 per cento). Per quanto riguarda queste ultime la riduzione degli assegni di integrazione salariale e delle indennità di disoccupazione ha più che compensato l'incremento degli assegni familiari (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).

Dopo anni di crescita poco accentuata, la spesa sanitaria è salita significativamente per il secondo anno consecutivo (4,2 per cento; 6,1 nel 2020) a causa degli interventi connessi con l'emergenza pandemica.

Gli esborsi per interessi sono aumentati per la prima volta in termini nominali dal 2012 (9,7 per cento), sebbene siano rimasti costanti in rapporto al PIL (al 3,5 per cento). Si può stimare che la componente del debito costituita dai titoli indicizzati

<sup>8</sup> A fronte di un'imposta sostitutiva del 3 per cento da pagare nell'anno della rivalutazione, la legge di bilancio per il 2021 consentiva a un'ampia platea di soggetti – anche di grande dimensione – di portare in deduzione negli anni successivi quote di ammortamento commisurate al maggior valore fiscale attribuito al bene (la norma si applicava anche all'avviamento). Le nuove regole, particolarmente vantaggiose per il contribuente, hanno determinato il forte aumento del gettito nel 2021, che si tradurrà in minori introiti negli anni successivi. Al fine di limitarne l'impatto sui conti pubblici futuri, la norma è stata riformulata in modo più restrittivo nella legge di bilancio per il 2022.

all'inflazione abbia contribuito alla spesa per interessi per circa mezzo punto percentuale del prodotto (per questi titoli l'incremento di valore capitale connesso con l'evoluzione dei prezzi viene incluso per convenzione statistica tra gli interessi maturati). L'onere medio sul debito pubblico è stato pari al 2,4 per cento, un valore in linea con quello dell'anno precedente.

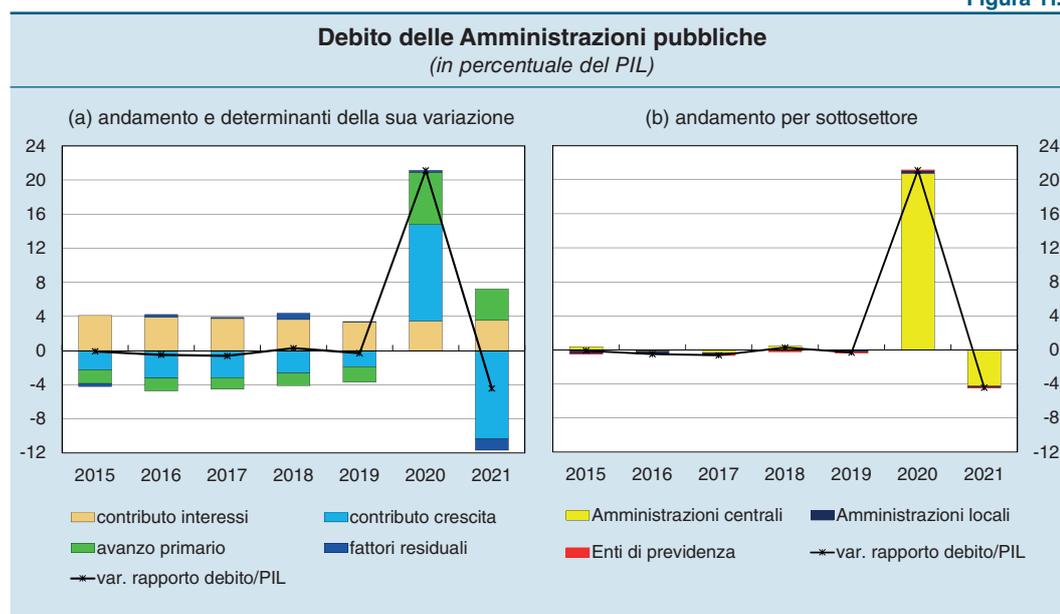
*Il debito pubblico: obiettivi e risultati.* – Il DPB 2021 prospettava una traiettoria di graduale riduzione del debito pubblico in rapporto al PIL, con un obiettivo fissato al 155,6 per cento per il 2021, in calo di 2,4 punti percentuali rispetto al valore allora atteso per il 2020.

Nel corso dell'anno gli obiettivi e le stime sul debito hanno subito revisioni simili a quelle, già descritte, relative all'indebitamento netto. Le stime peggioravano in primavera, e il DEF 2021 indicava un aumento di 4 punti del peso del debito sul prodotto, per poi migliorare in autunno, quando la NADEF 2021 ne prevedeva una discesa di poco più di due punti.

A consuntivo il rapporto tra debito e prodotto è risultato pari al 150,8 per cento, 4,4 punti in meno rispetto al 2020. La riduzione è molto più ampia di quella registrata nella media degli altri paesi dell'area dell'euro (1,1 punti percentuali); d'altra parte, nel biennio della crisi pandemica, l'aumento del rapporto tra debito e PIL è stato più accentuato in Italia nel confronto con il resto dell'area (rispettivamente 16,7 e 11,3 punti percentuali).

Il calo dell'incidenza del debito deriva soprattutto dall'ampio divario tra il tasso di crescita del PIL nominale (7,2 per cento) e l'onere medio del debito (2,4 per cento); questo effetto ha più che compensato quello, di segno opposto, del disavanzo primario (fig. 11.2). Alla flessione ha contribuito anche la differenza – negativa per circa 1,3 punti percentuali del prodotto – tra la variazione della consistenza delle passività

Figura 11.2



e l'indebitamento netto; la differenza va posta tra l'altro in relazione sia alle garanzie standardizzate<sup>9</sup> (che si traducono in maggiore debito solo al momento dell'escussione), sia alle sovvenzioni erogate nell'ambito di NGEU a titolo di prefinanziamento, solo in parte spese nel corso dell'anno.

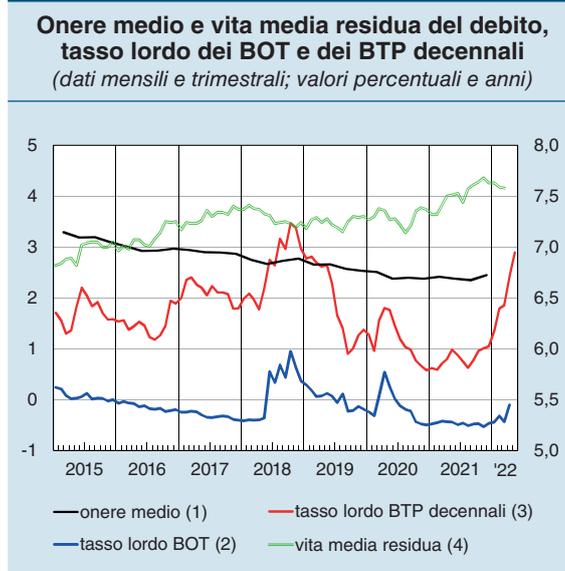
L'incremento del debito in termini nominali è stato pari a 105,2 miliardi, superiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (92,4 miliardi) come conseguenza sia dell'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (5 miliardi), sia degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della dinamica del tasso di cambio (7,8 miliardi complessivi).

La quota del debito detenuta dalla Banca d'Italia è salita dal 21,6 al 25,3 per cento, in linea con l'ammontare di acquisizioni nette di titoli effettuate nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (APP) e del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (PEPP; cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*)<sup>10</sup>.

La quota del debito pubblico detenuta da non residenti alla fine dell'anno risultava pari al 29,1 per cento (29,9 alla fine del 2020); vi erano compresi i prestiti concessi all'Italia dalla UE attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (15,9 miliardi) e lo strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (SURE) per 27,4 miliardi (16,5 nel 2020; cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* e il capitolo 10: *L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti*). La vita media residua del debito si è allungata a 7,6 anni (7,4 alla fine del 2020; fig. 11.3).

Una parte dei debiti commerciali e delle passività connesse con l'esposizione in derivati delle Amministrazioni pubbliche non rientra nella definizione di debito pubblico sulla base delle regole statistiche europee. Si può stimare che alla fine del 2021 i debiti

Figura 11.3



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

<sup>9</sup> Le garanzie sono considerate standardizzate se concesse in numero elevato, generalmente per importi piccoli e su operazioni con caratteristiche simili. Quelle non standardizzate (*one-off*) sono invece generalmente concesse su base individuale e non si prestano a stime affidabili del rischio di escussione.

<sup>10</sup> Rispetto a quanto riportato nel capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*, le quote qui presentate sono calcolate con riferimento al valore facciale (e non a quello di mercato) e sull'ammontare complessivo di debito (e non solo sulla componente in titoli).

commerciali non inclusi nel debito ammontassero al 2,3 per cento del PIL (42 miliardi), in calo rispetto al 2,7 per cento (45 miliardi) del 2020<sup>11</sup> per effetto di una riduzione dei tempi di pagamento soprattutto delle fatture più recenti; si può inoltre stimare che il valore di mercato delle passività in derivati non contabilizzate nel debito fosse diminuito all'1,1 per cento del prodotto (19,9 miliardi), rispetto all'1,8 per cento (29,7 miliardi) dell'anno precedente<sup>12</sup>, per l'effetto congiunto dell'andamento dei rendimenti di mercato e di una strategia volta principalmente a proteggersi rispetto ad aumenti dei tassi.

Nel debito pubblico infine non sono incluse le passività potenziali relative alle garanzie rilasciate a favore di soggetti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. Lo stock di queste garanzie ha raggiunto il 15,9 per cento del PIL, dal 13,2 per cento del 2020, quando era quasi triplicato per effetto dei programmi straordinari avviati durante la crisi pandemica (tav. 11.2).

Tavola 11.2

Stock di garanzie pubbliche negli ultimi 4 anni (1)				
<i>(in percentuale del PIL)</i>				
	2018	2019	2020	2021
Garanzie <i>one-off</i>	2,6	2,9	5,6	5,9
Garanzie standardizzate	1,7	1,9	7,6	10,0
<b>Totale</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>13,2</b>	<b>15,9</b>
<i>di cui:</i> relative alle misure di contrasto al Covid-19 (2)			7,1	10,1
<i>per memoria:</i> impatto sull'indebitamento netto (3)	0,1	0,1	0,7	0,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat, Eurostat e *Documento di economia e finanza 2022*.  
 (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Include le garanzie concesse dal Fondo centrale di garanzia per le PMI, quelle concesse da SACE nell'ambito del programma Garanzia Italia e sulle assicurazioni di crediti commerciali a breve termine e le garanzie relative al Fondo di garanzia per la prima casa. – (3) Pari agli accantonamenti a fronte delle garanzie concesse.

Nell'ultimo biennio sono cresciute soprattutto le garanzie standardizzate (di oltre cinque volte rispetto ai livelli pre-pandemia), che hanno raggiunto il 10 per cento del prodotto, principalmente per effetto della temporanea estensione dell'operatività del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese<sup>13</sup>. L'impatto di queste garanzie sull'indebitamento netto, che secondo le regole statistiche europee deve essere incluso già al momento della loro concessione, è stato tuttavia limitato, pari a 0,7 e

<sup>11</sup> Si tratta dei crediti ancora presenti nei bilanci delle imprese, rilevati mediante le indagini campionarie della Banca d'Italia, le cui informazioni comprendono l'IVA e possono includere anche eventuali crediti in contenzioso. Considerando anche le passività commerciali cedute con la clausola *pro soluto*, rilevate dalle segnalazioni di vigilanza e già incluse nel debito, nel 2021 i debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche ammontavano a circa 53 miliardi (56 nel 2020). Dettagli sulla metodologia sono disponibili in L. D'Aurizio, D. Depalo, S. Momigliano ed E. Vadalà, *I debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto*, "Politica economica", 3, 2015, pp. 421-458.

<sup>12</sup> La stima riguarda il portafoglio in derivati delle Amministrazioni pubbliche al netto della componente di prestito eventualmente presente nei contratti che, secondo le regole statistiche europee, è contabilizzata nel debito pubblico. Questa componente era pari alla fine del 2021 allo 0,5 del PIL (8,7 miliardi), rispetto allo 0,6 (9,4 miliardi) alla fine del 2020.

<sup>13</sup> Il fondo, operativo dal 2000, è stato notevolmente potenziato dal DL 23/2020, che ne ha aumentato la dotazione e ha ampliato la platea dei potenziali beneficiari, nonché la copertura della garanzia.

0,4 punti percentuali del PIL, rispettivamente, nel 2020 e nel 2021. L'effetto atteso riflette stime delle probabilità di insolvenza che si possono considerare prudenti in una prospettiva storica<sup>14</sup>. Le garanzie di natura *one-off*, che avranno invece un impatto sul disavanzo solo al momento della loro eventuale escussione, sono raddoppiate nel biennio, raggiungendo quasi il 6 per cento del PIL; vi hanno contribuito sia il trasferimento al Ministero dell'Economia e delle finanze di una parte delle esposizioni di SACE derivanti dall'attività di sostegno all'esportazione, sia l'avvio dello strumento Garanzia Italia, gestito da SACE stessa e rivolto principalmente alle grandi imprese<sup>15</sup>. L'aumento delle garanzie pubbliche nel corso della pandemia ha riguardato anche gli altri principali paesi europei: secondo i dati disponibili più recenti, alla fine del 2020 le garanzie erano aumentate di 5,7 punti percentuali al 10,7 per cento del PIL in Spagna, di 5,5 punti al 17,1 per cento in Francia e di 4,4 punti al 17,5 per cento in Germania.

*Il PNRR.* – Alla fine di aprile dello scorso anno il Governo ha presentato il PNRR, adempimento necessario per accedere alle risorse del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (componente principale di NGEU), che per l'Italia ammontano a 191,5 miliardi per il periodo 2021-26 (68,9 sotto forma di trasferimenti e 122,6 sotto forma di prestiti). A questi si affiancano 14,4 miliardi del programma React-EU e fondi nazionali per 30,6 miliardi. Nel successivo mese di luglio, il Consiglio della UE ha approvato il Piano italiano (dopo che questo era stato valutato positivamente dalla Commissione); in agosto sono stati pertanto trasferiti al nostro paese circa 25 miliardi a titolo di anticipo.

A febbraio del 2022 la Commissione europea ha espresso una valutazione positiva sul conseguimento dei 51 traguardi e obiettivi indicati nel Piano italiano relativi al 2021. Conseguentemente lo scorso aprile l'Italia ha ricevuto la prima rata del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (21 miliardi tra sovvenzioni e prestiti).

Secondo valutazioni del Governo a febbraio di quest'anno risultavano realizzati interventi nell'ambito del PNRR per 5,1 miliardi, riguardanti per la maggior parte progetti già in essere.

Gli obiettivi del Piano relativi al 2022 sono 100; al loro raggiungimento è legata l'erogazione di circa 40 miliardi (cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR: risultati raggiunti e scadenze nel 2022* del capitolo 4).

## ***La finanza pubblica nel 2022 e le prospettive di medio termine***

*La sessione di bilancio.* – Il *Documento programmatico di bilancio 2022* dell'ottobre scorso pianificava un percorso di graduale diminuzione dell'indebitamento netto (al 5,6 per cento del PIL nel 2022, al 3,9 nel 2023 e al 3,3 nel 2024) e del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto (di 4,2 punti percentuali nel 2022 e di oltre 3 nel biennio

<sup>14</sup> Nel 2021 il tasso di deterioramento dei crediti garantiti è stato limitato, anche perché tali prestiti sono di lunga durata e prevedono di norma rate iniziali relativamente basse (cfr. il riquadro: *Il phase out delle misure di sostegno e la qualità degli attivi bancari*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022).

<sup>15</sup> Entrambe le misure relative a SACE sono state disposte dal DL 23/2020. Il trasferimento di alcune esposizioni al Ministero ha consentito di liberare risorse nel bilancio di SACE, utili per l'attuazione di Garanzia Italia.

successivo, al 146,1 per cento). In linea con questi obiettivi la manovra di bilancio<sup>16</sup>, approvata dal Parlamento alla fine di dicembre, definiva interventi che accrescevano il disavanzo rispetto a quello previsto nel quadro tendenziale di 1,2 punti percentuali del PIL nel 2022, 1,5 punti nel 2023 e 1,3 nel 2024.

La principale misura espansiva riguardava la ridefinizione delle aliquote, degli scaglioni e delle detrazioni dell'Irpef (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi e sugli incentivi all'offerta di lavoro dell'assegno unico e universale e delle modifiche all'Irpef*) e l'esonero dal pagamento dell'IRAP per alcune categorie di contribuenti. L'effetto netto di queste modifiche era una riduzione del gettito pari a 7,5 miliardi nel 2022, 8,5 nel 2023 e 8,2 nel 2024. Nel triennio inoltre la manovra destinava in media all'anno 3,7 miliardi a misure in materia di sanità, 2,9 agli ammortizzatori sociali, 1,2 miliardi al Reddito di cittadinanza e 1,3 miliardi al finanziamento di modifiche ai requisiti di accesso al pensionamento.

#### GLI EFFETTI DISTRIBUTIVI E SUGLI INCENTIVI ALL'OFFERTA DI LAVORO DELL'ASSEGNO UNICO E UNIVERSALE E DELLE MODIFICHE ALL'IRPEF

Un'analisi effettuata con il modello di microsimulazione della Banca d'Italia BIMic indica che le modifiche all'Irpef e l'introduzione dell'assegno unico e universale (AUU)<sup>1</sup> comportano complessivamente un aumento a regime del reddito disponibile, in media dell'1,5 per cento (522 euro in più rispetto alla legislazione previgente)<sup>2</sup>. L'effetto dell'AUU è particolarmente elevato (7 per cento) per le famiglie del primo decimo di reddito disponibile equivalente, ossia corretto per tenere conto della numerosità del nucleo familiare, mentre è quasi nullo per gli ultimi due decimi (figura A, pannello a). Le modifiche dell'Irpef determinano variazioni percentuali del reddito più uniformi e pertanto le famiglie con redditi più elevati ottengono sgravi tributari più generosi in termini assoluti (quasi la metà beneficia i tre decimi più alti).

La variazione del reddito disponibile dovuta alle modifiche dell'Irpef è per lo più uniforme anche rispetto alla tipologia di reddito prevalente; quella attribuibile all'AUU è più alta tra i nuclei di lavoratori autonomi e tra quelli senza redditi o con redditi diversi da quelli da lavoro dipendente o da pensione (figura A, pannello b), data la natura universale del nuovo sussidio e quella selettiva degli strumenti previgenti (dai quali restavano parzialmente esclusi i lavoratori autonomi, i pensionati e i cosiddetti incapienti)<sup>3</sup>.

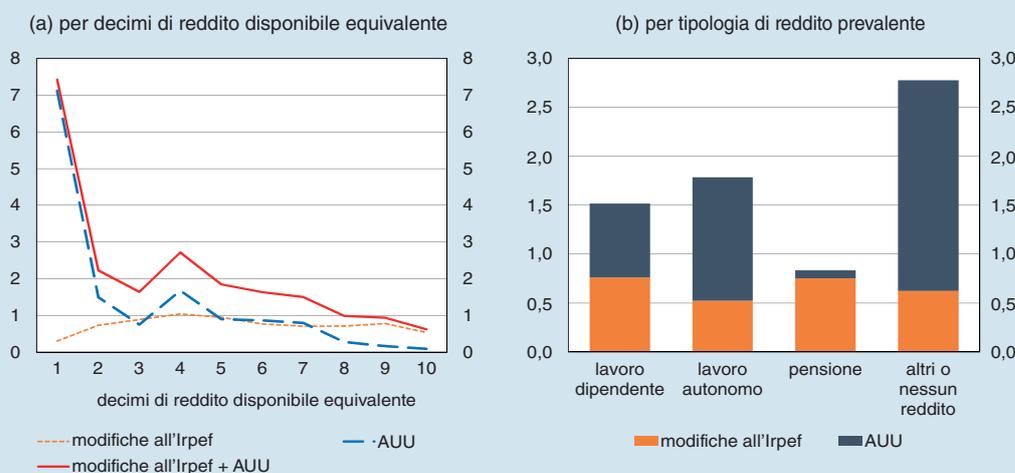
<sup>1</sup> L. 234/2021 (art. 1, commi 2 e 3); D.lgs. 230/2021 in attuazione della legge delega (L. 46/2021). Per ulteriori approfondimenti, cfr. nell'Appendice la sezione *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica*.

<sup>2</sup> E. Dicarlo, P. Recchia e A. Tomasi, *Recent changes in the Italian tax and benefit system: effects on income distribution and financial work incentives*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> L'incapienza si verifica quando l'imposta dovuta alla sola applicazione di aliquote e scaglioni (imposta lorda) è inferiore al totale delle detrazioni spettanti: queste ultime non possono essere pertanto pienamente godute poiché l'imposta netta non può essere negativa.

<sup>16</sup> *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2022-2024*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5<sup>a</sup> della Camera dei deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 23 novembre 2021.

### Variazione del reddito disponibile in seguito agli interventi di riforma (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia*.

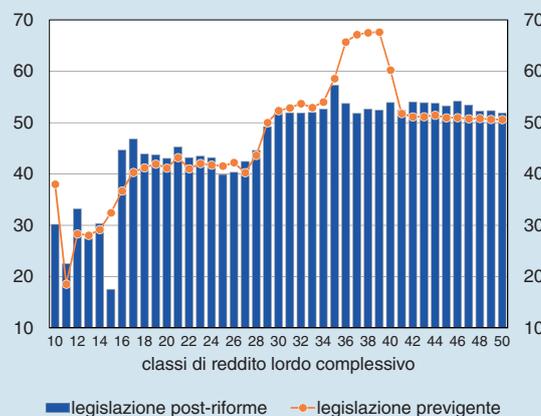
(1) Per il calcolo del reddito equivalente si utilizza la scala OCSE modificata, che attribuisce i seguenti pesi: (a) 1 al primo componente del nucleo; (b) 0,5 per ogni ulteriore componente se di età maggiore o uguale a 14 anni; (c) 0,3 per ogni componente di età inferiore.

Nel complesso i due interventi, nelle stime ottenute con BIMic, migliorano significativamente gli indicatori di disuguaglianza e di povertà rispetto a uno scenario ipotetico basato sulla legislazione previgente: (a) l'indice di Gini dei redditi disponibili equivalenti si riduce di mezzo punto percentuale; (b) l'incidenza della povertà assoluta nell'intera popolazione scende di 1,5 punti percentuali, al 7,9 per cento; (c) l'incidenza della povertà assoluta tra i minori diminuisce in misura più marcata, portandosi al 10,5 per cento da quasi il 14.

Le due riforme modificano gli incentivi monetari dei contribuenti a cercare di aumentare il proprio reddito da lavoro, se già occupati, o a cercare un impiego, se inattivi. Gli incentivi sono tanto più elevati

quanto più basse sono, rispettivamente, le aliquote marginali effettive (AME) e le aliquote effettive da partecipazione (AEP). Le prime rappresentano la variazione dell'ammontare complessivo dei contributi sociali, delle imposte sui redditi e dei trasferimenti monetari, che si osserva a seguito di un aumento unitario del reddito da

### Media delle aliquote marginali effettive (AME) (1) (valori percentuali; migliaia di euro)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia*.

(1) Le AME medie vengono calcolate per classi di 1.000 euro di reddito lordo e includono il calcolo dei contributi sociali, dell'Irpef e di tutti i trasferimenti sociali il cui importo dipende dal reddito lordo.

lavoro. Le AEP invece riflettono la quota di reddito familiare aggiuntivo – ottenuto con il passaggio dallo stato di inoccupazione a quello di occupazione – che viene meno per effetto del sistema delle imposte e dei trasferimenti sociali<sup>4</sup>.

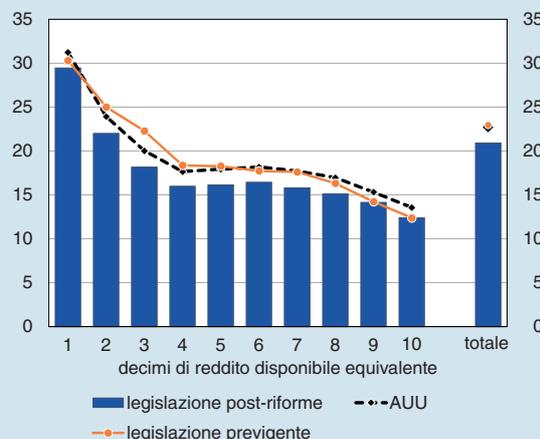
Complessivamente la media delle AME si riduce leggermente in seguito alle riforme, con effetti positivi sugli incentivi monetari all’offerta di lavoro. La revisione dell’Irpef consente di contenere preesistenti irregolarità nelle aliquote marginali che interessavano circa un milione di lavoratori con redditi tra 35.000 e 40.000 euro. In questa fascia di reddito infatti l’AME media, che in precedenza sfiorava anche il 70 per cento, diminuisce di 13,5

punti percentuali (figura B)<sup>5</sup>. D’altra parte l’interazione tra detrazioni e addizionali locali determina, intorno a 15.000 euro di reddito, un nuovo salto nella media delle aliquote marginali effettive, che coinvolge tuttavia solo un piccolo numero di contribuenti più contenuto (alcune decine di migliaia)<sup>6</sup>.

L’AEP, la cui distribuzione va valutata rispetto al reddito disponibile di tutto il nucleo familiare e non dei singoli contribuenti, si contrae sensibilmente per la quasi totalità delle famiglie. Complessivamente l’AEP media diminuisce di 2 punti (al 20,9 per cento; figura C): la riduzione è attribuibile alla revisione dell’Irpef per oltre tre quarti e all’introduzione dell’AUU per la restante parte. Mentre gli effetti della prima sono sostanzialmente uniformi lungo tutta la distribuzione, quelli della

Figura C

**Media delle aliquote effettive da partecipazione (AEP) (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell’Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d’Italia*.  
(1) Le AEP vengono calcolate per decimi di reddito disponibile equivalente familiare.

<sup>4</sup> Tra i costi di questa transizione figurano la perdita dell’indennità di disoccupazione eventualmente percepita, nonché la riduzione di tutti i trasferimenti commisurati al livello del reddito individuale o familiare. Si assume inoltre che la retribuzione di ingresso nel mercato del lavoro sia di 15.800 euro (pari al 50 per cento del reddito medio da lavoro dipendente secondo la rilevazione *Taxing Wages 2019* dell’OCSE).

<sup>5</sup> Si tratta di contribuenti che prima della riforma percepivano l’ulteriore detrazione da lavoro dipendente e per i quali il rapido andamento decrescente generava aliquote marginali effettive particolarmente elevate.

<sup>6</sup> La nuova detrazione per redditi da lavoro dipendente aumenta di 1.220 euro in corrispondenza di 15.000 euro di reddito lordo (incorporando il precedente bonus Irpef) per poi decrescere. I contribuenti con redditi di poco inferiori a questa soglia e soggetti a un’imposta netta positiva, con un incremento marginale di reddito lordo che ne comporti il superamento, potrebbero diventare incapienti per l’imposta erariale e non pagare di conseguenza neppure le addizionali locali. L’aumento del reddito disponibile sarebbe quindi superiore a quello del reddito lordo, comportando valori di AME negativi. Per contro i contribuenti con redditi superiori alla soglia di 15.000 euro e incapienti, con un aumento marginale del reddito, potrebbero rientrare nella situazione di capienza di imposta pagando in aggiunta anche le addizionali locali (in proporzione a tutto il reddito): in questi casi si verificano AME particolarmente elevate.

seconda sono particolarmente concentrati tra i nuclei con un reddito inferiore alla mediana. Per questi nuclei, infatti, l'effetto della maggiorazione dell'assegno unico e universale prevista in caso di genitori entrambi lavoratori è relativamente più accentuato<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> L'importo della maggiorazione è pari a 30 euro mensili per ciascun figlio per un ISEE fino a 15.000 euro e si riduce gradualmente fino ad annullarsi quando l'ISEE raggiunge 40.000 euro.

Si prevedevano anche risorse aggiuntive a sostegno degli investimenti pubblici e privati, degli enti locali e della liquidità alle imprese. Venivano infine stanziati 3,8 miliardi per il contenimento degli effetti dei rincari energetici su famiglie e imprese nel primo trimestre del 2022.

Tra le coperture, si segnalano una modifica della normativa in materia di deducibilità fiscale della rivalutazione delle attività immateriali, con un aumento del gettito di 4,3 miliardi nel 2022 (di oltre 3 in media all'anno nel triennio) e la conclusione anticipata del cashback (3 miliardi nel 2022), un incentivo all'utilizzo degli strumenti di pagamento elettronici.

*Gli interventi approvati nei primi mesi del 2022.* – L'instabilità nei mercati delle materie prime e dell'energia, peggiorata con l'invasione dell'Ucraina, ha indotto il Governo a intervenire nuovamente per mitigare le conseguenze dei rincari per famiglie e imprese. Secondo le valutazioni ufficiali, il costo delle misure approvate a questo scopo nei primi quattro mesi dell'anno ammonta a 11,6 miliardi<sup>17</sup>.

Gli interventi principali hanno riguardato: (a) la diminuzione del peso dei cosiddetti oneri di sistema sulle tariffe applicate agli utenti di forniture di energia elettrica e di gas naturale e il taglio dell'aliquota dell'IVA sul gas naturale (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi* e il riquadro: *La regolamentazione del settore dell'energia elettrica e il meccanismo di formazione dei prezzi* del capitolo 12); (b) il riconoscimento di crediti di imposta straordinari a beneficio delle imprese; (c) il potenziamento dei bonus sociali per elettricità e gas a favore delle famiglie disagiate; (d) la riduzione delle accise sui carburanti.

Gli stessi provvedimenti individuano coperture derivanti principalmente dal ridimensionamento di alcuni programmi di spesa e da risparmi sui contributi a fondo perduto previsti dai precedenti decreti emergenziali, nonché da vari interventi in materia di entrate. Tra questi ultimi rientra un prelievo straordinario sugli extraprofiti

<sup>17</sup> Le misure sono incluse nei DD.LL. 4/2022, 17/2022 e 21/2022 e nei decreti ministeriali del 18 marzo e del 6 aprile. Per ulteriori dettagli, cfr. *Disegno di legge C. 3496, conversione in legge del Decreto legge 1° marzo 2022 n. 17, recante misure urgenti per il contenimento dei costi dell'energia elettrica e del gas naturale, per lo sviluppo delle energie rinnovabili e per il rilancio delle politiche industriali*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 8ª (Ambiente, territorio e lavori pubblici) e 10ª (Attività produttive, commercio e turismo), Camera dei deputati, Roma, 15 marzo 2022. Gli stessi provvedimenti hanno destinato risorse aggiuntive anche ad altri scopi, tra i quali la gestione dell'emergenza sanitaria – con misure rivolte alla sanità, alle scuole e a favore delle imprese più esposte – e il sostegno di comparti specifici, in particolare il settore automobilistico e quello dei microprocessori, nonché l'assistenza, il sostentamento e l'accoglienza dei profughi ucraini.

delle imprese produttrici e importatrici di beni energetici. Complessivamente l'impatto sull'indebitamento netto è nullo sia nell'anno in corso sia nei due successivi.

Le misure adottate nel corso del 2021 e nei primi quattro mesi del 2022 per fare fronte all'aumento dei prezzi dei beni energetici ammontano in totale a quasi 21 miliardi, ripartiti in circa 5,5 miliardi per il 2021 e 15,4 miliardi per il 2022 (incluse le norme contenute nella manovra di bilancio).

*Il DEF* – Il quadro di finanza pubblica è stato aggiornato lo scorso aprile con la pubblicazione del DEF 2022 (tav. 11.3)<sup>18</sup>. La stima del disavanzo a legislazione vigente per quest'anno – che tiene conto da un lato del peggioramento del contesto macroeconomico, dall'altro dei risultati a consuntivo per il 2021 migliori delle attese – risulta più bassa di quella della NADEF 2021. L'obiettivo è invece confermato al 5,6 per cento del PIL, riflettendo gli effetti previsti (circa mezzo punto percentuale del PIL) dei provvedimenti poi varati a maggio<sup>19</sup>. Tra questi si segnalano – oltre alla proroga e al potenziamento di alcune delle misure di sostegno a fronte dei rincari energetici – un bonus una tantum di 200 euro per i contribuenti con redditi bassi e medio-bassi e per i percettori del Reddito di cittadinanza, nonché un incremento del prelievo straordinario sugli extraprofiti delle imprese importatrici e produttrici di energia.

Per il periodo 2023-25 il quadro programmatico – che poggia su previsioni macroeconomiche soggette a rischi al ribasso connessi con un impatto più pronunciato della crisi ucraina sui mercati energetici e delle materie prime – delinea un percorso di graduale riduzione dell'indebitamento netto, che scenderebbe sotto il 3 per cento del prodotto alla fine del triennio.

**Tavola 11.3**

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali (in percentuale del PIL)														
VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2021 quadro programmatico				DEF 2022 quadro tendenziale					DEF 2022 quadro programmatico				
	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Indebitamento netto	9,4	5,6	3,9	3,3	7,2	5,1	3,7	3,2	2,7	7,2	5,6	3,9	3,3	2,8
Avanzo primario	-6,0	-2,7 (1)	-1,2	-0,8	-3,7	-1,6	-0,6	-0,2	0,2	-3,7	-2,1	-0,8	-0,3	0,2
Spesa per interessi	3,4	2,9	2,7	2,5	3,5	3,5	3,1	3,0	3,0	3,5	3,5	3,1	3,0	3,0
Debito	153,5	149,4	147,6	146,1	150,8	146,8	145,0	143,2	141,2	150,8	147,0	145,2	143,4	141,4
Crescita del PIL (2)	6,0	4,7	2,8	1,9	6,6	2,9	2,3	1,8	1,5	6,6	3,1	2,4	1,8	1,5

(1) Nel Documento programmatico di bilancio 2022 l'avanzo primario è stato rivisto a -2,6. – (2) In variazione percentuale.

<sup>18</sup> *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2022*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 14 aprile 2022.

<sup>19</sup> DD.LL. 38/2022 e 50/2022.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL diminuirebbe di quasi 4 punti nel 2022 e di quasi 2 in media all'anno nel triennio successivo, collocandosi al 141,4 per cento nel 2025, grazie principalmente a un differenziale ancora positivo tra tasso di crescita del prodotto nominale e onere medio del debito (nella media degli anni 2022-25 rispettivamente 4,5 e 2,2 per cento); per contro il saldo primario – sebbene in graduale miglioramento – tornerebbe in avanzo solo al termine dell'orizzonte previsivo (0,2 per cento del PIL nel 2025).

Per il più lungo termine, il DEF 2022 conferma l'obiettivo di rientro del rapporto tra debito pubblico e PIL ai livelli pre-pandemia entro la fine del decennio. Per raggiungere questo traguardo occorrerà sia aumentare il potenziale di crescita dell'economia italiana – garantendo la piena realizzazione dei programmi di riforma e di investimento previsti dal PNRR – sia migliorare stabilmente l'avanzo primario. A parità di altre condizioni, quanto maggiore sarà la crescita tanto minore sarà la correzione di bilancio richiesta.

## 12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

Le misure di sostegno introdotte per affrontare l'emergenza pandemica hanno limitato il numero di procedure concorsuali avviate, rimasto anche nel 2021 inferiore ai livelli precedenti l'emergenza, pur a fronte di un aumento delle imprese in condizioni di fragilità finanziaria. Il quadro normativo per le ristrutturazioni aziendali è stato ulteriormente arricchito, in coerenza con gli obiettivi del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR): sono stati introdotti la procedura di composizione negoziata per la soluzione delle crisi di impresa e alcuni obblighi di segnalazione alle imprese, da parte dei creditori pubblici, di ritardi nei pagamenti dei tributi e degli oneri previdenziali dovuti dalle imprese stesse ("allerta esterna").

Le riforme previste dal PNRR interessano numerosi elementi del contesto istituzionale (cfr. il riquadro: *L'attuazione del PNRR: risultati raggiunti e scadenze nel 2022* del capitolo 4). Nel 2021 è stata approvata la legge delega di riforma della giustizia civile; è in fase avanzata di definizione la riforma del Codice dei contratti pubblici; è stato intrapreso l'iter parlamentare per l'approvazione della legge annuale per il mercato e la concorrenza. Per facilitare il conseguimento degli obiettivi definiti dal Piano, sono state introdotte numerose misure di semplificazione amministrativa e, nel comparto della giustizia, è stato avviato un massiccio programma di assunzione di personale che potrà contribuire alla riduzione della durata dei procedimenti e all'abbattimento dell'arretrato. Il completamento delle riforme e degli interventi previsti dal Piano richiederà un notevole impegno sotto il profilo normativo e amministrativo.

L'ulteriore aumento dei prezzi delle materie prime causato dall'aggressione russa all'Ucraina potrà influenzare l'esecuzione dei contratti di appalto di lavori pubblici. Il Governo ha disposto misure di compensazione a favore delle imprese realizzatrici e ha stanziato risorse per l'aumento dei costi delle opere. I rischi per la sicurezza energetica connessi con la guerra spingono all'accelerazione della transizione ecologica; sono stati varati provvedimenti per semplificare l'iter per l'autorizzazione di impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili.

### *La gestione delle crisi di impresa*

Nel 2021 il numero di procedure concorsuali avviate è cresciuto del 16 per cento rispetto all'anno precedente, a quasi 10.500, ma rimane inferiore ai livelli precedenti la pandemia (in media 14.000 l'anno tra il 2017 e il 2019). Questa dinamica è determinata prevalentemente dall'andamento dei fallimenti dichiarati, che costituiscono la gran parte delle procedure concorsuali (fig. 12.1). Il numero di procedure è stato contenuto dalla moratoria in vigore nei primi mesi della pandemia, dalle misure di sostegno

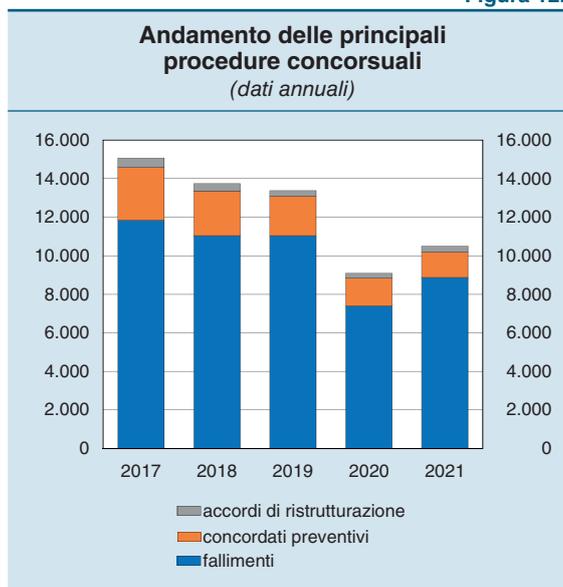
alle imprese introdotte in risposta alla crisi sanitaria<sup>1</sup> e dalla ripresa dell'economia che ha caratterizzato il 2021 (cfr. il capitolo 4: *Il quadro di insieme*).

A fronte del minore numero di fallimenti, la quota di imprese in condizioni di difficoltà finanziarie è aumentata rispetto al periodo precedente la pandemia; benché in generale le imprese abbiano fatto maggiore ricorso agli aumenti di capitale (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*), tra il 2019 e il 2020 la percentuale di società di capitali in situazione di insufficienza patrimoniale è cresciuta dal 7,6 al 9,8 per cento. Anche in risposta a

questa dinamica congiunturale, nel 2021 sono stati emanati diversi provvedimenti per favorire la ristrutturazione delle imprese in crisi. In particolare, ad agosto del 2021 è stata introdotta la procedura di composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa (DL 118/2021), che prevede un percorso stragiudiziale di negoziazione tra il debitore e i creditori, con il coinvolgimento di un esperto indipendente in qualità di mediatore. Possono ricorrere alla composizione negoziata anche le imprese di dimensioni inferiori a quelle previste per l'accesso alle procedure concorsuali<sup>2</sup>. Dal 15 novembre 2021, data di entrata in vigore delle norme, allo scorso 15 maggio sono state presentate 217 domande di composizione, un numero già comparabile con quello degli accordi di ristrutturazione che venivano in passato presentati in un analogo arco di tempo. Le imprese si sono frequentemente avvalse della possibilità, consentita per facilitare le trattative, di richiedere misure di protezione del patrimonio o la sospensione dei doveri di ricostituzione del capitale; meno spesso hanno chiesto di contrarre nuovi finanziamenti prededucibili (tav. 12.1)<sup>3</sup>.

Per contrastare l'inerzia delle imprese ad affrontare le situazioni di difficoltà, a dicembre del 2021 è stato introdotto l'obbligo per i creditori pubblici qualificati, tra i quali l'INPS e l'Agenzia delle Entrate, di segnalare ai debitori eventuali ritardi nei pagamenti dei tributi e degli oneri previdenziali superiori a determinate soglie ("allerta esterna", L. 233/2021); a questa segnalazione è associato il dovere dell'imprenditore di agire per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.

Figura 12.1



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

<sup>1</sup> T. Orlando e G. Rodano, *L'impatto del Covid-19 sui fallimenti e le uscite dal mercato delle imprese italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 24 gennaio 2022.

<sup>2</sup> L'art. 1 della legge fallimentare (RD 267/1942) stabilisce soglie in termini di attivo patrimoniale, ricavi lordi e debiti complessivi sotto le quali un'impresa non è soggetta al fallimento e al concordato preventivo.

<sup>3</sup> In caso di successivo fallimento questi finanziamenti vengono soddisfatti in via prioritaria rispetto agli altri debiti.

Composizione negoziata (novembre 2021-maggio 2022) (numero di istanze; valori percentuali)					
	Istanze		di cui:		
	Presentate	Archivate	con misure protettive (2)	con sospensione obblighi di ricapitalizzazione (3)	con finanziamenti prededucibili (4)
Totale	217	21	140	114	61
Quota (1)	–	9,7	64,5	52,5	28,1

Fonte: Unioncamere, *Osservatorio semestrale sulla composizione negoziata della crisi d'impresa*, maggio 2022.

(1) Sul totale delle istanze presentate. – (2) Gli artt. 6 e 7 del DL 118/2021 prevedono che l'imprenditore possa chiedere misure protettive del patrimonio che devono essere confermate dal tribunale. – (3) L'art. 8 del DL 118/2021 stabilisce che l'imprenditore possa dichiarare che non si applicano nei suoi confronti, per la durata della composizione negoziata, i doveri in materia di ricostituzione del capitale sociale, né la causa di scioglimento della società a seguito della riduzione del capitale al di sotto del minimo legale. – (4) L'art. 10 del DL 118/2021 prevede che l'imprenditore possa chiedere al tribunale di essere autorizzato a contrarre finanziamenti prededucibili in caso di successivo fallimento.

La composizione negoziata e le misure di allerta dovrebbero operare su alcuni fattori comunemente individuati come ostacoli all'attività di ristrutturazione: dal lato delle imprese, gli incentivi a ritardare l'emersione della situazione di crisi, le difficoltà nell'elaborazione del piano di ristrutturazione e nella conduzione delle trattative con i creditori, i costi elevati dell'utilizzo degli strumenti giudiziali e semigiudiziali; dal lato dei creditori, la ritrosia nell'aderire alle procedure per il timore che i debitori vi ricorrano per motivi opportunistici o meramente dilatori.

Il DL 36/2022 ha fissato al 15 luglio 2022 l'entrata in vigore del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (D.lgs. 14/2019), che sarà modificato per recepire la direttiva UE/2019/1023 sulla ristrutturazione e sull'insolvenza.

### *Il contesto istituzionale*

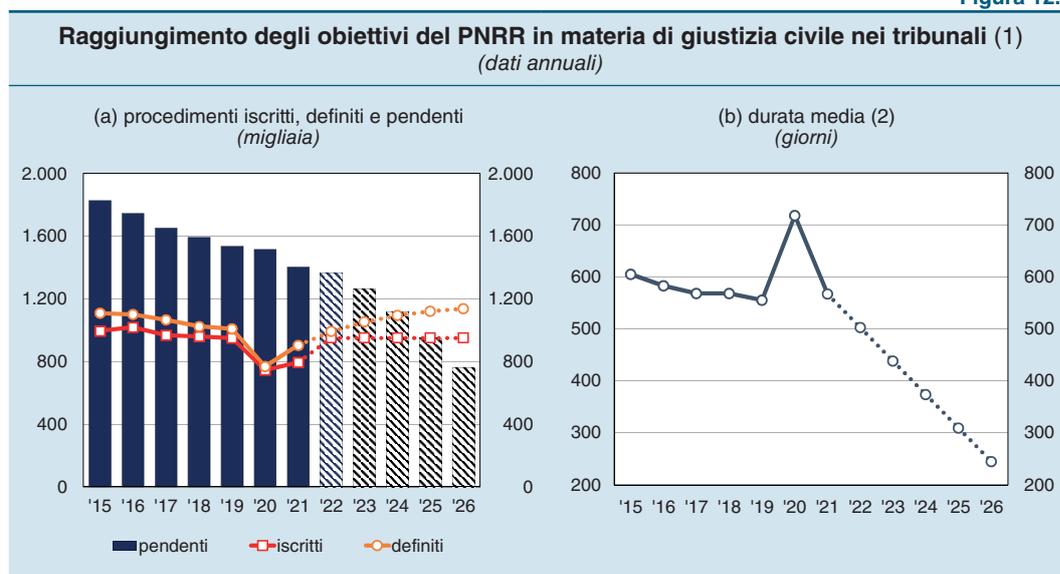
*La giustizia civile.* – Nel 2021 si è osservato un recupero nel numero di procedimenti iscritti e definiti presso i tribunali (8 e 18 per cento, rispettivamente) dopo la flessione dovuta all'emergenza pandemica; è proseguito il calo dei procedimenti pendenti, diminuiti del 10 per cento rispetto al 2020 e di un quarto nel confronto con il 2015. Permangono forti eterogeneità territoriali nella durata dei procedimenti nei tribunali, generalmente maggiore nel Mezzogiorno. Differenze marcate nel funzionamento degli uffici giudiziari si rilevano anche all'interno di una stessa macroarea: le discrepanze riflettono in alcuni casi l'esistenza di squilibri tra il carico di lavoro e la disponibilità di risorse, in altri una bassa produttività e carenze sotto il profilo organizzativo<sup>4</sup> (cfr. il capitolo 15: *L'economia del Mezzogiorno*).

Il PNRR fissa per il 2026 obiettivi ambiziosi di riduzione dell'arretrato (-90 per cento rispetto al 2019 per i procedimenti pendenti da oltre tre anni nei tribunali e da oltre due anni nelle corti d'appello)<sup>5</sup> e della durata media dei contenziosi (-40 per

<sup>4</sup> M.L. Cugno, S. Giacomelli, L. Malgeri, G. Palumbo e S. Mocetti, *La giustizia civile in Italia: durata dei processi, produttività degli uffici e stabilità delle decisioni*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> A una verifica intermedia prevista per la fine del 2024, i procedimenti pendenti da più di tre anni nei tribunali e da più di due anni nelle corti d'appello dovranno essere diminuiti rispettivamente del 65 e del 55 per cento.

Figura 12.2



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) I dati si riferiscono ai procedimenti relativi alle materie considerate ai fini della verifica del raggiungimento degli obiettivi fissati dal PNRR (circolare del Ministero della Giustizia del 12 novembre 2021); i valori fino al 2021 sono quelli effettivamente osservati, mentre per il periodo 2022-26 (linee e aree tratteggiate) sono quelli compatibili con il raggiungimento dell'obiettivo in termini di durata media, assumendo che il numero di nuovi procedimenti rimanga costante fino al 2026 (sugli stessi livelli del quinquennio precedente la pandemia). – (2) L'indicatore (cosiddetto *disposition time*) misura il tempo medio prevedibile di definizione dei procedimenti confrontando lo stock di pendenze alla fine dell'anno con il flusso dei procedimenti definiti nell'anno:  $disposition\ time = 365 * (pendenti_t / definiti_{t-1,t})$ .

cento<sup>6</sup> rispetto al 2019 per il rapporto tra i procedimenti pendenti e quelli definiti, cosiddetto *disposition time*). Per raggiungere l'obiettivo di riduzione della durata media nei tribunali, nell'ipotesi che i nuovi procedimenti rimangano sui livelli medi del quinquennio 2015-19, entro il 2026 il numero di quelli definiti dovrebbe crescere del 13 per cento rispetto al 2019 (fig. 12.2).

Alcuni interventi rendono realizzabile il raggiungimento degli obiettivi: tra questi, la significativa immissione di personale destinato all'Ufficio per il processo – struttura preposta all'ausilio dell'attività dei giudici – finanziata con le risorse del PNRR (16.500 addetti assunti a tempo determinato in due scaglioni) e la riforma del processo civile, la cui legge delega, approvata nel novembre 2021 (L. 206/2021), dovrà essere attuata entro quest'anno. La riforma del rito civile riguarderà i diversi gradi di giudizio, tra l'altro limitando i comportamenti dilatori delle parti attraverso l'attribuzione di maggiori poteri di istruttoria al giudice e favorendo il ricorso a meccanismi semplificati per la decisione della causa.

*I contratti pubblici.* – Nel 2021 il numero delle nuove procedure di affidamento (di lavori, servizi e forniture) ha mantenuto la dinamica positiva in corso dal 2016. Gli importi totali sono aumentati di oltre l'8 per cento rispetto all'anno precedente. Anche a seguito dell'ampliamento consentito da recenti interventi normativi (DD.LL. 76/2020 e 77/2021) è in espansione il ricorso agli affidamenti diretti; nel comparto dei lavori pubblici essi hanno riguardato nel 2021 quasi la metà dei bandi

<sup>6</sup> In media nei diversi uffici giudiziari (tribunali, corti d'appello e Corte di cassazione).



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indici di costo di costruzione per diverse tipologie di opere. – (2) Percentuale delle imprese che indicano i fattori riportati come ostacoli alla produzione. Le interruzioni delle serie per il mese di aprile 2020 sono dovute alla sospensione dell'indagine causata dall'emergenza sanitaria.

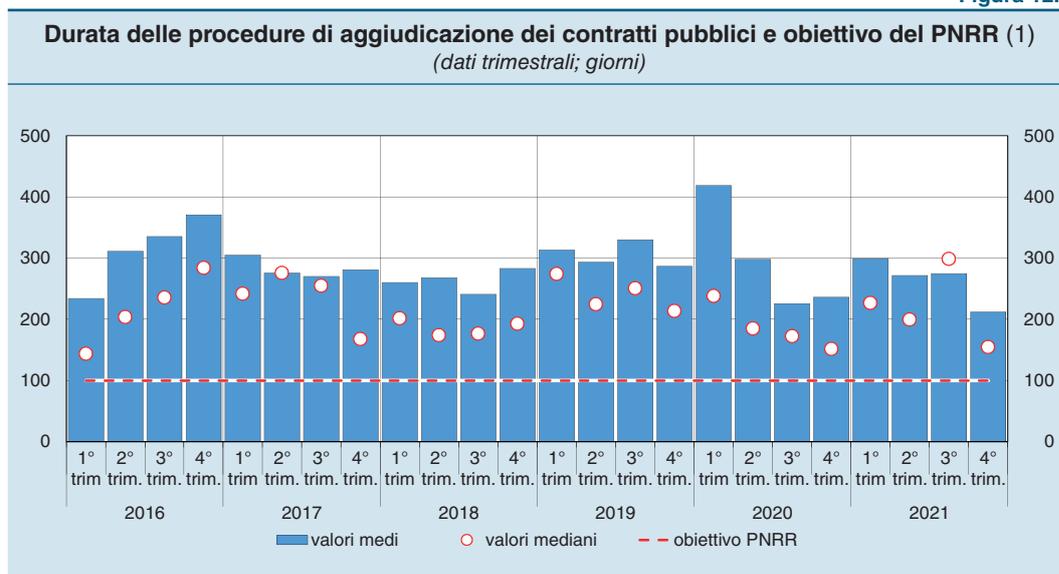
aggiudicati e circa il 7 per cento degli importi, contro rispettivamente il 22 e 4 per cento del 2019.

Nel settore delle costruzioni la marcata ripresa della domanda e alcune restrizioni dal lato dell'offerta, sia nella produzione sia nell'approvvigionamento dei materiali, hanno portato a un forte incremento dei costi (fig. 12.3.a; cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*). È aumentato il numero di imprese che nelle indagini congiunturali segnala difficoltà a reperire i materiali e la manodopera (fig. 12.3.b). Per limitare i potenziali effetti negativi sulla realizzazione delle opere sono state previste misure di compensazione dei maggiori oneri di costruzione a favore delle imprese esecutrici (L. 106/2021 e DD.LL. 4/2022 e 50/2022). Con il DL 50/2022 è stato inoltre istituito uno specifico fondo per finanziare i costi supplementari relativi agli interventi previsti nell'ambito del PNRR e del *Piano nazionale integrato per l'energia e il clima*, oltre agli interventi la cui attuazione è attribuita a un commissario, con una dotazione di 1,5 miliardi per il 2022.

È in discussione la legge delega di riforma del Codice dei contratti pubblici, che secondo il programma del PNRR dovrà essere approvata entro il 30 giugno 2022; contiene principi di ampia portata volti alla semplificazione delle procedure, alla digitalizzazione del sistema, all'eliminazione dalla normativa italiana dei vincoli ulteriori rispetto a quelli previsti dalle direttive europee (*gold plating*), oltre al rafforzamento delle capacità organizzative delle amministrazioni responsabili degli affidamenti (qualificazione delle stazioni appaltanti).

Il PNRR fissa per la fine del 2023 obiettivi quantitativi di durata della fase di affidamento dei contratti (massimo 100 giorni) e di riduzione dei tempi di esecuzione dei lavori (-15 per cento). Per la fase di affidamento i tempi osservati negli ultimi anni sono più del doppio di quanto richiesto dal PNRR (fig. 12.4).

Figura 12.4



Fonte: elaborazioni su dati Anac.

(1) Dati relativi alla durata degli affidamenti di appalti di importo superiore alla soglia europea conclusi in ciascuno dei trimestri indicati; la linea orizzontale tratteggiata indica la durata massima prevista dall'obiettivo del PNRR (100 giorni).

Per la fase esecutiva, prendendo come riferimento le esecuzioni concluse nel periodo 2019-2021, l'obiettivo implicherebbe riduzioni comprese tra circa un mese (per i contratti di valore fino a 150.000 euro) e quasi sei (per quelli oltre 5 milioni). La capacità di azione delle stazioni appaltanti riguardo all'esecuzione potrebbe tuttavia risultare limitata in quanto questa fase è di responsabilità diretta delle imprese, in particolare per le opere già avviate.

*Le leggi per la concorrenza.* – Con l'obiettivo di accrescere il grado di concorrenza nei mercati regolamentati, il PNRR prevede l'emanazione di quattro leggi annuali nell'orizzonte temporale di riferimento del Piano. Il primo disegno di legge, che dovrà essere approvato in tempo utile per consentire l'adozione di tutti i provvedimenti attuativi entro la fine di quest'anno, è all'esame del Parlamento; contiene interventi in diversi settori, tra i quali l'energia, i trasporti, i servizi pubblici locali, nonché sulle concessioni di beni pubblici.

Con riferimento ai servizi pubblici locali sono stabilite restrizioni per la possibilità, concessa agli enti locali, di ricorrere all'affidamento diretto della gestione dei servizi a società interamente pubbliche; per il trasporto pubblico sono fissati anche incentivi finanziari al ricorso alla gara. Questi interventi agiscono su comparti storicamente caratterizzati da una significativa presenza pubblica nel capitale degli operatori. Secondo nostre elaborazioni su dati Cerved, nel 2020 la quota del valore aggiunto prodotto da società a controllo pubblico rispetto al totale delle società di capitale era superiore al 60 per cento nei settori idrico e dei trasporti e maggiore di un terzo nei servizi ambientali.

In materia di concessioni sono previsti un censimento di tutti i rapporti in essere e obblighi di gara per le aree demaniali dei porti, le concessioni idroelettriche, la distribuzione del gas naturale e le colonnine di ricarica degli autoveicoli. Viene

inoltre data attuazione alla direttiva CE/2006/123 (direttiva Bolkestein) per quanto riguarda le concessioni del demanio marittimo, prevedendone l'affidamento con procedure trasparenti e concorrenziali.

*La Pubblica amministrazione.* – Al fine di consentire l'efficace attuazione del PNRR sono state introdotte procedure semplificate per l'approvazione degli atti amministrativi necessari alla realizzazione dei progetti contenuti nel Piano (DL 77/2021). Sono stati rivisti i meccanismi di ingresso nel pubblico impiego per permettere che i concorsi si svolgano attraverso un numero minore di prove e che vengano selezionati candidati con profili maggiormente specializzati (DD.LL. 80/2021 e 36/2022).

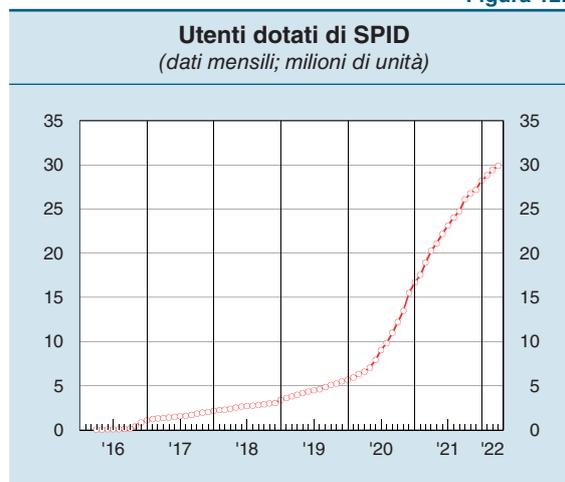
Il PNRR mette a disposizione significative risorse per la trasformazione digitale della Pubblica amministrazione, che non ha finora raggiunto risultati equivalenti nelle diverse aree del Paese (cfr. il capitolo 15: *L'economia del Mezzogiorno*). Gran parte di queste risorse è destinata alla creazione del cloud pubblico che, tra l'altro, potrà favorire l'interoperabilità delle piattaforme delle diverse amministrazioni e la digitalizzazione delle procedure. L'effettiva fruizione dei servizi digitali della Pubblica amministrazione dipenderà anche dall'evoluzione della domanda da parte dei cittadini e delle imprese.

Negli ultimi anni si è osservata una forte accelerazione nell'accesso ai servizi pubblici in modalità digitale; ad aprile del 2022 il numero di utenti registrati nel sistema pubblico di identità digitale (SPID) era quasi otto volte quello dello stesso mese del 2019 (fig. 12.5). Vi hanno contribuito il maggiore ricorso alle modalità online durante il periodo pandemico e l'obbligo di utilizzare identificativi univoci per accedere ad alcune prestazioni, esteso a tutti i servizi a ottobre 2021.

*La regolamentazione nel settore energetico.* – Il *Piano nazionale integrato per l'energia e il clima* richiede di raddoppiare entro il 2030 la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili (da 34 a 71 gigawatt di capacità installata). Questi obiettivi saranno rivisti al rialzo per raggiungere il traguardo di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra fissato dalla Commissione europea nel pacchetto *Fit for 55*<sup>7</sup>. L'espansione della produzione di energia da fonti rinnovabili rientra inoltre nelle strategie prospettate a livello europeo a seguito del conflitto in Ucraina per limitare i rischi che gravano sulla sicurezza energetica a causa della dipendenza dalle importazioni di gas naturale

<sup>7</sup> Commissione europea, "Pronti per il 55%": realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica, COM(2021) 550 final, 14 luglio 2021; la comunicazione fissa al 2030 un obiettivo di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra del 55 per cento rispetto al 1990, al fine di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.

Figura 12.5



Fonte: Agenzia per l'Italia digitale (AgID).

(cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Per rimuovere gli ostacoli amministrativi alla realizzazione degli impianti eolici e fotovoltaici il Governo ha varato diversi interventi di semplificazione volti a ridurre i tempi delle procedure e a superare il dissenso o l'inazione delle amministrazioni che vi partecipano<sup>8</sup>.

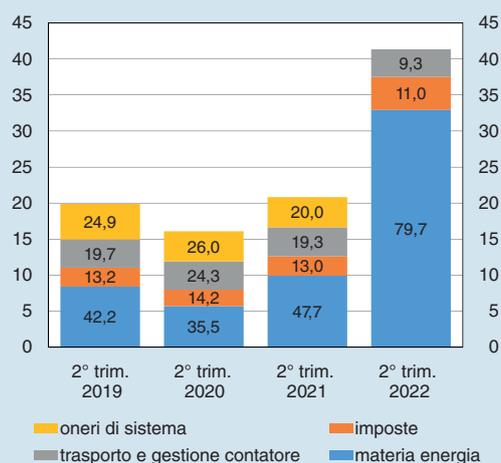
Per la presenza nella filiera di attività caratterizzate da monopolio naturale, il settore dell'energia elettrica è soggetto a regolamentazione da parte dell'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA). I prezzi dell'elettricità per gli utenti finali riflettono sia decisioni di natura amministrativa sia fattori di mercato (cfr. il riquadro: *La regolamentazione del settore dell'energia elettrica e il meccanismo di formazione dei prezzi*).

## LA REGOLAMENTAZIONE DEL SETTORE DELL'ENERGIA ELETTRICA E IL MECCANISMO DI FORMAZIONE DEI PREZZI

La filiera dell'energia elettrica è composta in parte da attività in regime di monopolio (trasmissione e distribuzione) e in parte da attività di libero mercato (produzione, vendita all'ingrosso e al dettaglio). Le prime sono soggette a regolamentazione economica da parte dell'ARERA, che definisce tariffe idonee a coprire i costi di investimento e gestione delle reti e a garantire un'equa remunerazione del capitale degli operatori. Le tariffe ammontano attualmente al 9 per cento del costo finale per gli utenti; a queste voci si sommano il prezzo dell'energia (che pesa per l'80 per cento del costo finale) e le imposte (11 per cento). Prima del recente aumento dei prezzi dell'energia, un'ulteriore componente era rappresentata dagli oneri generali di sistema, ossia obblighi parafiscali volti a finanziare gli incentivi concessi in passato alla produzione da fonti rinnovabili. Questi oneri, corrispondenti a circa un quarto del prezzo che veniva pagato dagli utenti finali, sono stati gradualmente ridotti, fino a essere azzerati, dagli

Figura A

### Componenti del costo finale dell'energia per un utente domestico tipo (1) (centesimi di euro per kilowattora e valori percentuali nelle barre)



Fonte: elaborazioni su dati ARERA.

(1) La figura riporta le tariffe regolate trimestrali definite dall'ARERA (esprese in centesimi di euro per kilowattora) e il peso relativo (espresso in valori percentuali) delle loro componenti per un utente domestico tipo sul mercato tutelato. Il grafico fa riferimento alle tariffe del 2° trimestre per gli anni 2019-2022.

<sup>8</sup> DD.LL. 77/2021, 17/2022 e 50/2022 e D.lgs. 199/2021; cfr. S. Clò, F. Daniele, E. Maltese e A. Pasquini, *Unburdening regulation: the impact of regulatory simplification on photovoltaic adoption in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

interventi del Governo per contenere l'impatto sui bilanci di famiglie e imprese del maggiore costo dell'energia<sup>1</sup> (figura A).

Il prezzo all'ingrosso dell'energia si forma sul Mercato del giorno prima (MGP), che costituisce il principale mercato della borsa elettrica<sup>2</sup>. Nell'MGP si negozia il programma orario di immissione e di prelievo di energia elettrica per il giorno successivo, in base alle quantità domandate dalle imprese che poi rivendono l'energia al dettaglio e alle quantità messe a disposizione dai produttori. Gli acquirenti (i venditori) presentano offerte in cui indicano la quantità e il prezzo massimo (minimo) al quale sono disposti ad acquistare (vendere) per ogni ora. Il Gestore dei mercati energetici (GME) dispone le offerte in ordine crescente (decrescente) di prezzo e nel rispetto dei limiti di transito tra le zone<sup>3</sup>; il punto di intersezione delle curve di domanda e di offerta così costruite definisce il prezzo di equilibrio al quale vengono valorizzate tutte le transazioni per ogni zona (prezzo zonale orario). La media dei prezzi zonal, ponderata per il volume degli scambi, rappresenta il Prezzo unico nazionale (PUN) orario.

In questo sistema, utilizzato in tutti i paesi della UE, la formazione del prezzo che permette di portare in equilibrio domanda e offerta di energia è guidata dall'offerta marginale (*system marginal price*, SMP). Ciascun venditore ottiene un ricavo pari al prezzo dell'offerta marginale moltiplicato per il volume di energia venduta sul mercato. Con questo meccanismo l'impianto marginale copre i costi di esercizio, mentre tutti gli altri ottengono ricavi superiori ai rispettivi costi marginali di breve termine. Il sistema permette quindi ai produttori da fonti rinnovabili, che hanno costi variabili bassi o addirittura nulli, di remunerare il capitale investito e fornisce un incentivo alla diffusione di queste tecnologie di produzione.

Il PUN è il prezzo di riferimento per il mercato all'ingrosso, ma assume un ruolo rilevante anche per gli utenti sul mercato al dettaglio. In seguito alla liberalizzazione del settore dell'energia, gli utenti possono scegliere il proprio

<sup>1</sup> Con la L. 234/2021 e il DL 4/2022 sono stati azzerati gli oneri di sistema nel primo trimestre 2022 rispettivamente per le utenze a bassa (inferiore a 16,5 kilowatt) e a media e alta (oltre i 16,5 kilowatt) tensione. La misura è stata prorogata nel secondo trimestre del 2022 per tutte le categorie con il DL 17/2022; cfr. *Disegno di legge C. 3496, conversione in legge del Decreto legge 1° marzo 2022 n. 17, recante misure urgenti per il contenimento dei costi dell'energia elettrica e del gas naturale, per lo sviluppo delle energie rinnovabili e per il rilancio delle politiche industriali*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Commissioni riunite 8<sup>a</sup> (Ambiente, territorio e lavori pubblici) e 10<sup>a</sup> (Attività produttive, commercio e turismo), Camera dei deputati, Roma, 15 marzo 2022.

<sup>2</sup> Il mercato elettrico a pronti è articolato in tre mercati: oltre all'MGP comprende il Mercato infragiornaliero (MI), che consente agli operatori di modificare i programmi di acquisto che si sono determinati nell'MGP, e il Mercato per il servizio di dispacciamento (MSD), sul quale il responsabile della gestione della rete (Terna spa) compra l'energia necessaria al controllo e alla sicurezza del sistema attraverso il bilanciamento in tempo reale di immissione e prelievo. La borsa elettrica non è l'unico luogo di scambio della produzione di energia; una parte viene scambiata direttamente sulla base dei *Power Purchase Agreements* (PPA), accordi di fornitura a lungo termine tra due parti, di solito un produttore di energia elettrica e un consumatore o distributore.

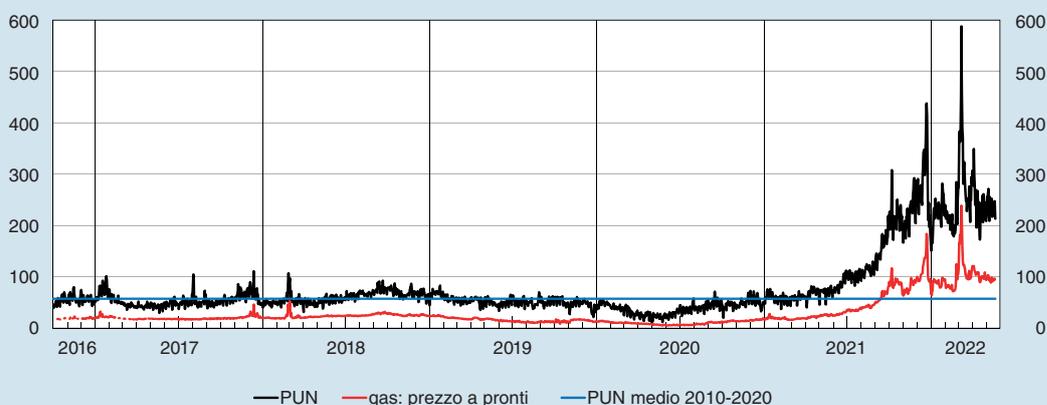
<sup>3</sup> Il sistema elettrico è suddiviso in porzioni di reti di trasmissione – dette zone – tra le quali esistono limiti fisici di transito dell'energia. Le zone geografiche sono: Nord, Centro Nord, Centro Sud, Sud, Sardegna, Sicilia. Esistono poi zone virtuali che costituiscono poli di produzione limitati. Il sistema elettrico italiano è quindi articolato in zone di mercato, in ognuna delle quali funziona un MGP orario come quello descritto.

fornitore sul “mercato libero”, in cui gli operatori offrono contratti a tariffa variabile (di solito indicizzati al PUN) o, più frequentemente, a prezzi fissi per un dato periodo (in media 12 o 24 mesi). Particolari categorie di clienti, come le utenze domestiche e le microimprese, possono ancora rifornirsi sul “mercato tutelato”, in cui i contratti fanno riferimento alle tariffe stabilite con frequenza trimestrale dall’ARERA sulla base di una stima ex ante del costo medio che sarà sostenuto dalla società pubblica incaricata dell’approvvigionamento dell’energia per questa specifica categoria di utenti (Acquirente unico, AU) sull’MGP. Anche in questo caso il prezzo di riferimento per la stima è il PUN.

Gli eccezionali aumenti negli ultimi trimestri del prezzo a pronti del gas sui mercati internazionali hanno inciso sui costi degli operatori marginali, poiché l’energia elettrica prodotta con il gas corrisponde a circa la metà di quella scambiata nell’MGP<sup>4</sup>, e si sono dunque riflessi in corrispondenti incrementi del PUN (figura B). Il forte rialzo dei prezzi all’ingrosso ha colpito soprattutto i clienti che permangono nel regime di maggior tutela (per l’aggiornamento delle previsioni del costo di approvvigionamento dell’AU) e i clienti finali del mercato libero con contratti a tariffa variabile (indicizzati al PUN). Con riferimento alle utenze domestiche, secondo dati ARERA, al primo trimestre 2021 il 43 per cento dei contratti in essere era ancora nel mercato tutelato<sup>5</sup>; con riferimento alla quota restante, passata sul mercato libero, i contratti a prezzo variabile rappresentavano il 39 per cento (il 22 per cento del totale).

Figura B

**Andamento del PUN e del prezzo a pronti del gas**  
(dati giornalieri; euro per megawattora)



Fonte: elaborazioni su dati GME.

<sup>4</sup> Nel 2020 la quota di produzione derivante da fonti rinnovabili, in costante crescita negli ultimi anni, è stata poco più del 41 per cento del totale (dal 35 nel 2017); circa il 38 per cento della produzione da fonti rinnovabili riguarda quelle non programmabili (eolico e fotovoltaico). Le fonti di origine termoelettrica – principalmente basate sul gas naturale – rappresentano tuttora quasi il 60 per cento della produzione totale.

<sup>5</sup> Fin dalla sua costituzione il mercato tutelato è stato pensato come temporaneo, per favorire un passaggio graduale dei consumatori verso il mercato libero, permettendo loro di comprenderne le dinamiche e i vantaggi senza essere forzati a scegliere immediatamente un fornitore nel nuovo sistema. La sua totale abolizione, in passato più volte posticipata, è al momento fissata al 1° gennaio 2023.

Dal lato dell'offerta, gli attuali livelli di prezzo causano una discrepanza rispetto ai costi di produzione da cui traggono potenzialmente vantaggio non solo i produttori che impiegano fonti rinnovabili, che beneficiano del sistema del prezzo marginale sopra descritto, ma anche presumibilmente altri operatori (produttori che utilizzano fonti fossili, rivenditori e importatori). Infatti nel breve termine i rincari sui mercati a pronti del gas naturale non sono necessariamente rilevanti per i costi di approvvigionamento dei grandi gruppi acquirenti, che sottoscrivono generalmente contratti di fornitura pluriennali (non indicizzati ai prezzi a breve). Ulteriori discrepanze tra i costi di approvvigionamento e i prezzi di mercato possono derivare dall'utilizzo di contratti derivati per la copertura dei rischi. In questo contesto, nel nostro ordinamento è stato previsto un contributo a titolo di prelievo solidaristico straordinario a carico delle imprese del comparto energetico a valere sul periodo ottobre 2021-aprile 2022<sup>6</sup>.

La Commissione europea ha predisposto tre comunicazioni su possibili strategie per mitigare gli effetti degli aumenti dei prezzi dell'energia elettrica<sup>7</sup>. In particolare, nel documento più recente è stata esaminata sia la possibilità di continuare a intervenire con bonus e sgravi fiscali a favore delle famiglie e delle piccole imprese per tutta la prossima stagione invernale, sia quella di disegnare nuovi modelli di approvvigionamento e di fissazione dei prezzi, ad esempio stabilendo un tetto temporaneo a livello europeo per il prezzo all'ingrosso dell'energia elettrica o del gas, nello scenario di completa interruzione delle forniture (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*).

<sup>6</sup> DL 50/2022.

<sup>7</sup> Commissione europea, *REPowerEU: azione europea comune per un'energia più sicura, più sostenibile e a prezzi più accessibili*, COM(2022) 108 final, 8 marzo 2022; Commissione europea, *Sicurezza dell'approvvigionamento e prezzi dell'energia accessibili: opzioni per misure immediate e in vista del prossimo inverno*, COM(2022) 138 final, 23 marzo 2022; Commissione europea, *Piano REPowerEU*, COM(2022) 230 final, 18 maggio 2022.

### 13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il miglioramento del quadro macroeconomico, insieme alle misure di sostegno varate dal Governo in risposta alla pandemia, si è riflesso positivamente sui bilanci bancari nel 2021. In prospettiva, la graduale conclusione degli interventi pubblici di supporto e soprattutto gli sviluppi della guerra in Ucraina costituiscono rilevanti fonti di incertezza per la redditività e per la qualità degli attivi degli intermediari creditizi.

I prestiti bancari hanno fortemente rallentato per effetto della minore domanda di finanziamenti da parte delle imprese, connessa con l'elevata liquidità accumulata e con l'aumento dei flussi di cassa associati alla ripresa economica. I prestiti alle famiglie hanno invece accelerato, trainati dalla crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre la dinamica del credito al consumo è rimasta debole. Le banche hanno confermato politiche di offerta nel complesso distese, pur riportando un lieve inasprimento nei primi mesi dell'anno in corso; per il secondo trimestre segnalano attese di un ulteriore irrigidimento anche per l'impatto del conflitto sul merito di credito della clientela.

Il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale di quelli *in bonis* è rimasto contenuto e il volume delle cessioni si è mantenuto elevato. L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti si è portata su un livello inferiore a quello osservato prima dell'avvio della crisi finanziaria globale e pressoché in linea con la media dei principali paesi dell'area dell'euro.

L'ammontare di titoli pubblici italiani in portafoglio è diminuito; nei primi mesi del 2022, con l'incremento dei premi per il rischio, le banche sono tornate a effettuare acquisti netti di titoli di Stato.

La raccolta complessiva ha continuato a espandersi, a ritmi tuttavia inferiori rispetto al 2020. La crescita dei depositi si è ridotta di oltre un terzo. Le passività verso l'Eurosistema hanno rallentato, anche in seguito al rimborso dei fondi precedentemente ottenuti mediante operazioni di rifinanziamento.

La redditività delle banche è cresciuta, tornando sui livelli degli anni precedenti l'emergenza sanitaria, principalmente per la riduzione del flusso delle rettifiche di valore sui prestiti che era stato molto elevato nel 2020. I ricavi sono aumentati grazie all'andamento positivo delle commissioni, mentre il margine di interesse è appena diminuito. Il livello di patrimonializzazione è lievemente sceso, soprattutto per le operazioni straordinarie di distribuzione di dividendi e riacquisto di azioni proprie da parte dei due maggiori gruppi bancari, varate al venire meno della raccomandazione delle autorità di vigilanza sulla limitazione della distribuzione di capitale.

La raccolta netta del settore degli investitori istituzionali italiani è stata positiva, con afflussi di risorse in tutti i principali comparti.

Alla fine dell'anno l'esposizione diretta del sistema finanziario italiano verso gli emittenti residenti nei paesi coinvolti nel conflitto o interessati dalle sanzioni economiche (Russia, Bielorussia e Ucraina) era contenuta e concentrata presso i due gruppi bancari maggiori.

### *La struttura dell'industria bancaria*

Alla fine del 2021 il sistema bancario italiano era costituito da 141 intermediari (149 nel 2020), che includevano 54 gruppi e 87 banche individuali; quest'ultimo insieme era composto da 39 banche di credito cooperativo (BCC) non facenti parte di gruppi<sup>1</sup>, 36 società per azioni e 12 banche popolari. I gruppi classificati come significativi nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) erano 11. A questi si sono aggiunti all'inizio del 2022 i gruppi Mediolanum e Fineco, il cui attivo ha superato stabilmente la soglia dei 30 miliardi di euro prevista per essere inclusi in quella categoria. Ai 13 gruppi significativi è riconducibile l'82 per cento del totale degli attivi del sistema.

Nell'ultimo decennio il numero di intermediari bancari indipendenti si è notevolmente ridotto (erano 533 nel 2012), soprattutto per effetto di operazioni di concentrazione<sup>2</sup>, in linea con le tendenze osservate negli altri principali paesi dell'area dell'euro<sup>3</sup>. Il fenomeno riflette generalmente la ricerca di maggiore efficienza operativa attraverso lo sfruttamento delle economie di scala e di scopo, legate alla diversificazione del modello di business. Il calo del numero degli intermediari bancari si è associato a un incremento dell'attivo medio per banca o gruppo bancario, che è salito da circa 5 miliardi nel 2012 a oltre 24 nel 2021.

Si è inoltre osservato un aumento della concorrenza per la presenza di operatori (banche estere e intermediari non bancari) che fanno un uso intensivo della tecnologia nell'offerta di servizi finanziari (FinTech; cfr. il capitolo 16: *La digitalizzazione dell'industria finanziaria italiana*). Ciò ha richiesto alle banche italiane uno sforzo di riduzione dei costi operativi e un'espansione degli investimenti nelle infrastrutture digitali; gli intermediari di maggiore dimensione hanno destinato all'innovazione dei processi produttivi una quota delle spese informatiche nettamente superiore rispetto agli altri<sup>4</sup>.

Le banche hanno continuato a riorganizzare la rete degli sportelli e i canali distributivi al fine di razionalizzare l'articolazione territoriale: nel 2021 il numero dei dipendenti e quello degli sportelli sono rispettivamente diminuiti del 2 e dell'8 per cento; dal 2012, il calo è stato del 13 e del 34 per cento. Sulla base degli ultimi dati

<sup>1</sup> Si tratta delle banche Raiffeisen dell'Alto Adige che aderiscono al sistema di tutela istituzionale.

<sup>2</sup> La struttura del sistema bancario ha risentito in misura rilevante del processo di riforma del credito cooperativo, che si è perfezionato nella prima parte del 2019 e ha coinvolto 227 BCC (cfr. *Relazione annuale* sul 2018).

<sup>3</sup> BCE, *Financial integration and structure in the euro area*, aprile 2022.

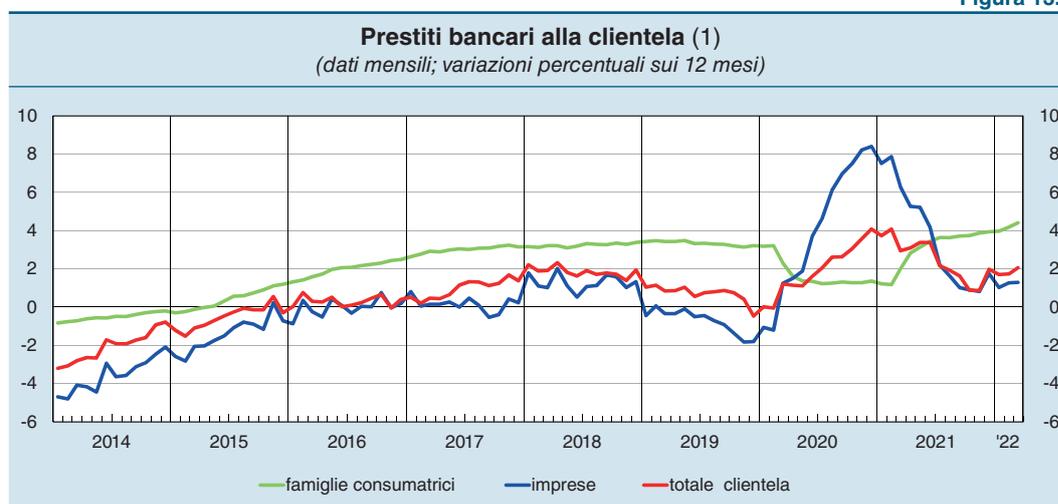
<sup>4</sup> S. Cardillo, R. Gallo e F. Guarino, *Main challenges and prospects for the European banking sector: a critical review of the ongoing debate*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 634, 2021.

disponibili per il confronto con gli altri principali paesi europei riferiti al 2020, il numero medio di abitanti per sportello è salito a oltre 2.500, un valore intermedio tra quello di Francia e Spagna (circa 2.100) e quello della Germania (superiore a 3.400).

### Le attività delle banche

*Il credito.* – Nel 2021 i prestiti delle banche alla clientela residente in Italia sono aumentati del 2 per cento (fig. 13.1), circa la metà rispetto alla fine dell'anno precedente. Secondo le indagini qualitative presso gli intermediari, il rallentamento è ascrivibile principalmente alle minori richieste dei prenditori, mentre le politiche di offerta si sono mantenute distese. A marzo del 2022 il credito è cresciuto a tassi simili a quelli di dicembre.

Figura 13.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

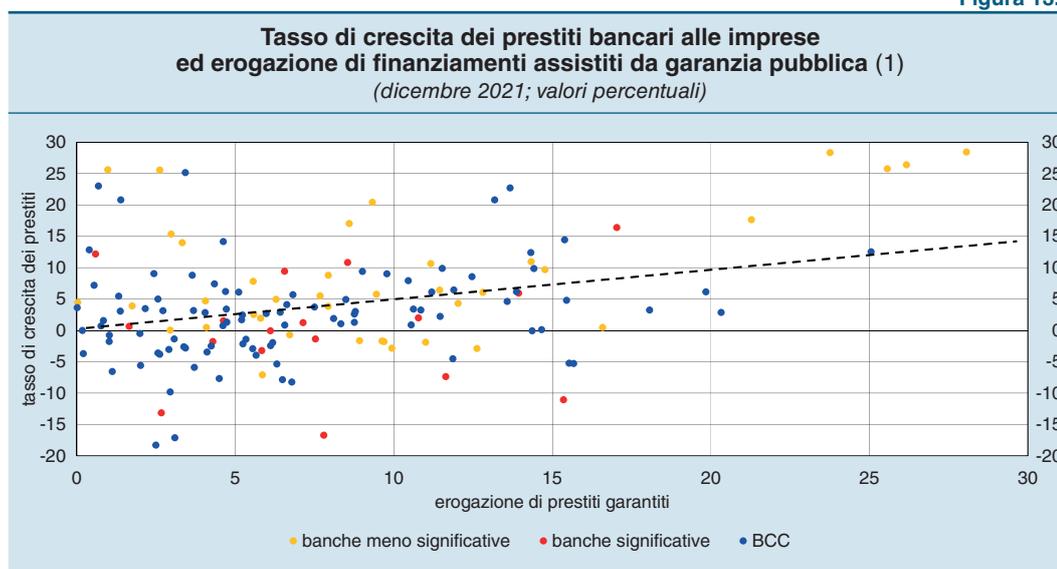
(1) I dati di marzo 2022 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati per le imprese si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. Cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*.

La decelerazione dei prestiti rispecchia l'andamento di quelli destinati alle imprese, il cui ritmo di espansione è sceso nel corso del 2021 dall'8,4 all'1,7 per cento (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). Le ingenti riserve di liquidità accumulate durante la crisi sanitaria e la ripresa dei flussi di cassa conseguente al miglioramento dell'attività economica hanno portato a un ridimensionamento della crescita delle domande di finanziamento (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2021).

Le misure di sostegno introdotte dal Governo in risposta alla pandemia hanno influenzato anche nel 2021 l'erogazione del credito alle società non finanziarie. Le banche che hanno concesso una quota maggiore dei loro prestiti sotto forma di finanziamenti assistiti da garanzia pubblica hanno anche registrato tassi di crescita del credito più elevati (fig. 13.2). Per le BCC l'incidenza dei finanziamenti garantiti e il tasso di crescita dei prestiti sono stati in media positivi, ma inferiori rispetto agli altri intermediari. L'ammontare di nuovi prestiti garantiti erogati nell'anno è stato poco più della metà dell'importo del 2020, contribuendo alla decelerazione complessiva del credito. Le aziende destinatarie di queste misure sono state principalmente quelle

più solide (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022) e operanti nei settori della manifattura e dei servizi, maggiormente colpiti dall'impatto della crisi sanitaria. Nel 2022, per sostenere l'economia e contenere gli effetti negativi derivanti dal rincaro dei beni energetici a seguito della guerra in Ucraina, la Commissione europea ha approvato un quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato che consente ai paesi membri di concedere nuove garanzie pubbliche fino al 31 dicembre (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*); in questo contesto, il Governo italiano ha esteso le garanzie pubbliche adottate in risposta alla pandemia e ha introdotto nuove misure a sostegno dei finanziamenti per le aziende con esigenze di liquidità (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese* e il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Figura 13.2



Fonte: AnaCredit.

(1) Sull'asse delle ordinate è riportato il tasso di crescita dei prestiti alle imprese per banca a dicembre 2021, calcolato come variazione percentuale dell'ammontare utilizzato sui 12 mesi; sull'asse delle ascisse è riportato il rapporto per banca fra i prestiti assistiti da garanzia pubblica concessi nel 2021 e il totale delle consistenze dei finanziamenti alle imprese a dicembre 2020. I dati si riferiscono al totale delle banche che segnalano in AnaCredit di avere erogato prestiti garantiti; sono escluse le osservazioni con valori estremi. Non è compresa Cassa depositi e prestiti. Per ulteriori approfondimenti sulle misure varate dal Governo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*.

L'accresciuto interesse per la sostenibilità degli investimenti finanziari (cfr. il capitolo 15: *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile* nella *Relazione annuale* sul 2020) sta inducendo le banche a porre maggiore attenzione alle possibili conseguenze dei rischi derivanti dai cambiamenti climatici. Secondo i dati dell'ultima indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*) condotta dalle filiali della Banca d'Italia, una quota ancora limitata di banche intervistate (pari al 13 per cento) ha dichiarato di effettuare analisi per esaminare l'impatto del rischio climatico (fisico e di transizione) nell'ambito della gestione delle proprie attività, ma un'ampia percentuale di intermediari (80 per cento) si accinge a farlo in un prossimo futuro e quasi tutte le banche significative hanno già intrapreso queste valutazioni<sup>5</sup>. Lo scorso aprile, in linea con iniziative simili adottate dalla BCE, la Banca d'Italia ha pubblicato un insieme di indicazioni relative sia all'integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie

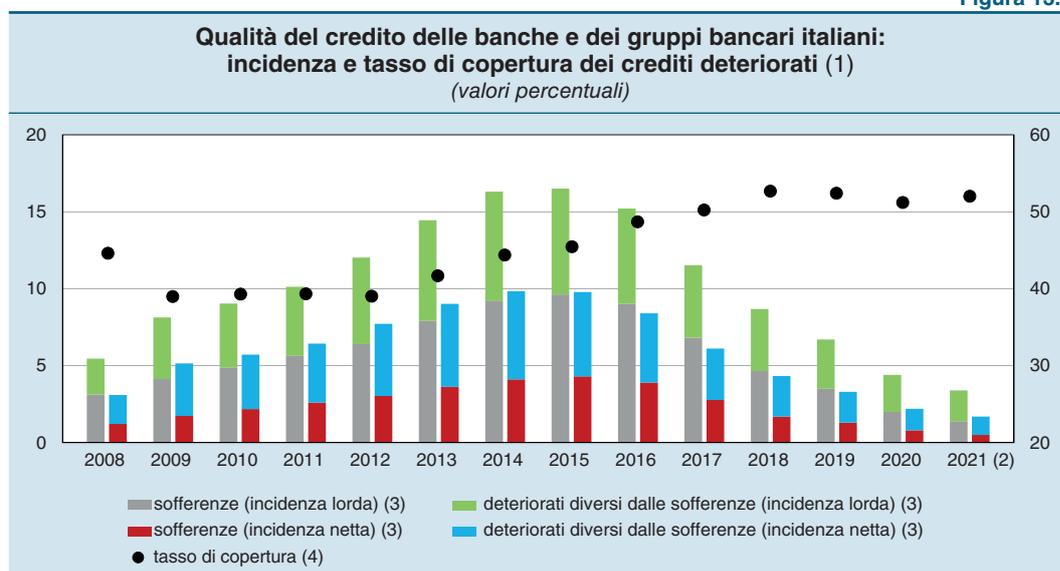
<sup>5</sup> C. Angelico, I. Faiella e V. Michelangeli, *Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un'indagine campionaria*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, di prossima pubblicazione.

aziendali, nei sistemi di governo, controllo e gestione dei rischi, sia alla modalità di acquisizione e organizzazione delle informazioni da diffondere al mercato<sup>6</sup>. È attualmente in corso da parte della BCE un esercizio di stress di vigilanza sul rischio climatico con finalità conoscitive, volto a valutare il grado di preparazione delle banche significative nell'affrontare i possibili effetti economici e finanziari derivanti dal cambiamento climatico.

*La qualità degli attivi e il rischio di credito.* – Nel 2021 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei crediti *in bonis* è leggermente aumentato, all'1,3 per cento, mantenendosi comunque su valori contenuti. L'incremento ha risentito della graduale scadenza delle misure di sostegno per famiglie e imprese, in particolare delle sospensioni dei pagamenti. Circa tre quarti del flusso dei crediti deteriorati consistevano in prestiti ad aziende che avevano fatto ricorso alle moratorie (cfr. il riquadro: *Il phase out delle misure di sostegno e la qualità degli attivi bancari*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022); il rimborso delle rate è comunque tornato regolare per la maggior parte delle imprese che avevano beneficiato di tali misure.

È proseguito il calo della consistenza dei crediti deteriorati, soprattutto attraverso operazioni di cessione per circa 20 miliardi; dal 2016, quando le transazioni sul mercato di questi finanziamenti hanno acquisito maggiore rilevanza, sono state effettuate cessioni per 210 miliardi. Nel 2021 il rapporto tra l'ammontare dei crediti deteriorati e il totale dei prestiti al netto delle rettifiche è diminuito di circa 50 punti base, all'1,7 per cento (al lordo è sceso di 100 punti base, al 3,4 per cento; fig. 13.3). Il valore dell'indicatore

Figura 13.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) Sono inclusi 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) Le sofferenze rappresentano la sottocategoria dei crediti deteriorati più rischiosa secondo la definizione non armonizzata della Banca d'Italia, che si affianca a quella europea e consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischiosità. Le altre sottocategorie, per rischiosità decrescente, sono le inadempienze probabili e le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate. – (4) Scala di destra.

<sup>6</sup> Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, aprile 2022. Le indicazioni, di carattere generale e non vincolanti, sono rivolte a tutti i soggetti la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza della Banca d'Italia.

per i gruppi significativi italiani era pressoché in linea con quello relativo al complesso degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della BCE (1,4 contro 1,2 per cento, rispettivamente) anche in virtù di un tasso di copertura decisamente più elevato. Il 61 per cento era costituito da inadempienze probabili; dal 2014, quando il volume di queste esposizioni aveva raggiunto un picco di circa 140 miliardi, le banche ne hanno gradualmente aumentato il tasso di copertura (dal 27 al 45 per cento).

La consistenza dei finanziamenti *in bonis* per i quali le banche hanno osservato un significativo incremento del rischio di credito (a seguito del quale avviene il passaggio dallo stadio 1 allo stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9) è lievemente salita, sebbene in misura molto inferiore rispetto al 2020; la loro incidenza sul totale dei prestiti si è tuttavia mantenuta stabile al 10,7 per cento (14,6 per i soli prestiti a famiglie e imprese). I crediti delle banche meno significative classificati allo stadio 2 sono cresciuti di più rispetto a quelli dei gruppi significativi, che avevano effettuato ingenti riclassificazioni nel 2020.

Il sistema bancario italiano risente della guerra in Ucraina attraverso molteplici canali. La svalutazione di prestiti, titoli, derivati e garanzie verso controparti residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina può incidere sulla qualità degli attivi. L'esposizione diretta degli intermediari nazionali è tuttavia contenuta (29,1 miliardi, pari allo 0,7 per cento del totale delle attività finanziarie a dicembre) e concentrata presso i due gruppi maggiori (cfr. il riquadro: *I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). Le imprese italiane che esportano verso i tre paesi potrebbero incorrere in difficoltà nel rimborso dei prestiti, ma il peso di questi mercati sulle esportazioni nazionali è limitato (cfr. il capitolo 10: *L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti*). Sono invece diffusi e significativi gli effetti sui costi operativi delle aziende derivanti dal rincaro dei prodotti energetici, accentuatosi a seguito della guerra (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). L'attuale elevata incertezza sugli sviluppi del conflitto rende difficile la valutazione dei rischi complessivi.

*I titoli.* – Alla fine del 2021 il valore dei titoli in portafoglio diversi da quelli relativi ad attività proprie cartolarizzate e da quelli emessi da banche residenti ammontava a 629 miliardi, 20 miliardi in più rispetto alla fine del 2020. L'incremento è attribuibile per la maggior parte a titoli bancari esteri o di altre istituzioni finanziarie. I titoli pubblici hanno contribuito per circa un quarto: a fronte di una crescita marcata della detenzione di titoli emessi dai paesi diversi dall'Italia (14 miliardi), quelli nazionali sono diminuiti (9 miliardi).

La prosecuzione dei programmi di acquisto dell'Eurosistema ha favorito la flessione dei premi per il rischio sui titoli pubblici, in particolare quelli italiani, rispetto a quanto osservato nel triennio precedente (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021), riducendo i rendimenti di tali investimenti. Durante l'anno le banche, soprattutto i due gruppi maggiori, hanno effettuato vendite nette di titoli di Stato; il peso di questi ultimi sul complesso degli attivi è sceso dal 10,9 al 10,3 per cento. La quota dei titoli nazionali inclusi nel portafoglio valutato al costo ammortizzato è rimasta su livelli elevati, sebbene in lieve calo nel confronto con il 2020 (dal 74 al 72 per cento). L'inclusione dei titoli in questa categoria contabile limita l'impatto sul conto economico delle variazioni di valore dovute alle oscillazioni dei rendimenti, ma pone maggiori vincoli a un'eventuale vendita sul mercato secondario.

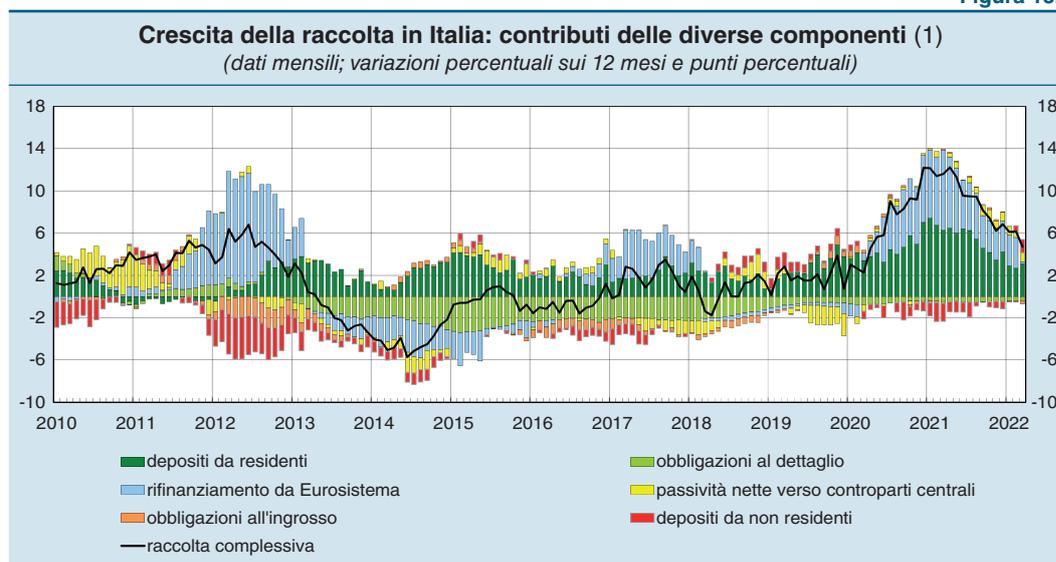
Nel primo trimestre del 2022, in presenza di un rialzo dei premi per il rischio, tutte le tipologie di intermediari sono tornate a effettuare acquisti netti di titoli di Stato (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

### La raccolta bancaria

Nel 2021 la raccolta delle banche è aumentata del 6,8 per cento, dal 12,2 nell'anno precedente (fig. 13.4). Sia la provvista al dettaglio, sia le passività verso l'Eurosistema sono cresciute a un ritmo inferiore rispetto al 2020. La raccolta all'ingrosso è lievemente salita in seguito all'incremento delle passività nette verso le controparti centrali connesse con l'attività di prestito titoli condotta dagli operatori italiani sul mercato MTS repo (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021); le obbligazioni collocate sui mercati sono rimaste pressoché invariate.

L'espansione dei depositi da residenti è stata più contenuta di 4 punti percentuali rispetto allo scorso anno – quando era stata fortemente sostenuta dall'accumulazione di liquidità a fini precauzionali, dalla caduta dei consumi e dalle misure introdotte dal Governo (cfr. *Relazione annuale* sul 2020) – ed è tornata sui ritmi osservati nei mesi precedenti la crisi sanitaria (6,4 per cento). Il rallentamento ha interessato sia la componente delle famiglie, sia quella delle imprese (salite del 4,9 e dell'11,0 per cento, rispettivamente).

Figura 13.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

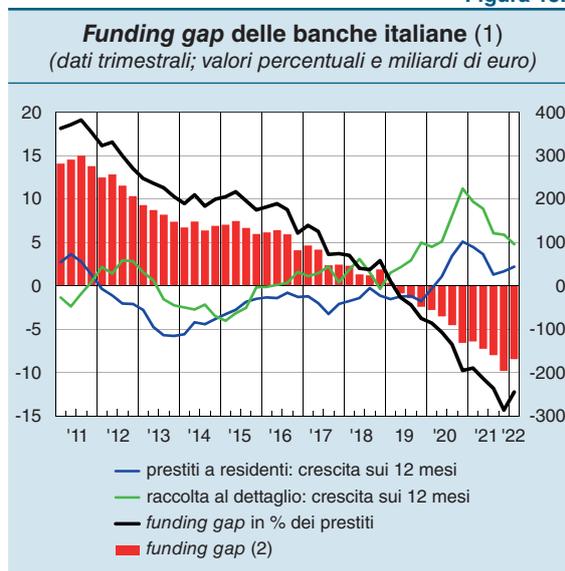
(1) Il tasso di crescita della raccolta complessiva è pari alla somma dei contributi delle singole componenti. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le passività nette verso le controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

Nella prima parte del 2021 la crescita delle passività verso l'Eurosistema ha beneficiato della partecipazione delle banche italiane alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3; cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), che offrivano condizioni più favorevoli rispetto ad altre forme di raccolta. Nella seconda metà dell'anno le passività si sono moderatamente ridotte per effetto

del rimborso di alcune operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO) giunte a scadenza (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2022).

Alla fine dell'anno la quota dei depositi da residenti sul totale della raccolta delle banche italiane è rimasta molto elevata e in linea con quella media dell'area dell'euro (65 e 64 per cento, rispettivamente). Proseguendo una tendenza in atto da oltre un decennio, la frazione delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie è scesa a poco più dell'1 per cento della raccolta totale (16 nel 2011). Anche l'incidenza della provvista all'ingrosso è diminuita ulteriormente, al 18 per cento. Dall'avvio della pandemia la quota delle passività verso l'Eurosistema è salita di 7 punti percentuali, al 16 per cento, il valore più elevato nel confronto storico (era intorno all'1 per cento prima della crisi dei debiti sovrani).

Figura 13.5



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse Cassa depositi e prestiti e le filiali di banche estere in Italia.  
(1) Differenza tra i prestiti a residenti e la raccolta al dettaglio (depositi da residenti più obbligazioni collocate presso le famiglie). Gli ultimi dati si riferiscono alla fine di marzo 2022. – (2) Scala di destra.

I depositi hanno continuato a crescere a ritmi più sostenuti rispetto ai finanziamenti; la differenza fra l'ammontare dei prestiti e la provvista al dettaglio (*funding gap*) espressa in rapporto ai prestiti è rimasta su valori negativi, scendendo nell'anno di 5 punti percentuali (a -14,3 per cento, 33 punti percentuali in meno nel confronto con il 2011; fig. 13.5). Per le banche meno significative il valore dell'indicatore si è mantenuto decisamente inferiore rispetto a quello dei gruppi significativi. Anche la differenza tra il credito e la sola provvista presso le famiglie – quest'ultima caratterizzata da una volatilità più contenuta di quella presso le società non finanziarie e finanziarie – è diminuita in rapporto ai prestiti sia nel 2021, sia nei primi mesi di quest'anno.

Il costo medio della raccolta si è ridotto nel corso del 2021, dallo 0,11 allo 0,07 per cento. La flessione ha continuato a dipendere principalmente dal calo dei tassi medi corrisposti sui depositi e sulle obbligazioni, scesi rispettivamente di 3 e di 18 punti base.

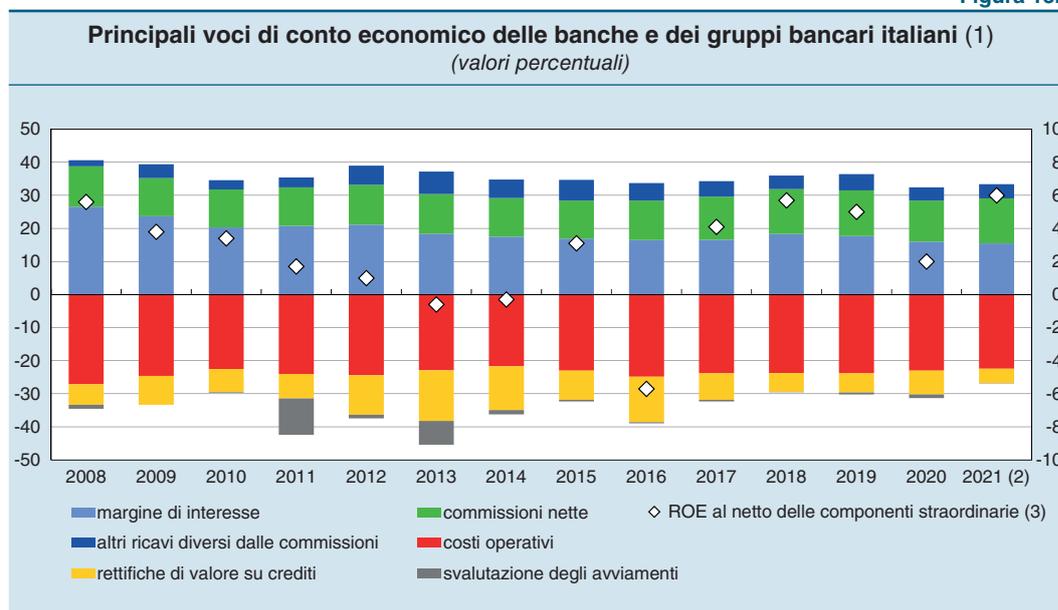
### La redditività e il patrimonio delle banche

*La redditività.* – Nel 2021 la redditività delle banche italiane è migliorata (fig. 13.6): il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) al netto delle componenti straordinarie è aumentato dal 2,0 al 6,0 per cento<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Il rendimento degli attivi (*return on assets*, ROA) è salito dallo 0,15 allo 0,42 per cento.

Il flusso di rettifiche su crediti, che nel 2020 era stato molto elevato, è diminuito (-37,7 per cento)<sup>8</sup>, contribuendo per circa due terzi all'incremento del ROE nell'anno.

Figura 13.6



Il margine di interesse è sceso dell'1,4 per cento; il calo dei tassi medi attivi ha più che compensato gli effetti dei maggiori volumi di credito. Il significativo flusso di prestiti assistiti da garanzie statali, caratterizzati a parità di altre condizioni da un tasso mediamente inferiore rispetto a quelli di mercato, ha contribuito alla riduzione del rendimento medio sui finanziamenti alle imprese<sup>9</sup>. Alla flessione degli interessi attivi hanno concorso, in misura minore, il calo dei rendimenti dei titoli di debito in portafoglio e i minori interessi sulle attività deteriorate, a seguito della diminuzione delle loro consistenze per effetto delle operazioni di cessione avvenute nell'anno. Contributi positivi sono derivati dal beneficio associato alle TLTRO3 e dalla contrazione degli interessi passivi connessa con la riduzione dei tassi medi sui depositi e sulle obbligazioni.

Il margine di intermediazione è aumentato del 5,2 per cento grazie alle commissioni nette, cresciute del 12,0 per cento; queste hanno beneficiato dell'incremento dei volumi di risparmio gestito intermediato dalle banche. L'espansione dei ricavi ha guidato il miglioramento dell'efficienza operativa: il rapporto tra i costi operativi, leggermente diminuiti (-0,8 per cento), e il margine di intermediazione (*cost-income ratio*) è passato dal 71,2 al 67,0 per cento.

<sup>8</sup> Il costo del rischio, misurato dal rapporto tra flusso di rettifiche e ammontare medio dei crediti, è calato da 96 a 60 punti base.

<sup>9</sup> La riduzione del rendimento medio è stata parzialmente compensata dalle minori rettifiche per perdite attese associate ai prestiti assistiti da garanzia statale. La presenza della garanzia determina anche una diminuzione delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) relative a questi finanziamenti e un conseguente minore assorbimento di capitale.

Per gli 11 gruppi classificati come significativi alla fine del 2021 il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è cresciuto dall'1,4 al 5,4 per cento; un solo gruppo ha chiuso il bilancio in perdita, mentre gli altri hanno migliorato la propria redditività nel confronto con l'anno precedente. Il ROE delle banche meno significative è salito dal 3,6 all'8,8 per cento; tre quarti di questi intermediari hanno migliorato la propria redditività rispetto all'esercizio precedente, mentre il 7 per cento ha riportato risultati negativi (l'11 per cento nel 2020). Il ROE delle banche meno significative è stato molto diverso a seconda del modello di business: gli intermediari operanti nella gestione del risparmio e nei servizi di investimento hanno conseguito risultati nettamente superiori rispetto alle banche di credito specializzato e, soprattutto, a quelle che svolgono prevalentemente attività creditizia di tipo tradizionale. Per queste ultime resta elevata la variabilità dell'efficienza operativa, che tende a essere peggiore per gli intermediari più piccoli, riflettendo principalmente la maggiore incidenza dei costi operativi.

Nei prossimi trimestri l'andamento delle rettifiche di valore su crediti dipenderà dall'intensità della crescita economica, su cui pesano i rischi connessi con il graduale superamento delle misure di sostegno adottate nel corso della pandemia e quelli, diretti e indiretti, generati dagli effetti del conflitto in Ucraina (cfr. il riquadro: *L'impatto della guerra in Ucraina sulle prospettive di crescita e inflazione dell'Italia* del capitolo 4).

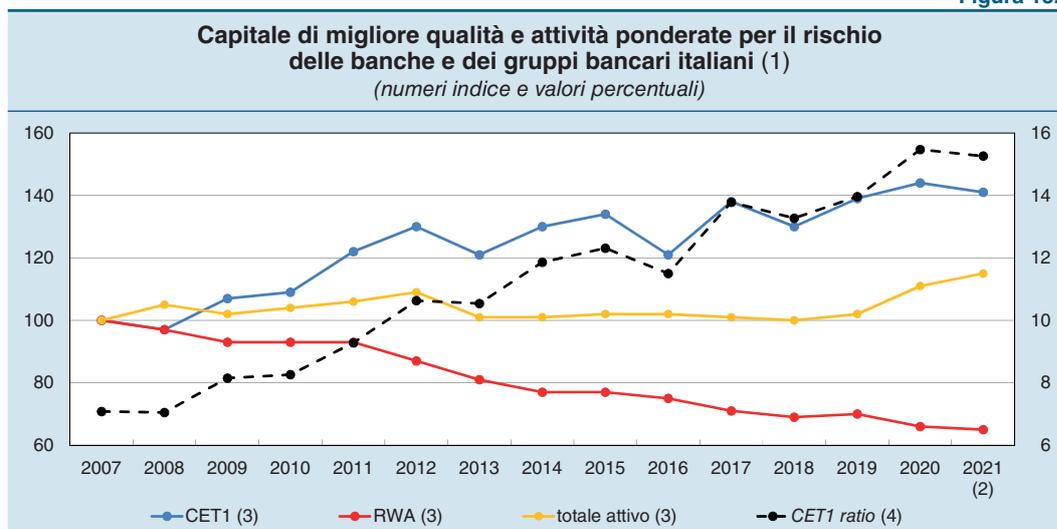
Sul fronte dei ricavi, la forte crescita delle commissioni osservata lo scorso anno potrebbe affievolirsi a causa sia dell'andamento negativo dei mercati finanziari, sia dell'incremento della volatilità e dei rendimenti dei titoli di Stato; queste ultime variabili sono inversamente correlate con la raccolta netta delle attività di risparmio gestito. Il rialzo dei tassi di mercato, sospinto dall'accentuata dinamica inflazionistica, se da una parte potrebbe produrre un effetto positivo sul margine di interesse degli intermediari, dall'altra andrebbe a incidere sulla capacità di rimborso delle imprese, in particolare quelle caratterizzate da una leva finanziaria più elevata. Lo scorso 18 maggio il ROE atteso a un anno dagli operatori di mercato per le principali banche italiane quotate era pari al 6,0 per cento. Dall'inizio del conflitto queste aspettative sono state riviste al ribasso di circa 0,8 punti percentuali, per la prima volta dal terzo trimestre del 2020.

*Il patrimonio.* – Alla fine del 2021 il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche italiane era il 15,3 per cento degli RWA, circa 20 punti base in meno rispetto a un anno prima (fig. 13.7). La lieve diminuzione è riconducibile principalmente a operazioni straordinarie di distribuzione di dividendi e riacquisto di azioni proprie, successive al venire meno della raccomandazione da parte delle autorità di vigilanza di limitare la distribuzione degli utili nel contesto della pandemia. Il calo ha anche riflesso, in misura minore, effetti di natura regolamentare (tra cui il regime transitorio del principio contabile IFRS 9)<sup>10</sup>, che hanno più che compensato il contributo positivo della redditività e la flessione degli RWA.

Alla fine dello scorso anno il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*CET1 ratio*) era pari al 15,3 per cento per i gruppi significativi italiani, al 17,9 per le banche meno significative e al 12,3 per le filiazioni di gruppi

<sup>10</sup> Il regime transitorio introdotto dall'art. 473-bis del CRR prevede di dedurre dal CET1 una quota, crescente nel tempo, delle extra rettifiche di valore su crediti rilevate con la prima applicazione dell'IFRS 9 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018).

Figura 13.7



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 al 2013 e il CET1 dal 2014. 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.

significativi esteri. Nel complesso le banche italiane avevano un'eccedenza media di *CET1 ratio* di oltre 6 punti percentuali rispetto al livello minimo regolamentare<sup>11</sup>. Il divario tra la patrimonializzazione media delle banche significative dell'area dell'euro e quella degli intermediari italiani era di 20 punti base, un valore contenuto e pressoché invariato dalla fine del 2020.

### *Gli altri intermediari creditizi e i confidi*

Nel 2021 l'attività degli intermediari creditizi non bancari si è nel complesso ampliata in tutti i principali comparti (leasing e factoring, credito al consumo e attività di riscossione dei crediti ceduti e di svolgimento dei servizi di cassa e di pagamento). Gli impieghi degli intermediari specializzati nel leasing e nel factoring, diminuiti nei due anni precedenti, sono aumentati del 4 per cento, a 83 miliardi; anche le attività delle società di credito al consumo e di cessione del quinto dello stipendio o della pensione sono cresciute di circa il 4 per cento, a 35 miliardi.

Il protrarsi fino a dicembre delle misure di sostegno introdotte dal Governo in risposta alla pandemia ha attenuato le difficoltà di rimborso dei prestiti da parte della clientela; alla fine del 2021 l'incidenza dei finanziamenti deteriorati al lordo delle rettifiche di valore sul totale di quelli concessi dagli intermediari creditizi non bancari si era ridotta di 0,8 punti percentuali rispetto al 2020, al 5,2 per cento.

<sup>11</sup> Il livello minimo regolamentare cui si fa riferimento è quello espresso dalla somma tra i requisiti di primo e secondo pilastro, la riserva di conservazione del capitale e gli altri buffer macroprudenziali. La presenza contemporanea di diversi requisiti (ponderati, non ponderati, relativi al quadro di risoluzione) può limitare anche significativamente l'effettiva eccedenza di capitale rispetto ai minimi regolamentari (cfr. il riquadro: *L'effettiva utilizzabilità del requisito combinato di riserva di capitale per le banche italiane: un approccio olistico*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). Tenendo conto dei diversi requisiti, il CET1 in eccesso alla fine del 2021 per il totale del sistema era pari al 3,8 per cento degli RWA.

Il valore delle operazioni gestite dagli intermediari finanziari iscritti nell'albo ex art. 106 del Testo unico bancario (TUB) nel comparto delle attività di riscossione dei prestiti ceduti e di svolgimento dei servizi di cassa e di pagamento (*servicing*) connesse con la cartolarizzazione di crediti originati da banche ha raggiunto 143 miliardi (98 nel 2020). A fronte di un controvalore complessivo delle nuove operazioni effettuate da banche e altri intermediari rimasto sui livelli del 2020, la quota di mercato di questi intermediari è salita di 15 punti percentuali, al 47 per cento, anche per effetto del riassetto di alcuni gruppi bancari; la percentuale riconducibile alle banche è corrispondentemente diminuita al 53 per cento.

Nel 2021 si è osservata una ripresa della redditività del complesso degli intermediari creditizi non bancari: la crescita dei volumi intermediati si è tradotta in un incremento del margine di intermediazione (ampliatosi del 3,9 per cento), che ha più che compensato il rialzo dei costi operativi (2,3 per cento). Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio è salito al 16,2 per cento (15,8 nel 2020).

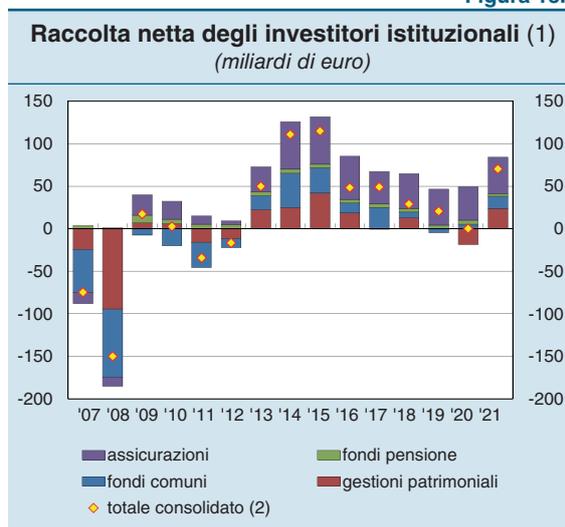
Alla fine del 2021 l'ammontare delle garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'albo ex art. 106 del TUB era lievemente aumentato rispetto al 2020 (1,1 per cento), a 8 miliardi. Le garanzie relative ai crediti deteriorati erano pari al 22 per cento del totale di quelle rilasciate (24 nel 2020); di queste, oltre l'80 per cento si riferiva a posizioni in sofferenza. La redditività del settore ha continuato a essere influenzata da un'alta incidenza dei costi fissi, che assorbivano il margine di intermediazione (in crescita del 2,3 per cento) per l'85 per cento. Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio si è mantenuto su valori elevati (31 per cento).

### Gli investitori istituzionali

La raccolta netta degli investitori istituzionali italiani è tornata positiva (circa 70 miliardi), dopo la stagnazione del 2020 (tav. 13.1 e fig. 13.8), registrando afflussi in tutti i principali comparti. Le sottoscrizioni nette dei fondi pensione sono state di 3 miliardi, in diminuzione rispetto ai circa 5 del 2020, a causa di un aumento delle prestazioni erogate<sup>12</sup>. Le gestioni patrimoniali hanno raccolto risorse nette per 24 miliardi, un valore elevato nel confronto storico.

Il patrimonio complessivo gestito dagli investitori istituzionali ha superato 1.700 miliardi alla fine di dicembre, beneficiando sia della

Figura 13.8



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 2021 dati provvisori. – (2) Cfr. la nota 5 della tav. 13.1.

<sup>12</sup> L'incremento delle prestazioni è in parte ascrivibile a operazioni straordinarie da parte di fondi preesistenti (980 milioni) e riflette una razionalizzazione degli schemi previdenziali offerti.

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2020	2021 (1)	2020	2021 (1)	Quote percentuali	
					2020	2021 (1)
Fondi comuni (2)	5.389	14.055	345.611	377.630	14,5	15,1
Assicurazioni (3)	39.250	43.345	825.115	876.672	34,6	35,0
Fondi pensione (4)	4.802	2.959	197.866	213.289	8,3	8,5
Gestioni patrimoniali	-18.515	24.056	1.012.857	1.039.404	42,5	41,5
<b>Totale</b>	<b>30.926</b>	<b>84.415</b>	<b>2.381.449</b>	<b>2.506.995</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>-44</b>	<b>70.378</b>	<b>1.621.277</b>	<b>1.723.382</b>	–	–
in percentuale del PIL	..	4,0	98,2	97,1	–	–
<i>per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (6)	31.306	67.653	912.718	1.041.995	–	–
<i>di cui:</i>						
di intermediari italiani	12.524	16.653	204.800	231.402	–	–

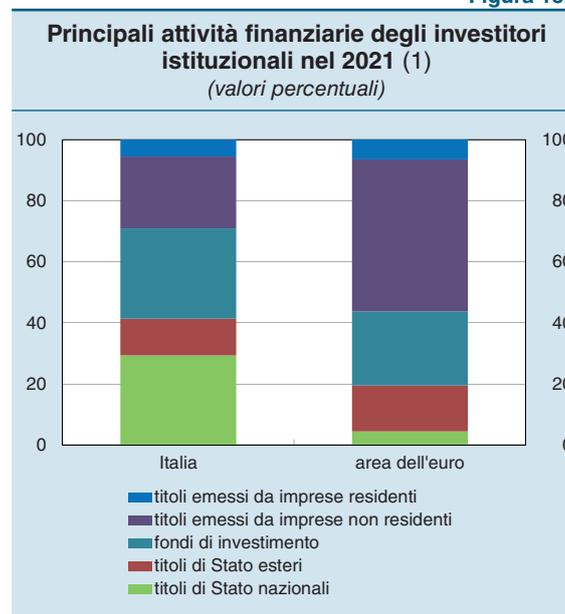
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.  
 (1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, si considerano le riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia 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 organismi di investimento collettivo del risparmio (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.

crescita della raccolta netta, sia dell'incremento del valore delle attività detenute.

È proseguita la riduzione della quota di titoli di Stato italiani in portafoglio, scesa al 29 per cento (dal 33 della fine del 2020), un livello che continua comunque a essere superiore alla media dell'area dell'euro (fig. 13.9). È cresciuto invece il peso degli investimenti in titoli emessi da imprese non residenti – in linea con gli andamenti a livello europeo – e dei fondi comuni di investimento.

Alla fine del 2021 l'esposizione di portafoglio degli investitori istituzionali italiani verso emittenti residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina era molto contenuta (inferiore allo 0,1 per cento del patrimonio). Anche la quota di titoli emessi da imprese (italiane e estere) operanti nei settori a elevata intensità energetica (cfr. il riquadro:

Figura 13.9



*I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022) era ridotta (3,4 per cento del patrimonio), in linea con quella degli altri intermediari non bancari dell'area dell'euro. Questa esposizione si concentrava per oltre l'80 per cento in titoli di società attive nei settori della produzione di energia elettrica e di derivati del petrolio, che in media non hanno finora subito ripercussioni negative sui loro corsi azionari a seguito del conflitto.

*I fondi comuni.* – Nel 2021 la raccolta netta dei fondi comuni aperti di diritto italiano è tornata positiva (6,6 miliardi; circa il 3 per cento del patrimonio netto di dicembre 2020). Analogamente a quanto osservato in ambito europeo, l'interesse da parte degli investitori si è orientato verso i comparti più rischiosi, quali l'azionario e il misto, grazie all'andamento positivo dei corsi e alla ricerca di maggiori rendimenti, specialmente in un periodo caratterizzato da bassi tassi di interesse.

Alla fine dell'anno il patrimonio dei fondi aperti di diritto italiano che promuovono investimenti con caratteristiche ambientali e sociali nel rispetto del regolamento europeo per la trasparenza degli investimenti sostenibili (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR), operativo da marzo del 2021, rappresentava oltre un quarto di quello complessivo (72 miliardi). In particolare, le risorse riconducibili ai 253 fondi di diritto italiano che investono tenendo conto anche di criteri di sostenibilità ambientale o sociale (ex art. 8 dell'SFDR) erano pari a 64 miliardi; quelle degli 8 fondi che hanno come obiettivo principale investimenti sostenibili (ex art. 9 dell'SFDR) ammontavano a 8 miliardi.

Anche le sottoscrizioni nette dei fondi di diritto italiano che rispettano la normativa sui piani individuali di risparmio (PIR) sono tornate positive (0,3 miliardi, contro riscatti netti per 0,5 nel 2020). Alla fine del 2021 il patrimonio dei 49 fondi PIR di diritto italiano era pari a 19 miliardi<sup>13</sup>.

Nel primo trimestre del 2022 la raccolta netta dei fondi aperti di diritto italiano è stata pressoché nulla<sup>14</sup>: a fronte di un deflusso nel comparto obbligazionario, è invece proseguito l'afflusso di risorse per i fondi azionari e misti, anche dopo l'inizio del conflitto in Ucraina e la conseguente elevata volatilità dei mercati.

I fondi aperti di diritto italiano rappresentano meno del 40 per cento del patrimonio delle gestioni collettive relative a gruppi italiani (pari complessivamente a 644 miliardi). Gli operatori infatti sono incentivati a localizzare i fondi in alcune giurisdizioni, quali Lussemburgo e Irlanda, in virtù soprattutto dell'offerta di servizi specializzati connessi con l'attività di gestione del risparmio (ad es. servizi informatici e di deposito titoli) e della maggiore conoscenza di queste piazze finanziarie da parte degli investitori internazionali; permangono inoltre alcune forme di agevolazione fiscale e regolamentare, anche se negli ultimi anni le differenze tra le giurisdizioni in questi ambiti si sono ridotte.

<sup>13</sup> Alla fine dell'anno il patrimonio dei fondi conformi alla normativa sui PIR ha raggiunto circa 21 miliardi, considerando anche i 19 fondi di diritto estero.

<sup>14</sup> La raccolta è stata invece nel complesso positiva se si includono anche i fondi di diritto estero gestiti da SGR italiane (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022).

È proseguita l'espansione dei fondi chiusi mobiliari, con una raccolta netta di circa 3 miliardi; il patrimonio del comparto è aumentato a 30 miliardi (cfr. il riquadro: *Lo sviluppo dei fondi di investimento alternativi chiusi mobiliari*). Tra i fondi inclusi in questo comparto, l'ammontare delle risorse gestite da quelli conformi alla normativa sui PIR alternativi, introdotti nel 2020 per favorire gli investimenti nel capitale di piccole e medie imprese italiane<sup>15</sup>, ha raggiunto 1,7 miliardi, con una raccolta concentrata in particolare nella seconda parte dell'anno.

## LO SVILUPPO DEI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI CHIUSI MOBILIARI

I fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi mobiliari<sup>1</sup> possono rappresentare un importante strumento per finanziare il tessuto produttivo. Questi fondi, che tipicamente operano con un orizzonte temporale di medio termine, sono particolarmente adatti a investire in attività poco liquide; inoltre, grazie alle competenze dei loro gestori nella selezione di progetti di investimento innovativi, favoriscono l'impiego del risparmio a sostegno dell'economia.

Il comparto dei FIA chiusi mobiliari in Italia ha registrato un significativo sviluppo negli ultimi anni, un fenomeno osservato anche nell'area dell'euro: tra il 2015 e il 2021 il patrimonio netto del settore è passato da 9 a 30 miliardi di euro e il numero di fondi è aumentato da 165 a 385 (figura, pannello a). Nonostante la forte crescita, in rapporto al PIL le risorse gestite in Italia restano inferiori alla media dell'area (2 e 6 per cento, rispettivamente; figura, pannello b). In linea con la media europea, alla fine dello scorso anno le banche e gli investitori istituzionali detenevano circa tre quarti del patrimonio gestito dai FIA in Italia, mentre gli investitori non professionali avevano sottoscritto il 12 per cento. La rimanente parte faceva capo ad Amministrazioni pubbliche, imprese e altri investitori privati.

La crescita dal 2015 al 2021 ha riguardato tutti i principali comparti. Il patrimonio netto dei fondi che investono nel capitale di rischio delle aziende (private equity) è passato da 8 a 17 miliardi di euro, mentre quello dei fondi di debito (private debt), che investono in crediti o in titoli di debito non quotati, è salito da meno di uno a 7 miliardi<sup>2</sup>. Restano su livelli contenuti i volumi del comparto dei

<sup>1</sup> I FIA che investono in strumenti finanziari (FIA mobiliari) rientrano tra i fondi regolati dalla direttiva UE/2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD) e non sono soggetti ai vincoli di portafoglio che si applicano ai fondi aperti armonizzati. La normativa italiana prevede che i FIA mobiliari debbano essere costituiti in forma chiusa se investono in crediti o in strumenti non quotati in misura superiore al 20 per cento del loro patrimonio; in questo caso il rimborso delle quote avviene alla scadenza.

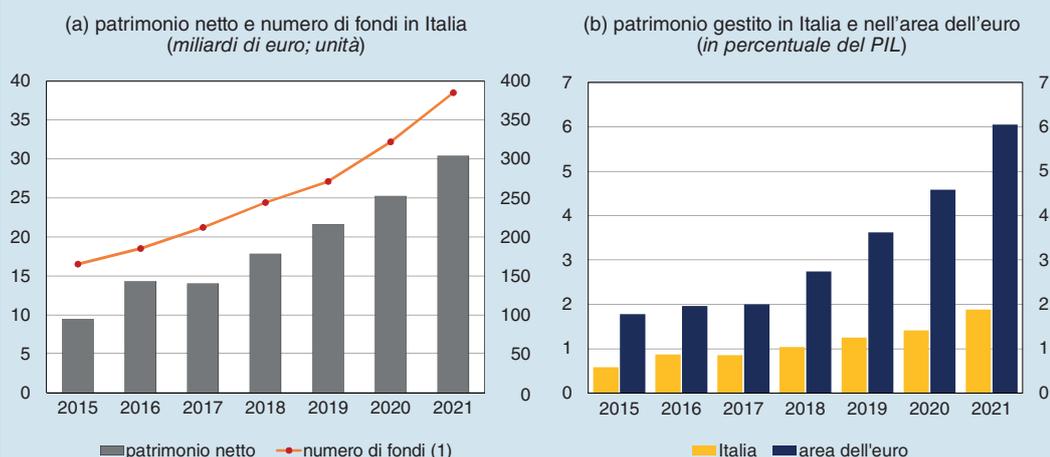
<sup>2</sup> La crescita ha riguardato soprattutto il segmento dei fondi che acquistano crediti originati da terzi, per oltre la metà crediti deteriorati (principalmente *unlikely to pay*, UTP).

<sup>15</sup> Il DL 34/2020 (decreto "rilancio") ha esteso i benefici fiscali previsti dalla normativa sui PIR ordinari ai PIR alternativi, ossia ai piani di risparmio che investono almeno il 70 per cento del valore complessivo degli attivi in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da società non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap di Borsa Italiana o in indici equivalenti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020). Il DL 104/2020 (decreto "agosto") ha successivamente innalzato il limite di investimento annuo per i PIR alternativi da 150.000 a 300.000 euro. La legge di bilancio per il 2022 (L. 234/2021) ha eliminato il vincolo di un solo PIR alternativo per le persone fisiche ed esteso ai nuovi PIR il credito di imposta per le minusvalenze realizzate sugli investimenti effettuati nel 2022 per un ammontare che non ecceda il 10 per cento delle somme investite.

fondi di venture capital, specializzati nel segmento delle società di nuova costituzione (2 miliardi di risorse gestite)<sup>3</sup>, e di quello dei fondi di investimento a lungo termine (*European long-term investment funds*, ELTIF; 0,6 miliardi)<sup>4</sup>.

Figura

### Comparto dei FIA chiusi mobiliari in Italia e nell'area dell'euro



Fonte: segnalazioni di vigilanza e BCE (Statistical Data Warehouse).  
(1) Scala di destra.

Gli operatori esteri svolgono un ruolo rilevante nel mercato italiano del private equity e del private debt. Secondo dati forniti dall'Associazione italiana del private equity, venture capital e private debt (Aifi), circa l'80 per cento degli investimenti in imprese italiane effettuati dai fondi chiusi nel 2021 era riconducibile a FIA esteri (5,9 su 7,6 miliardi). In entrambi i comparti gli investimenti sono stati realizzati prevalentemente da fondi esteri di grande dimensione che, a differenza di quelli degli intermediari italiani, si sono concentrati soprattutto in aziende medie o grandi.

Le imprese italiane possono beneficiare della crescita del comparto dei FIA per rafforzare la loro struttura patrimoniale e per finanziare i progetti di investimento. Con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo dell'industria nazionale dei fondi alternativi, negli ultimi anni sono stati adottati sia interventi che prevedono l'investimento di risorse pubbliche, sia misure per incentivare l'afflusso di risorse da parte dei

<sup>3</sup> Nel comparto sono inclusi anche i fondi europei per il venture capital (*European venture capital funds*, EuVECA), che investono almeno il 70 per cento del patrimonio in strumenti di capitale di imprese nelle fasi iniziali di vita, con un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro e con meno di 250 dipendenti. Alla fine del 2021 il patrimonio di questi fondi era di 0,6 miliardi.

<sup>4</sup> La normativa europea sugli ELTIF, entrata in vigore nel 2015, prevede che i fondi investano almeno il 70 per cento del patrimonio in imprese non finanziarie europee non quotate, o quotate con una capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro, e che possano essere sottoscritti da investitori non professionali.

risparmiatori e degli investitori istituzionali<sup>5</sup>. Da marzo di quest'anno, la soglia di sottoscrizione minima per investire nei fondi chiusi riservati è stata ridotta da 500.000 a 100.000 euro al ricorrere di determinate condizioni volte a tutelare gli investitori non professionali<sup>6</sup>. Sono inoltre in corso iniziative per semplificare le normative europea e italiana e favorirne l'armonizzazione<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Nella prima categoria di interventi rientrano gli investimenti in fondi chiusi, nuovi ed esistenti, effettuati dal Fondo italiano di investimento e dal Fondo nazionale di innovazione-CDP Venture Capital, entrambi società di gestione del risparmio partecipate da Cassa depositi e prestiti. Nel secondo ambito si iscrivono l'introduzione dei PIR alternativi, gli incentivi fiscali per gli investitori in fondi di venture capital e le agevolazioni per gli investimenti nell'economia reale delle casse previdenziali e dei fondi pensione (cfr. memoria della Banca d'Italia per la 6<sup>a</sup> Commissione permanente (Finanze), *Risoluzione Zanichelli n. 7-00748 recante iniziative volte a tutelare il risparmio privato e a favorire il suo impiego nell'economia reale*, Roma, Camera dei deputati, 25 gennaio 2022).

<sup>6</sup> La riduzione è stata effettuata al fine di ampliare la platea dei potenziali sottoscrittori e di armonizzare la normativa italiana con quella europea. Il decreto 19/2022 del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), entrato in vigore il 30 marzo 2022, ha stabilito che la soglia più bassa può essere applicata a condizione che la somma investita rappresenti non oltre il 10 per cento del portafoglio finanziario del sottoscrittore e che l'investimento sia effettuato nell'ambito della prestazione di un servizio di consulenza. Il decreto prevede inoltre che i gestori di portafogli possano acquistare quote di FIA riservati per conto di investitori non professionali, purché la somma investita ammonti ad almeno 100.000 euro.

<sup>7</sup> A livello europeo è stata avviata la revisione della AIFMD e del regolamento dei fondi ELTIF. In Italia, dopo un lavoro di analisi del MEF, a cui ha partecipato anche la Banca d'Italia, sono state individuate aree di possibile semplificazione della normativa (cfr. MEF, *Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, marzo 2022).

Anche il patrimonio dei fondi immobiliari italiani è aumentato, raggiungendo 106 miliardi in dicembre, grazie alla raccolta netta positiva (4,6 miliardi) e all'incremento di valore delle attività in portafoglio (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). La crescita del patrimonio, relativa al solo segmento dei fondi chiusi riservati agli investitori professionali, è stata in parte favorita dagli investimenti esteri, che alla fine dell'anno rappresentavano circa un terzo delle quote sottoscritte. Gli investimenti dei fondi italiani, concentrati nelle province di Milano e di Roma, sono indirizzati prevalentemente verso uffici e immobili commerciali, con un'esposizione limitata verso il settore residenziale (10 per cento).

La raccolta netta registrata in tutti i principali comparti ha contribuito positivamente alla redditività delle SGR. Nel 2021 gli utili netti di questi intermediari sono cresciuti del 51 per cento rispetto all'anno precedente; l'incremento delle commissioni nette ha più che compensato l'aumento dei costi operativi. Il rapporto fra il patrimonio di vigilanza e il requisito patrimoniale delle SGR è lievemente salito e si è mantenuto nel complesso su livelli adeguati (5,6 per cento, contro il 5,1 del 2020).

*Le assicurazioni.* – La raccolta netta delle assicurazioni è stata pari a 43 miliardi, con una crescita del 10 per cento rispetto al 2020. L'incremento ha riguardato il ramo vita (30 miliardi a fronte di 25 nel 2020), dove si è verificato un aumento, da 12 a 18 miliardi, dei premi nel ramo III (polizze unit linked e index linked, per le quali il rischio di investimento ricade del tutto o in parte sui contraenti). Si è invece osservata una flessione, da 14 a 13 miliardi, nel ramo I (polizze tradizionali con rendimenti minimi garantiti). La quota della raccolta delle polizze vita attraverso il

canale bancario è stata pari al 39 per cento, superiore a quella ascrivibile alle agenzie assicurative (24 per cento)<sup>16</sup>.

Le sottoscrizioni nette sono leggermente diminuite nel ramo danni (da 14 a 13 miliardi), dove sono tornate sui livelli del 2019. Il calo è dovuto soprattutto all'incremento dei sinistri sulle polizze RC auto, che riflette la ripresa della mobilità dopo la fine delle restrizioni imposte dal Governo per ragioni sanitarie. In questo comparto la raccolta continua a essere realizzata in prevalenza attraverso la rete delle agenzie assicurative (quasi l'80 per cento del totale), mentre la quota riconducibile agli sportelli bancari resta su livelli relativamente contenuti (7 per cento).

Il ROE delle compagnie è stato di circa il 9 per cento, in diminuzione di 3 punti percentuali rispetto al 2020. La riduzione è dovuta alla minore redditività del ramo danni (7 per cento, contro il 12 del 2020), legata all'aumento dell'onere per sinistri in quel comparto. Il ROE del ramo vita è invece rimasto stabile, al 10 per cento.

La crisi generata dal conflitto in Ucraina ha finora avuto conseguenze limitate sul mercato assicurativo italiano. L'impatto negativo sulla patrimonializzazione, causato dalla flessione dei corsi dei titoli azionari e obbligazionari nei portafogli, è stato compensato dalla maggiore disponibilità di fondi propri derivante dal rialzo della curva dei tassi di interesse privi di rischio utilizzata dalle assicurazioni per calcolare le riserve tecniche (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022).

---

<sup>16</sup> La parte restante dei premi è raccolta tramite gli sportelli postali (17 per cento), i promotori finanziari (18 per cento), i broker e la raccolta diretta effettuata dalle compagnie (2 per cento).

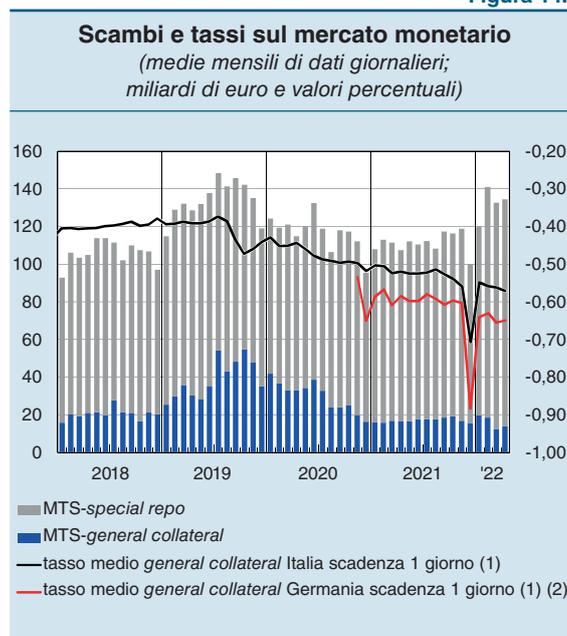
## 14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

La ripresa dell'attività economica e la politica monetaria accomodante della Banca centrale europea hanno favorito il mantenimento di condizioni nel complesso distese sui mercati finanziari italiani nel 2021. La diffusione delle varianti del Covid-19 e il conseguente riacutizzarsi dei contagi hanno avuto effetti transitori sui mercati. Nello scorso autunno, tuttavia, i timori sul rialzo dell'inflazione a livello globale hanno determinato un progressivo mutamento nell'orientamento di politica monetaria di alcune delle principali banche centrali e penalizzato le attività finanziarie più esposte alla crescita dei prezzi e dei tassi di interesse, come le obbligazioni a tasso fisso. I rendimenti dei titoli di Stato italiani e il premio per il rischio sovrano sono saliti soprattutto nell'ultima parte dell'anno. L'incremento si è trasmesso al costo della raccolta obbligazionaria di imprese e banche. Le quotazioni azionarie, sostenute anche dalle attese sull'andamento degli utili societari, sono aumentate di oltre il 20 per cento.

Nei primi cinque mesi del 2022 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono peggiorate: hanno risentito degli annunci da parte del Consiglio direttivo della BCE di una più rapida normalizzazione della politica monetaria rispetto a quanto precedentemente atteso, a fronte di crescenti pressioni inflazionistiche, nonché, dalla fine di febbraio, dello scoppio del conflitto in Ucraina e del deterioramento delle prospettive di crescita globali. In un contesto di elevata incertezza è aumentata l'avversione al rischio degli investitori. Sono diminuite le quotazioni azionarie e si sono ampliati i differenziali di rendimento delle obbligazioni private. I rendimenti dei titoli di Stato italiani e il differenziale con i corrispondenti titoli tedeschi hanno subito significativi rialzi.

*Il mercato monetario.* – Nel 2021 l'abbondante offerta di liquidità da parte dell'Eurosistema ha determinato un calo, rispetto al 2020, degli scambi medi giornalieri dei pronti contro termine in titoli di Stato sul mercato MTS, che hanno tuttavia continuato a mantenersi su livelli elevati (111 miliardi di euro, da 117 nel 2020; fig. 14.1).

Figura 14.1



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa e CME Group.  
(1) Scala di destra. – (2) Dati disponibili da novembre 2020.

Le ridotte esigenze di provvista delle banche hanno provocato una sensibile contrazione degli scambi sul segmento *general collateral* (-43 per cento). Sono invece aumentati quelli sullo *special repo* (10 per cento) in seguito alla crescita delle negoziazioni a pronti di titoli di Stato e all'avvio, a maggio del 2021, delle operazioni pronti contro termine del Tesoro, volte a fornire supporto alla liquidità del mercato secondario. Nei primi mesi del 2022 l'attività di prestito titoli è stata sostenuta da esigenze di copertura delle posizioni ribassiste connesse con le aspettative di risalita dei tassi di interesse.

Sul segmento *general collateral* i tassi di interesse medi a un giorno sui titoli di Stato italiani sono scesi ulteriormente nel confronto con il 2020, collocandosi su livelli inferiori al tasso sui depositi presso l'Eurosistema. Anche i differenziali di interesse con i titoli di pari scadenza degli altri principali paesi dell'area dell'euro si sono ridotti. Alla fine del 2021 la forte domanda di titoli di Stato italiani per l'impiego della liquidità a breve termine ha causato una temporanea flessione del tasso *general collateral*, così come accaduto per l'analogo tasso relativo ai titoli di Stato tedeschi.

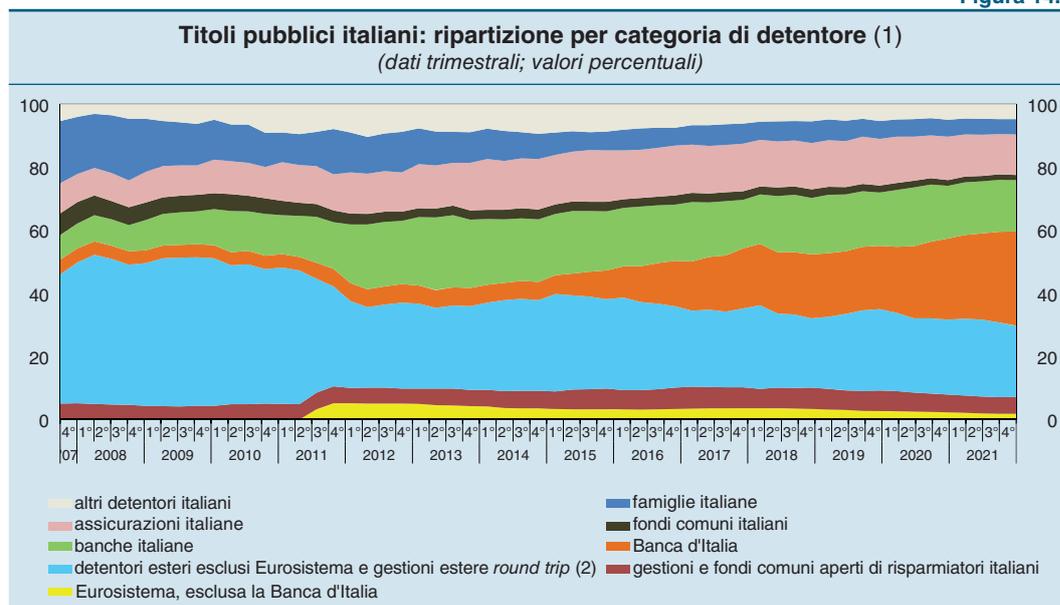
*L'offerta e la domanda di titoli pubblici.* – Nel 2021 le emissioni nette di titoli pubblici italiani si sono ridotte sensibilmente rispetto all'anno precedente, da 147 a 83 miliardi di euro, mentre le disponibilità liquide detenute dal Tesoro sono lievemente cresciute. Il calo delle emissioni nette ha riflesso quello del fabbisogno, favorito dal miglioramento del quadro macroeconomico e dalle minori uscite per fare fronte all'emergenza economica causata dalla pandemia (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). I rimborsi a scadenza dei titoli di Stato a medio e a lungo termine sono aumentati a 204 miliardi (197 nel 2020). La vita media residua dei titoli di Stato in circolazione ha raggiunto i 7,1 anni alla fine del 2021, da un valore di poco inferiore a 7 nel 2020; la durata media delle emissioni effettuate nell'anno è salita da 6,1 a 6,5 anni.

Nel 2021 è stato emesso in due tranche il primo BTP Green, con scadenza aprile 2045, i cui proventi sono destinati al finanziamento di progetti pubblici con positivo impatto ambientale. Il valore nominale complessivo di questa emissione è stato di circa 14 miliardi (quasi il 3 per cento delle emissioni lorde di titoli pubblici del 2021).

L'attività di collocamento sul mercato primario dei titoli di Stato è proseguita con regolarità per tutto il 2021. Le condizioni di finanziamento si sono mantenute distese e la media annuale dei rendimenti all'emissione ha raggiunto il minimo storico. L'attività è stata regolare anche nei primi mesi del 2022, con volumi in asta mediamente inferiori nel confronto con il periodo corrispondente dell'anno precedente, a fronte di minori necessità di raccolta attese rispetto al 2021.

Lo scorso anno la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è salita al 29,9 per cento (25,8 nel 2020; fig. 14.2) a seguito degli ingenti acquisti netti effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) e, soprattutto, del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP; cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

Figura 14.2

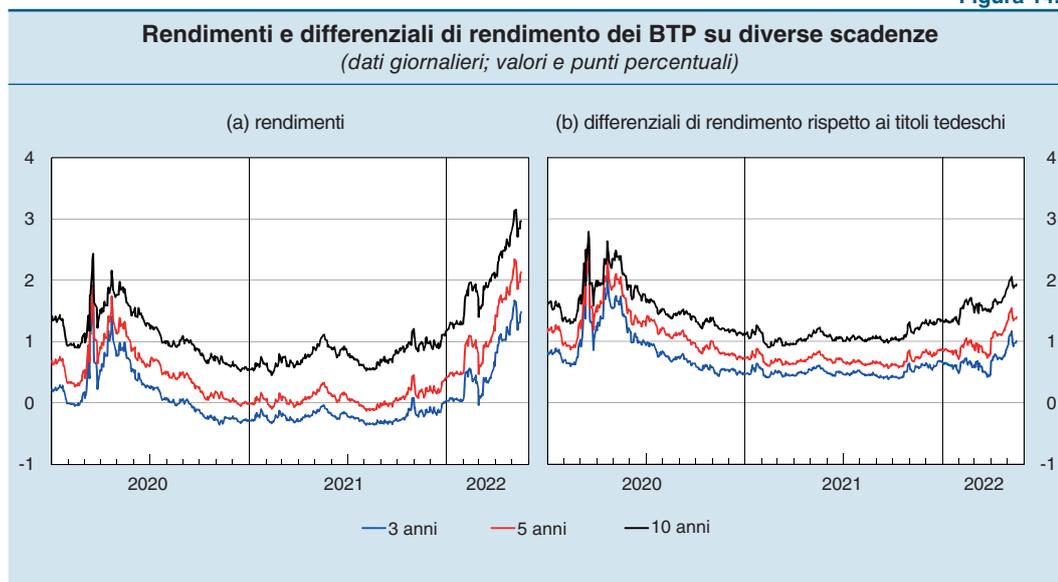


Si sono invece ridotte le quote di titoli di Stato nei portafogli delle assicurazioni italiane (di quasi un punto, al 12,8 per cento) e, in misura minore, anche quelle di famiglie, banche e fondi comuni di diritto italiano.

La quota dei titoli pubblici detenuti da investitori esteri è ulteriormente diminuita, di circa 2 punti percentuali, al 29,7 per cento. Secondo nostre stime la quota calcolata al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e di quelli nel portafoglio delle gestioni patrimoniali e dei fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani è scesa in misura inferiore (di 1,2 punti, al 22,5 per cento). Le vendite di titoli di Stato italiani da parte di non residenti si sono concentrate nel secondo semestre dello scorso anno, in concomitanza con il rafforzarsi delle attese di normalizzazione della politica monetaria (cfr. il capitolo 10: *L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti e Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021).

Nel primo trimestre del 2022 la quota di titoli detenuta dalla Banca d'Italia è ulteriormente cresciuta (di 0,4 punti percentuali, al 30,3 per cento), mentre quella degli investitori esteri ha continuato a scendere (di 0,5 punti, al 29,2 per cento).

*I rendimenti dei titoli pubblici.* – Il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali è aumentato di 63 punti base nel 2021 (all'1,17 per cento; fig. 14.3.a); i rialzi sono stati più contenuti sulle scadenze a breve e a medio termine (43 e 32 punti base a 5 e 3 anni, rispettivamente). Questa dinamica ha risentito soprattutto dell'andamento del tasso privo di rischio; vi ha tuttavia contribuito, per 24 punti base, anche l'incremento del premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere titoli di Stato italiani, salito a 135 punti sulla scadenza decennale (da 111 alla fine del 2020; fig. 14.3.b).



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Nella prima parte dello scorso anno i rendimenti sono rimasti nel complesso stabili, riflettendo l'orientamento accomodante della politica monetaria da parte della BCE, in un contesto caratterizzato dal buon andamento delle campagne vaccinali e da migliori prospettive di crescita economica. Dall'autunno i rendimenti sono saliti, sospinti dall'ulteriore rafforzamento della crescita attesa e dall'aumento dell'inflazione, cui si è associato l'avvio di una riduzione dell'accomodamento monetario da parte di alcune delle principali banche centrali. Nell'ultima parte dell'anno la maggiore avversione al rischio che ha seguito la ripresa dei contagi e le attese di una riduzione degli acquisti di titoli da parte della BCE, confermate dalle decisioni prese in dicembre dal Consiglio direttivo, hanno consolidato la tendenza al rialzo dei rendimenti e contribuito all'incremento del premio per il rischio sovrano.

Nei primi cinque mesi del 2022 i rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno continuato a salire, con l'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche cui hanno fatto seguito gli annunci di una più rapida normalizzazione della politica monetaria da parte del Consiglio direttivo della BCE. L'aumento è stato più accentuato rispetto a quello osservato negli altri paesi dell'area dell'euro, con l'eccezione della Grecia (cfr. il paragrafo: *I mercati finanziari* del capitolo 2). A ciò potrebbe avere contribuito il ruolo che il mercato dei futures sui titoli di Stato italiani svolge nella copertura dal rischio di rialzo dei tassi per i paesi dell'area dell'euro ritenuti più vulnerabili, amplificando le pressioni a vendere nei momenti di particolare tensione. Anche i premi per il rischio di credito si sono ampliati, risentendo – oltre che dell'orientamento meno accomodante della politica monetaria – dell'incertezza generata dal conflitto in Ucraina e del peggioramento delle prospettive di crescita a fronte di un rapporto tra debito pubblico e PIL che, seppure in calo, rimane molto elevato. Nelle ultime settimane si è osservato inoltre un incremento del premio per il rischio di ridenominazione dei titoli italiani in una nuova valuta nazionale. Alla fine della seconda decade di maggio il rendimento del titolo di Stato italiano decennale si era portato a circa il 3 per cento; il differenziale di rendimento nei confronti del titolo tedesco di pari scadenza si collocava intorno a 200 punti base.

*Gli scambi dei titoli pubblici sul mercato secondario.* – Gli scambi di titoli di Stato italiani sul mercato a pronti MTS cash hanno toccato i massimi storici nel 2021, a fronte di un'attività di emissione del Tesoro sostenuta, ancorché inferiore a quella dell'anno precedente (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021). Il valore medio giornaliero delle negoziazioni è salito a 15,4 miliardi, un livello più che doppio rispetto a quello, già molto elevato, raggiunto nel 2020 (fig. 14.4).

La liquidità è migliorata. Le quantità proposte dai *market makers* nella loro attività di quotazione dei BTP sono state le più alte mai registrate (in media oltre 11 miliardi al giorno) e per gran parte dell'anno i costi di transazione si sono mantenuti su livelli particolarmente contenuti; il differenziale di prezzo denaro-lettera sui BTP si è ridotto in media a 13 punti base (da 18 nel 2020). Dall'autunno l'attività di quotazione dei titoli di Stato ha risentito negativamente delle attese di un orientamento meno espansivo della politica monetaria e, nei primi mesi del 2022, delle tensioni connesse con il conflitto in Ucraina, nonché del contesto di accresciuta volatilità del mercato.

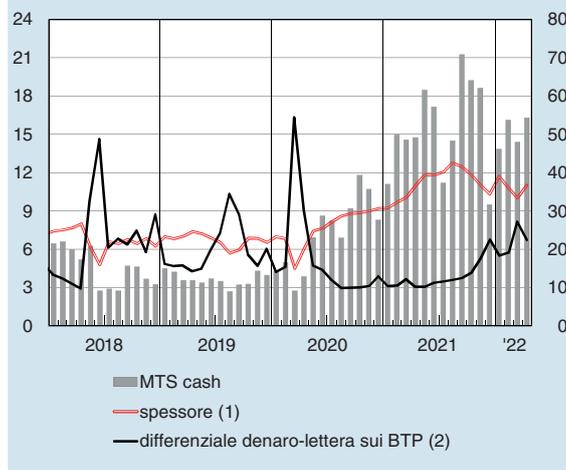
Il BTP Green ha registrato un andamento simile a quello dei BTP convenzionali; tuttavia, tenendo conto della diversa durata finanziaria, il suo rendimento è stato più basso di circa 4 punti base rispetto a quello dei BTP con scadenza analoga. La liquidità del titolo green è risultata leggermente maggiore: i *market makers* che operano sull'MTS hanno proposto differenziali di prezzo più contenuti e le quantità quotate sono state elevate in relazione all'importo in circolazione. La media giornaliera degli scambi a pronti è stata di poco inferiore a 40 milioni, circa due volte quella del corrispondente BTP convenzionale.

### *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*

*Le emissioni.* – Nel 2021 le società non finanziarie italiane, incoraggiate da condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli, hanno aumentato il ricorso al mercato obbligazionario. I collocamenti lordi di titoli con durata all'emissione superiore all'anno sono saliti significativamente rispetto al 2020 (da 23 a 33 miliardi), mentre i rimborsi sono lievemente diminuiti (da 15 a 14 miliardi); le emissioni nette sono quindi più che raddoppiate nel confronto con l'anno precedente (tav. 14.1). L'incremento delle emissioni lorde ha interessato soprattutto le imprese del settore energetico e quelle dei servizi. I collocamenti lordi di titoli green con durata superiore all'anno sono stati pari a 6 miliardi, circa il 20 per cento del totale. In rapporto al PIL

**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 BTP, in acquisto e in vendita, proposte dai *market makers* nelle prime 5 migliori quotazioni in pagina. – (2) Scala di destra.

la consistenza di obbligazioni emesse dalle imprese è rimasta stabile al 9 per cento, un livello inferiore a quello medio dell'area dell'euro (13 per cento).

Le banche italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni, seppure in misura molto minore rispetto all'anno precedente (6 miliardi di euro, da 19 nel 2020; tav. 14.1) a seguito della sensibile flessione dei rimborsi (60 miliardi, da 87 nel 2020). Alla fine del 2021 l'ammontare di obbligazioni bancarie in circolazione era pari al 23 per cento del PIL, ben al di sotto della media dell'area dell'euro (33 per cento).

**Tavola 14.1**

<b>Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1)</b> (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2021
Banche	-2.048	-19.360	-5.994	447.274	424.195	411.440	23
Altre società finanziarie (3)	24.917	5.847	8.713	244.641	250.073	256.296	14
Società non finanziarie	-3.505	7.762	19.341	137.229	143.562	165.958	9
<b>Totale</b>	<b>19.364</b>	<b>-5.751</b>	<b>22.060</b>	<b>829.144</b>	<b>817.830</b>	<b>833.694</b>	<b>46</b>

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, emesse da società residenti in Italia e appartenenti al settore indicato. La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Le consistenze e i relativi flussi includono le obbligazioni emesse e riacquistate. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Include le imprese di assicurazione, gli altri intermediari finanziari, gli ausiliari finanziari, i prestatori di fondi e le istituzioni finanziarie captive.

Nel primo trimestre del 2022 l'aumento dei costi della raccolta ha frenato il ricorso al mercato obbligazionario. I collocamenti lordi da parte delle società non finanziarie sono diminuiti rispetto allo stesso periodo del 2021, sono invece aumentati i rimborsi; le emissioni nette sono state negative (-1,8 miliardi, da 6,3). Le emissioni lorde delle banche sono lievemente scese nel confronto con lo stesso trimestre dell'anno precedente, mentre i rimborsi sono cresciuti; i collocamenti netti sono quindi stati negativi (-11,1 miliardi, da -5,2).

*I differenziali di rendimento.* – Nel 2021 le condizioni di finanziamento sui mercati obbligazionari sono complessivamente migliorate rispetto al 2020 sia per le società non finanziarie sia per le banche, grazie al mantenimento di condizioni monetarie particolarmente espansive da parte della BCE e a un quadro macroeconomico più favorevole.

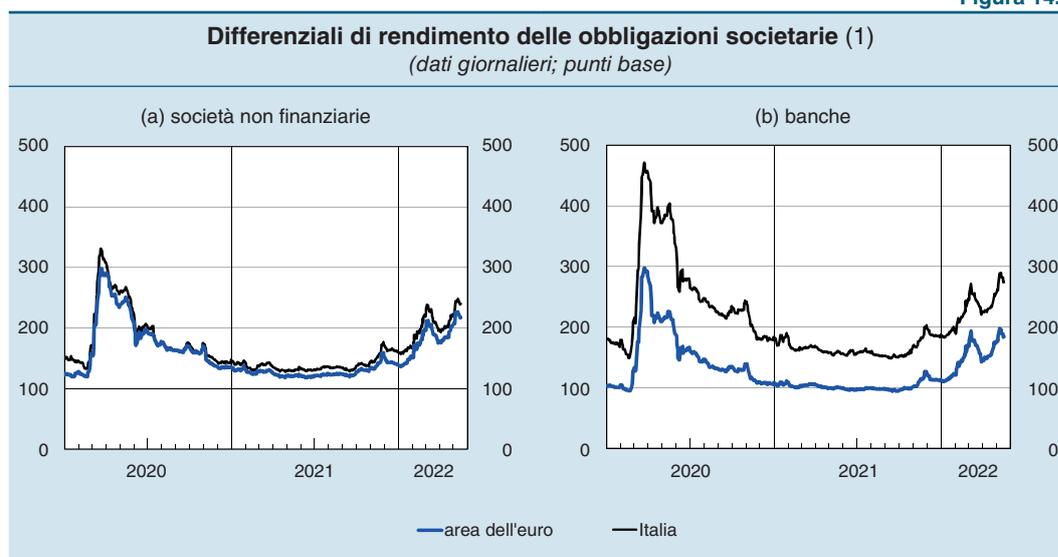
Nei primi nove mesi del 2021 il differenziale medio tra il rendimento dei titoli emessi dalle società non finanziarie italiane e quello di un titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi) è rimasto stabile, sui livelli prevalenti prima della pandemia, analogamente a quanto osservato nel complesso dell'area dell'euro. Sia per le imprese italiane sia per quelle dell'area dell'euro i premi per il rischio sono saliti in modo graduale a partire dall'ultimo trimestre dell'anno, sospinti dalle attese di una progressiva riduzione degli acquisti di titoli da parte della BCE (fig. 14.5.a).

Nei primi cinque mesi del 2022 i differenziali di rendimento delle obbligazioni delle imprese italiane e dell'area dell'euro sono ancora aumentati, influenzati da aspettative di una più rapida riduzione dell'accomodamento monetario nell'area dell'euro, a fronte

di crescenti pressioni inflazionistiche. Gli spread delle imprese hanno inoltre risentito della maggiore incertezza e avversione al rischio degli investitori in seguito al conflitto in Ucraina, che hanno provocato un notevole incremento della volatilità delle quotazioni.

Lo scorso anno il premio per il rischio di credito delle banche italiane – misurato sia dai differenziali di rendimento delle obbligazioni sia dai premi sui credit default swap (CDS) – si è mantenuto su livelli contenuti (ancorché più alti rispetto alla media dell'area dell'euro; fig. 14.5.b), grazie al miglioramento del quadro congiunturale e della redditività attesa del comparto.

Figura 14.5



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Differenziali di rendimento tra obbligazioni denominate in euro e un titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi), corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option adjusted spread*) e ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli delle società.

Nella prima parte del 2022 i differenziali di rendimento hanno mostrato una forte volatilità, aumentando in misura considerevole nel complesso del periodo, sia per le obbligazioni emesse dalle aziende di credito italiane sia per quelle delle altre banche dell'area dell'euro.

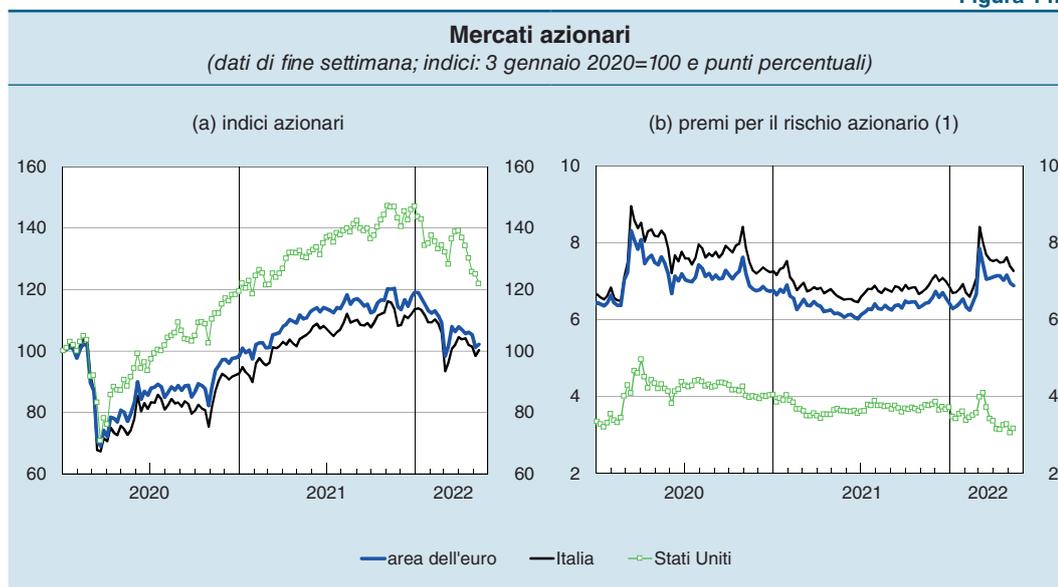
## Il mercato azionario

*Andamento delle quotazioni azionarie.* – L'indice del mercato azionario italiano è salito di oltre il 20 per cento nel 2021, in linea con la media dell'area dell'euro (fig. 14.6.a). Le quotazioni hanno beneficiato del rafforzamento del quadro congiunturale e del miglioramento della redditività attesa delle società quotate, della politica monetaria accomodante e di una contenuta avversione al rischio degli investitori. Le dinamiche dei principali settori che compongono l'indice generale sono state differenziate: i comparti tecnologico, dei beni di consumo, finanziario ed energetico hanno registrato gli incrementi più significativi (cfr. il riquadro: *Le quotazioni azionarie: analisi delle determinanti e degli andamenti settoriali*).

Il premio per il rischio azionario è sceso nella prima metà dell'anno (fig. 14.6.b), per poi risalire in autunno, a seguito delle attese di riduzione dell'accomodamento

monetario in risposta al persistente aumento dell'inflazione e dei timori legati alla diffusione di nuove varianti più contagiose del Covid-19.

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Per i tre indici azionari Datastream (*Italy Total Market* per l'Italia, *EMU Total Market* per l'area dell'euro e *US Total Market* per gli Stati Uniti) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali privi di rischio indicizzati all'inflazione – *treasury inflation-protected securities* (TIPS) per gli Stati Uniti e titoli *inflation-linked* tedeschi per l'Italia e l'area dell'euro – ricavando una stima del premio per il rischio azionario.

## LE QUOTAZIONI AZIONARIE: ANALISI DELLE DETERMINANTI E DEGLI ANDAMENTI SETTORIALI

Nel 2021 l'incremento dell'indice generale della borsa italiana ha più che compensato il calo osservato l'anno precedente a causa della pandemia. Le quotazioni hanno beneficiato dell'aumento della redditività attesa delle imprese (salita del 52 per cento rispetto al 2020; tavola) e di condizioni monetarie fortemente accomodanti.

Le prospettive su utili, crescita e tassi di interesse hanno generato andamenti differenziati tra i principali settori che compongono l'indice generale della borsa italiana. In particolare hanno determinato un marcato aumento delle quotazioni delle imprese operanti nei comparti tecnologico, dei servizi al consumo e dei beni di consumo, industriale e, in misura minore, delle telecomunicazioni. Un rialzo notevole ha caratterizzato anche il settore finanziario, che ha beneficiato dell'elevata sensibilità dei corsi azionari degli istituti di credito all'andamento dell'economia e dei tassi di interesse. L'incremento dei prezzi delle materie prime e di quelle energetiche ha spinto al rialzo i corsi delle imprese che operano in questi comparti. Il settore dei servizi di pubblica utilità, penalizzato dai rincari energetici e poco influenzato dall'andamento positivo della congiuntura, è stato l'unico caratterizzato da una flessione dei corsi.

La differenziazione degli andamenti tra i settori in Italia è simile a quella osservata nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, dove i rialzi sono stati marcati nel

comparto finanziario e in quello tecnologico. Quest'ultimo settore tuttavia è meno rilevante nel nostro paese, poiché il peso della sua capitalizzazione sul totale del mercato è circa la metà di quello nell'area dell'euro e un quarto rispetto agli Stati Uniti. L'incremento della redditività attesa delle imprese quotate nell'area è stato maggiore di quello negli Stati Uniti, dove l'andamento degli utili nel 2020 aveva subito in misura minore le conseguenze della pandemia.

Tavola

**Variazioni degli indici azionari settoriali nel 2021**  
(valori percentuali)

SETTORI	Italia			Area dell'euro			Stati Uniti		
	Variazione prezzi (1)	Variazione utili (2)	Peso del settore (3)	Variazione prezzi (1)	Variazione utili (2)	Peso del settore (3)	Variazione prezzi (1)	Variazione utili (2)	Peso del settore (3)
Pubblica utilità	-7	5	23	3	21	7	17	3	2
Telecomunicazioni	10	-6	2	17	5	4	1	-16	1
Sanitario	23	3	3	14	6	8	24	15	9
Industria	26	42	13	17	78	17	16	27	9
Beni di consumo	32	-31	17	19	156	17	16	42	7
Finanziario	33	41	25	24	100	18	29	34	33
Energia	34	129	10	15	305	4	45	269	2
Materie prime	35	131	..	9	156	7	25	63	1
Servizi al consumo	37	442	1	16	235	5	18	24	12
Tecnologia	51	69	6	37	30	13	40	33	23
<b>Totale indice</b>	<b>24</b>	<b>52</b>	<b>100</b>	<b>19</b>	<b>82</b>	<b>100</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>100</b>

Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Variazioni percentuali dei prezzi degli indici FTSE Italia All Share, FTSE Eurobloc, FTSE Stati Uniti per l'Italia, l'area dell'euro e gli Stati Uniti, rispettivamente, tra il 31 dicembre 2020 e il 31 dicembre 2021. – (2) Variazioni percentuali degli utili attesi a 12 mesi per azione tra il 31 dicembre 2020 e il 31 dicembre 2021. – (3) Peso percentuale di ciascun settore al 31 dicembre 2020 sul totale della capitalizzazione degli indici.

La crescita delle quotazioni si è concentrata nel primo semestre del 2021, mentre nella seconda parte dell'anno i corsi azionari hanno risentito dell'aumento dell'inflazione globale, corrente e attesa, che ha generato l'aspettativa di politiche monetarie meno espansive nei principali paesi avanzati. Il peso di questi fattori si è rafforzato all'inizio del 2022, portando a un calo delle quotazioni che ha interessato quasi tutti i comparti ed è stato maggiore per i settori, come quello tecnologico, le cui valutazioni sono più esposte alle variazioni dei tassi di interesse.

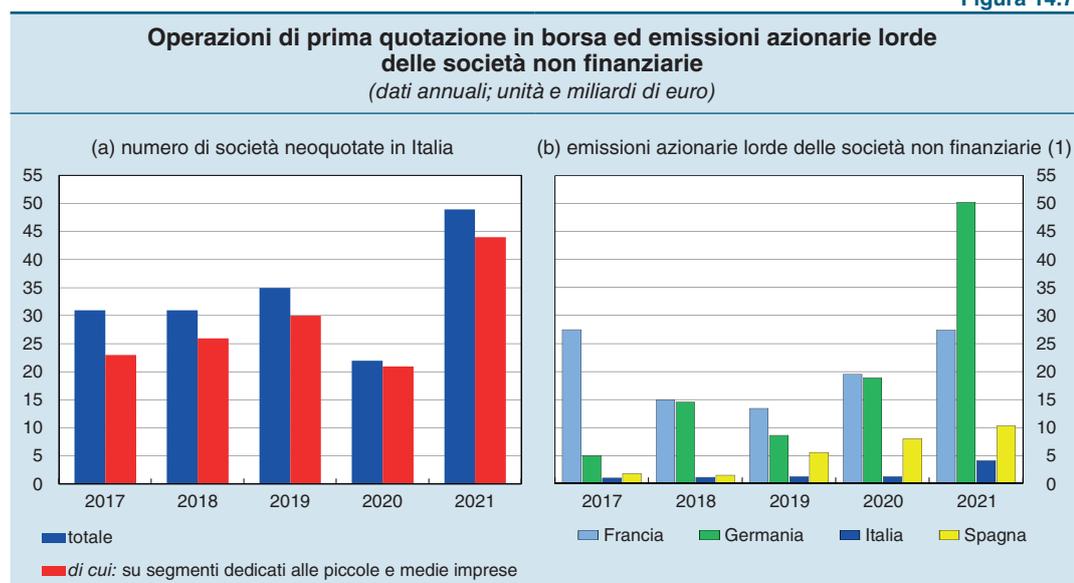
Dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, i corsi azionari sono diminuiti ulteriormente, in modo significativo, in tutti i comparti ad eccezione di quello energetico, sostenuto dal rialzo dei prezzi del petrolio e del gas naturale. Le condizioni sui mercati di borsa sono tornate più favorevoli dalla metà di marzo, nonostante la volatilità si sia mantenuta su valori elevati. Vi ha contribuito la maggiore domanda di quelle attività, tra cui le azioni, che garantiscono una migliore copertura dal rischio di inflazione nel medio termine rispetto ai titoli a reddito fisso. Nel complesso del primo trimestre del 2022, le quotazioni azionarie sono diminuite di circa il 10 per cento in Italia e nell'area dell'euro e dell'8 negli Stati Uniti.

Nei primi cinque mesi del 2022 l'indice del mercato azionario italiano è sceso di circa l'11 per cento, un calo lievemente inferiore rispetto a quello dell'area dell'euro. Le quotazioni hanno risentito delle aspettative di una più rapida normalizzazione della politica monetaria nell'area dell'euro, poi confermata dalle decisioni prese dalla BCE in marzo. Dalla fine di febbraio l'invasione dell'Ucraina ha determinato una revisione al ribasso delle prospettive di crescita e un incremento dell'avversione al rischio che hanno fatto diminuire ulteriormente i corsi, aumentandone la volatilità. L'indice del comparto bancario (sceso di circa il 16 per cento dall'inizio dell'anno, rispetto al 13 per cento nell'area dell'euro) è stato in particolar modo penalizzato dai timori sull'esposizione di alcuni istituti di credito italiani all'economia russa.

*L'offerta di azioni.* – Nel 2021 si è osservato un forte recupero dell'attività di nuova quotazione sul mercato italiano. Nel confronto con l'anno precedente è significativamente aumentato sia il numero di ingressi nel listino (49 società, contro 22 nel 2020), sia il controvalore delle operazioni (2,3 miliardi, da 0,7). L'attività è stata particolarmente intensa nell'ultimo trimestre (24 collocamenti, per un controvalore di 1,5 miliardi). La gran parte delle operazioni (44) ha riguardato il comparto Euronext Growth Milan (EGM), il nuovo segmento dedicato alle piccole e medie imprese che ha sostituito il comparto Alternative Investment Market (AIM) Italia dopo l'ingresso di Borsa Italiana nel gruppo paneuropeo Euronext (fig. 14.7.a); alla fine dell'anno risultavano quotate nel comparto EGM 172 società, con una crescita del numero di quelle appartenenti ai settori dei beni durevoli, dell'alta tecnologia e dei macchinari industriali. Nel corso del 2021 sono state revocate dalla quotazione 19 società, di cui 2 mediante operazioni di fusione per incorporazione.

La capitalizzazione media di mercato delle imprese del segmento EGM è salita a 67 milioni nel dicembre 2021 (da 43 nel dicembre 2020). Sono ancora aumentati gli scambi e il grado di liquidità del comparto, come misurato dalla media, ponderata

Figura 14.7



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e BCE.

(1) I dati includono sia il nuovo capitale raccolto con le operazioni di prima quotazione in borsa, sia gli aumenti di capitale delle società già quotate.

per il flottante, dei rapporti tra volume scambiato e numero di azioni in circolazione delle singole società (*turnover velocity*). Anche le 229 società a elevata capitalizzazione quotate su Euronext Milan (EXM), segmento che ha sostituito il mercato telematico azionario (MTA), hanno incrementato la loro capitalizzazione azionaria media nel 2021. Nel confronto con gli altri principali paesi europei, la capitalizzazione del comparto non finanziario italiano rimane tuttavia contenuta (circa il 30 per cento del PIL; oltre il 60 nel complesso dell'area dell'euro).

Nei primi tre mesi del 2022 si sono avute sei nuove quotazioni, di cui quattro nel segmento EGM, un andamento in linea con quello osservato nello stesso trimestre dell'anno precedente. Nel medesimo periodo sono uscite dai listini tre società tramite offerte pubbliche di acquisto.

Lo scorso anno è aumentata la raccolta di fondi mediante emissioni di nuove azioni da parte delle società italiane (a 4,4 miliardi, da 2,8 nel 2020), soprattutto per effetto del forte incremento delle emissioni lorde delle società non finanziarie (4 miliardi, contro 1,2 nel 2020). Il ricorso al mercato azionario rimane comunque molto contenuto nel confronto con gli altri principali paesi dell'area dell'euro (fig. 14.7.b).

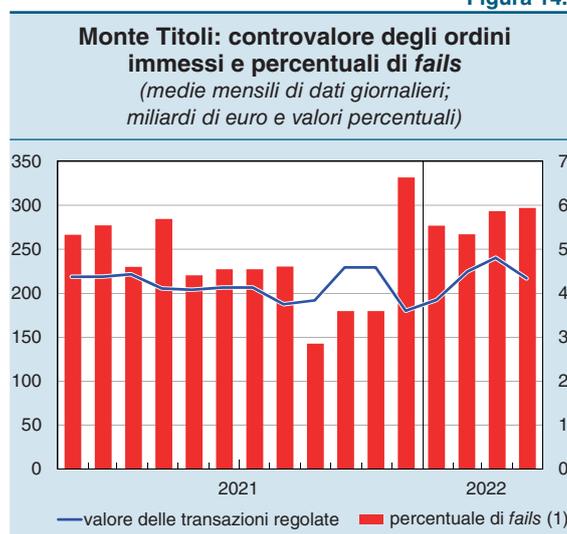
Nel primo trimestre del 2022 il valore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte delle società italiane è cresciuto rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, principalmente a seguito dell'incremento delle operazioni effettuate dalle società non finanziarie.

### Le infrastrutture di mercato

L'operatività di TARGET2-Securities (T2S) ha superato le 740.000 transazioni al giorno nel 2021, con controvalori medi di 717 miliardi<sup>1</sup>; nel primo quadrimestre del 2022 è rimasta su livelli analoghi.

Monte Titoli si conferma il maggiore contributore della piattaforma, con il 30 per cento circa dei controvalori medi giornalieri immessi, pari a 216 miliardi di euro. La percentuale di operazioni non regolate entro la data stabilita (*fails*) ha raggiunto in media nell'anno il 4,8 per cento dei controvalori immessi, con una lieve crescita nei primi mesi del 2022 (fig. 14.8).

Figura 14.8

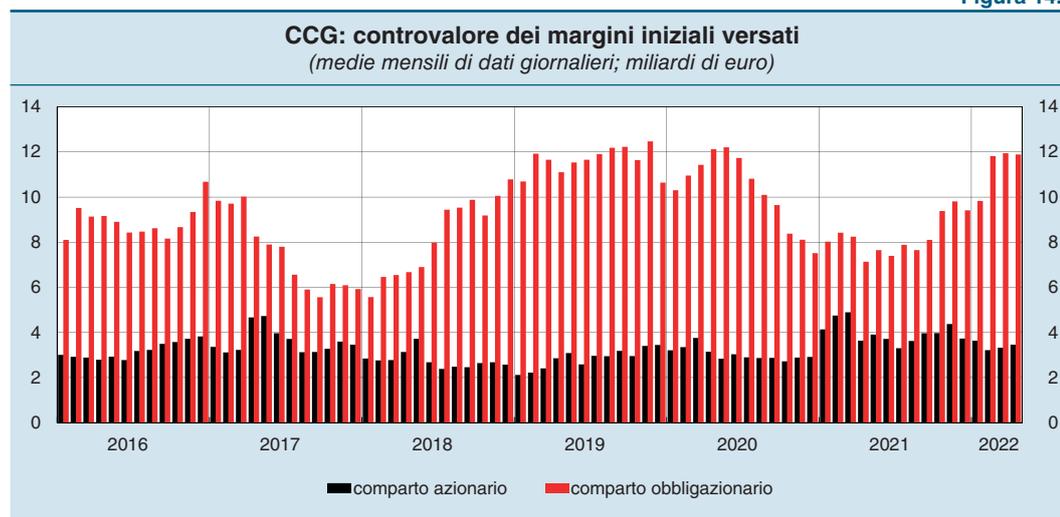


Fonte: elaborazioni su dati Monte Titoli.  
(1) Scala di destra.

<sup>1</sup> Il confronto con il 2020 è ostacolato dal fatto che, dal giugno 2021, l'operatività di T2S e di Monte Titoli è misurata sulla base di una nuova metodologia che consente di rilevare in modo più accurato il contributo degli operatori all'efficienza di regolamento della piattaforma.

Nel 2021 l'ammontare medio dei margini raccolti dalla Cassa di compensazione e garanzia (CCG) si è ridotto dell'8 per cento dall'anno precedente (fig. 14.9), per effetto sia della diminuzione del controvalore garantito sia, in misura minore, del decremento dei parametri per il calcolo dei margini applicati nel comparto azionario, determinato dal progressivo calo della volatilità. I parametri per i titoli di Stato italiani sono invece risultati stabili e ampiamente sufficienti a coprire le variazioni di prezzo.

Figura 14.9



Fonte: elaborazioni su dati CCG.

Nei primi quattro mesi del 2022 la media mensile dei margini è aumentata del 12,1 per cento rispetto al quadrimestre precedente; l'incremento maggiore è avvenuto in febbraio e marzo, in particolare per il comparto obbligazionario, in concomitanza con l'invasione dell'Ucraina e le conseguenti forti tensioni sui mercati.

Il 29 aprile 2021 Borsa Italiana e le società da essa controllate – tra cui le infrastrutture di mercato MTS, CCG e Monte Titoli – sono entrate a far parte del gruppo Euronext, in seguito a un'acquisizione (soggetta ad approvazione regolamentare) che ha coinvolto la Banca d'Italia e la Consob nonché, per quanto riguarda la CCG, il relativo collegio di supervisione e l'ESMA. Nel rilasciare l'approvazione, le autorità italiane hanno fornito alcune indicazioni di vigilanza volte ad assicurare la conformità del nuovo assetto societario alle normative di riferimento (cfr. il riquadro: *Il consolidamento delle infrastrutture di mercato e del sistema dei pagamenti europei* del capitolo 5 nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2021). A novembre dello scorso anno il nuovo azionista ha annunciato un piano strategico di espansione dell'attività di compensazione e garanzia della controparte centrale italiana nei mercati azionari e dei derivati di Euronext.

## **SEZIONE MONOGRAFICA**



## 15. L'ECONOMIA DEL MEZZOGIORNO<sup>1</sup>

Nel decennio precedente lo scoppio della pandemia si sono ampliati i divari tra Mezzogiorno e Centro Nord; quest'ultimo, a sua volta, ha perso terreno rispetto alle aree più avanzate degli altri paesi europei. La base produttiva meridionale si è ulteriormente indebolita; sono cresciuti i differenziali nei tassi di occupazione e nella qualità del lavoro. Su questi andamenti hanno inciso le fragilità strutturali del tessuto imprenditoriale, che si riflettono in condizioni di accesso al credito meno favorevoli e in una maggiore dipendenza dell'economia meridionale dalla domanda interna e dalla spesa pubblica, entrambe frenate dalle conseguenze della crisi finanziaria e di quella dei debiti sovrani. Sul ritardo di sviluppo del Mezzogiorno continuano a pesare anche le ampie e persistenti carenze nella dotazione infrastrutturale, nella qualità dei servizi e nell'azione complessiva del settore pubblico.

La pandemia ha avuto nel 2020 effetti economici simili nel Centro Nord e nel Mezzogiorno, ma la ripresa dello scorso anno è stata meno intensa nelle regioni meridionali. Le prospettive di crescita dell'area, che scontano dinamiche demografiche particolarmente sfavorevoli, dipenderanno dal complessivo miglioramento del sistema produttivo locale e dall'attuazione di riforme e investimenti tesi a migliorare il contesto in cui operano le imprese. Sarà fondamentale al riguardo la realizzazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

### *Il quadro macroeconomico fino alla vigilia della pandemia*

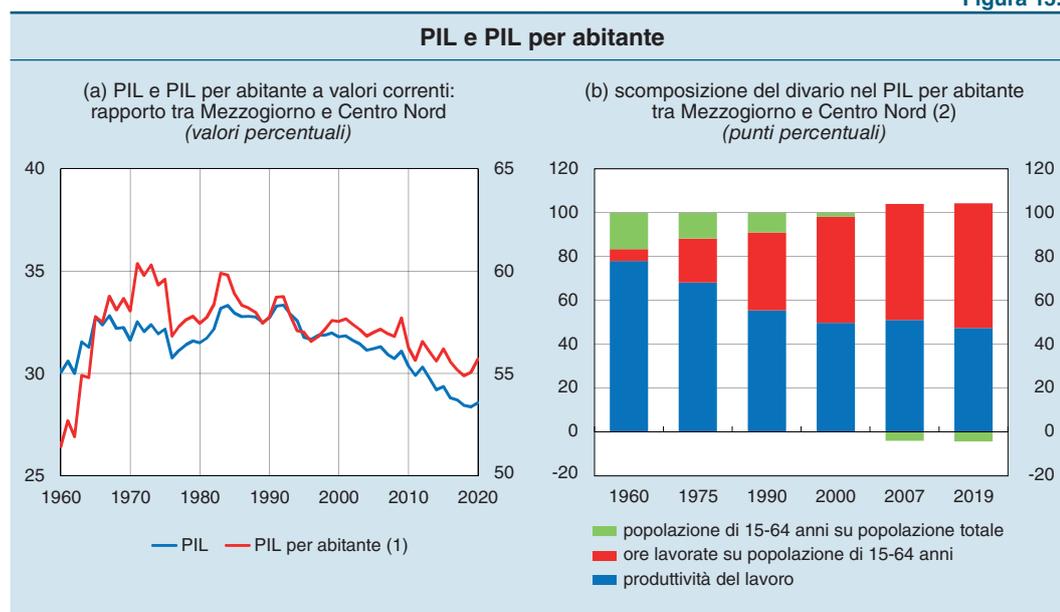
L'economia italiana ha iniziato a perdere terreno rispetto agli altri paesi avanzati dagli anni novanta del secolo scorso; con la doppia crisi del 2008-2013 (finanziaria e dei debiti sovrani) ha subito un marcato arretramento, cui è seguito un recupero solo parziale fino allo scoppio della pandemia. In tale contesto le regioni meridionali hanno visto progressivamente diminuire il loro peso economico e accrescere il divario di sviluppo rispetto al Centro Nord (fig. 15.1.a). Su questi andamenti hanno inciso le persistenti differenze nei livelli di produttività e la riduzione dell'accumulazione di capitale, in passato fortemente sostenuta dall'intervento pubblico, che si sono associate a una crescente difficoltà nell'impiegare la popolazione in età da lavoro<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Il capitolo si basa sui lavori di un ampio progetto di ricerca condotto dai ricercatori della Banca d'Italia, i cui risultati saranno più estesamente presentati in un rapporto di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> M. De Philippis, A. Locatelli, G. Papini e R. Torrini, *La crescita dell'economia italiana e il divario Nord-Sud: trend storici e prospettive alla luce dei recenti scenari demografici*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 683, 2022.

Durante la doppia recessione la caduta del PIL nel Mezzogiorno è stata più intensa rispetto al resto dell'Italia e il successivo recupero più debole<sup>3</sup>. Nel 2019, prima dell'insorgere della pandemia, il prodotto delle regioni meridionali era ancora di 10 punti percentuali inferiore ai livelli del 2007, una perdita di 8 punti superiore a quella del Centro Nord (fig. 15.2.a); il PIL per abitante era sceso al 55 per cento di quello del Centro Nord (dal 57 del 2007), un divario dovuto per oltre la metà al minore impiego della forza lavoro disponibile (fig. 15.1.b).

Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat e SVIMEZ.

(1) Scala di destra. – (2) Il PIL per abitante è scomposto nei tre fattori: PIL su ore lavorate; ore lavorate su popolazione di 15-64 anni; popolazione di 15-64 anni sul totale della popolazione.

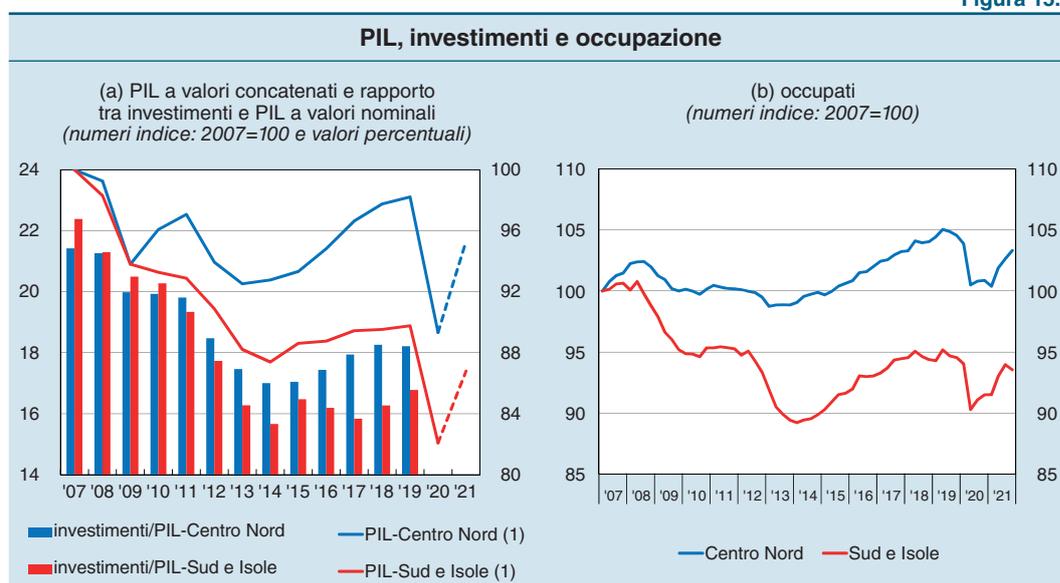
Dal 2008 i divari territoriali sono aumentati anche in altri paesi avanzati e all'interno dello stesso Centro Nord, a causa dell'indebolimento dei processi diffusivi di crescita e del rafforzamento delle economie di agglomerazione che favoriscono lo sviluppo economico dei grandi centri urbani. L'economia del Mezzogiorno ha risentito inoltre della debolezza della domanda interna, da cui maggiormente dipende, e delle misure restrittive di finanza pubblica che hanno inciso sugli investimenti e sui servizi pubblici. Questi ultimi, distribuiti sul territorio nazionale in misura pressoché proporzionale alla popolazione, hanno un peso relativamente maggiore nell'economia meridionale, dato il sottodimensionamento dei servizi privati e, soprattutto, della manifattura: il Mezzogiorno, con una popolazione pari al 34 per cento del totale nazionale, contribuisce appena per il 20 per cento al valore aggiunto dell'intero settore privato e per il 12 a quello manifatturiero.

Il calo del prodotto ha riflesso andamenti particolarmente negativi sia degli investimenti, sia dei consumi. Il rapporto tra investimenti e prodotto, nettamente superiore al valore medio nazionale fino all'inizio degli anni novanta, è sceso su livelli inferiori a quelli pur modesti del Centro Nord, determinando una riduzione

<sup>3</sup> A. Accetturo, G. Albanese, R.M. Ballatore, T. Ropele e P. Sestito, *I divari territoriali in Italia tra crisi economiche, ripresa ed emergenza sanitaria*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 685, 2022.

significativa dello stock di capitale (fig. 15.2.a). I consumi sono stati penalizzati dalla forte contrazione dell'occupazione, già su livelli estremamente bassi nel confronto con il Centro Nord e anche con le altre aree europee in ritardo di sviluppo (fig. 15.2.b).

Figura 15.2



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat, *Conti economici territoriali*, fino al 2020 e stime ITER per il 2021; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.  
(1) Scala di destra.

### La struttura produttiva

Lo scarso dinamismo dell'economia del Mezzogiorno rispecchia le debolezze del suo sistema produttivo, caratterizzato da una frammentazione superiore a quella già elevata che contraddistingue il resto dell'Italia, da una limitata apertura ai mercati internazionali e da una specializzazione orientata ai servizi a basso contenuto di conoscenza<sup>4</sup>.

La dimensione media delle imprese del Mezzogiorno (3,2 addetti nel 2019) è inferiore di circa un terzo a quella delle regioni centro-settentrionali. Le microimprese (ossia quelle con meno di dieci dipendenti), caratterizzate in Italia da livelli di produttività molto bassi nel confronto internazionale<sup>5</sup>, occupano quasi il 60 per cento degli addetti al settore privato non agricolo, mentre le imprese con almeno 200 dipendenti ne occupano poco più di un decimo (circa il 40 e il 30 per cento al Centro Nord, rispettivamente).

Queste caratteristiche si traducono in livelli di produttività oraria del lavoro ampiamente inferiori a quelli del Centro Nord (del 30 per cento nel 2019 per il settore privato) e in una proiezione internazionale molto limitata. Dal Mezzogiorno origina appena un decimo delle esportazioni nazionali, mentre l'Italia è il mercato prevalente di riferimento per l'84 per cento delle imprese (contro il 71 del Centro Nord).

<sup>4</sup> A. Accetturo, G. Albanese, R.M. Ballatore, T. Ropele e P. Sestito, 2022, op. cit.

<sup>5</sup> M. Bugamelli, F. Lotti, M. Amici, E. Ciapanna, F. Colonna, F. D'Amuri, S. Giacomelli, A. Linarello, F. Manaresi, G. Palumbo, F. Scoccianti ed E. Sette, *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

La relativa arretratezza del sistema produttivo meridionale emerge anche dalla composizione dell'occupazione per classe tecnologica delle imprese<sup>6</sup>: nel 2019 la quota di dipendenti nella manifattura ad alta tecnologia o nei servizi a elevata intensità di conoscenza era del 9,6 per cento, meno della metà di quella del Centro Nord (19,9 per cento). Le imprese meridionali hanno inoltre un forte ritardo nell'adozione delle tecnologie digitali e la loro spesa in ricerca e sviluppo nel 2019 era pari ad appena lo 0,4 per cento del PIL, meno della metà del resto del Paese.

Il Mezzogiorno è caratterizzato da tassi di imprenditorialità (definiti dal numero di nuove imprese in rapporto al totale di quelle già esistenti) più elevati rispetto al Centro Nord, cui corrispondono tuttavia anche tassi di mortalità delle imprese più alti nei primi anni di vita<sup>7</sup>. Queste dinamiche sono dovute in parte ai maggiori ostacoli che si incontrano nel fare impresa nelle regioni meridionali; indicano pure una minore qualità media delle iniziative imprenditoriali, spesso avviate per la difficoltà di trovare un'occupazione dipendente regolare. Le aziende che sopravvivono crescono mediamente meno, ma hanno una probabilità più bassa di uscire dal mercato rispetto al resto del Paese, plausibilmente perché operano in un contesto in cui sono minori le pressioni concorrenziali e meno intensi i processi di selezione, con impatti rilevanti sull'incremento della produttività. Nel Mezzogiorno sono inoltre maggiormente diffuse le imprese a gestione familiare, caratterizzate in media da percorsi di crescita meno dinamici, e gli imprenditori e i manager hanno livelli di istruzione significativamente inferiori rispetto al Centro Nord. Ciò influenza la qualità delle pratiche manageriali, delle scelte tecnologiche e della forza lavoro impiegata, con conseguenze negative per i tassi di innovazione e per la crescita dimensionale delle imprese<sup>8</sup>.

Nell'ultimo decennio sono comunque emersi anche nel Mezzogiorno alcuni segnali di ristrutturazione del sistema produttivo, seppure meno diffusi rispetto al Centro Nord. Tra il 2007 e il 2019 in entrambe le aree la dimensione media di impresa è lievemente aumentata. La ricollocazione dei lavoratori nelle aziende più grandi è stata però meno intensa nelle regioni meridionali, dove al calo di 2 punti percentuali della quota di addetti alle microimprese è corrisposta un'espansione analoga della percentuale di occupati nelle aziende con almeno 200 addetti; al Centro Nord quelle variazioni sono state pari a -4 e a 5 punti, rispettivamente.

Le esportazioni del Mezzogiorno, pur riguardando una quota limitata delle imprese, tra il 2009 e il 2019 sono cresciute del 3,1 per cento l'anno in termini reali, tenendo il passo della domanda potenziale; al netto dei prodotti petroliferi l'incremento è stato superiore (4,2 per cento) e pari a quello del Centro Nord.

<sup>6</sup> F. Bripi, R. Bronzini, E. Gentili, A. Linarello ed E. Scarinzi, *Structural change and firm dynamics in the South of Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 676, 2022.

<sup>7</sup> F. Scoccianti ed E. Sette, *Regional heterogeneity in firms dynamics: the case of Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>8</sup> A. Baltrunaite, S. Formai, A. Linarello e S. Mocetti, *Ownership, governance, management and firm performance: evidence from Italian firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 678, 2022; F. Schivardi e R. Torrini, *Structural change and human capital in the Italian productive system*, "Giornale degli economisti e annali di economia", 69, 3, 2010, pp. 119-167.

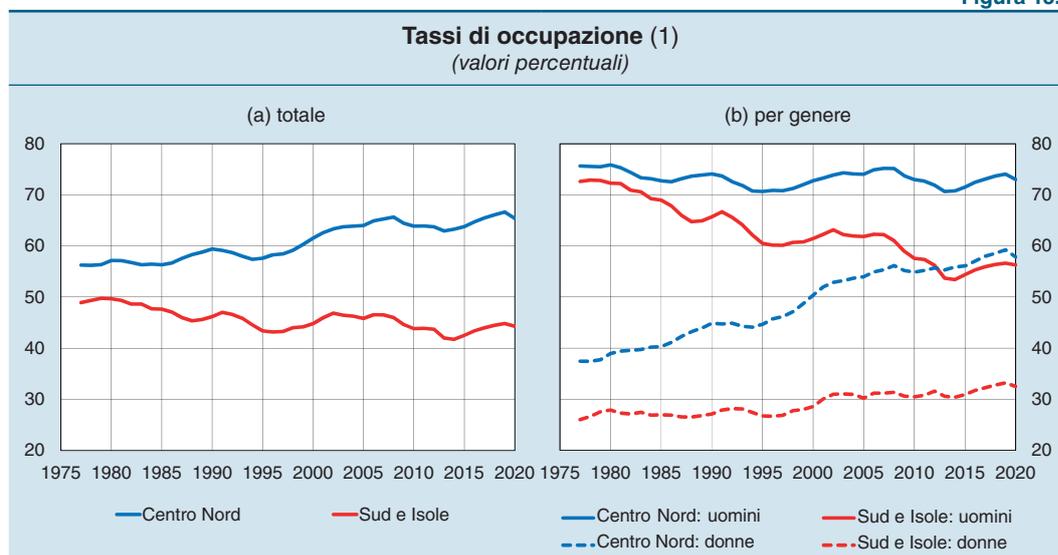
Anche il comparto turistico ha avuto un'evoluzione favorevole<sup>9</sup>: nel periodo 2010-19 la spesa dei turisti stranieri nel Mezzogiorno è cresciuta di quasi il 9 per cento l'anno, contro il 5,4 delle regioni centro-settentrionali. Restano peraltro ancora molto ampi i margini per un ulteriore sviluppo del settore, da cui deriverebbe un contributo rilevante alla crescita e all'occupazione<sup>10</sup>.

La capacità di produzione di energia elettrica è aumentata nel periodo 2007-2019 di circa il 50 per cento (contro il 10 nel Centro Nord), trainata dalla realizzazione di impianti alimentati da fonti rinnovabili, la cui potenza installata è cresciuta di quattro volte, toccando il 40 per cento del totale nazionale (26 per cento nel 2007). Ulteriore impulso allo sviluppo del comparto deriverà dalla transizione ecologica e dall'esigenza di accrescere la sicurezza degli approvvigionamenti, che richiederanno un incremento della capacità di stoccaggio dell'energia prodotta e un miglioramento delle connessioni con il resto del Paese; le ricadute dirette in termini di occupazione potrebbero tuttavia essere limitate a causa dell'elevata intensità di capitale di tale tipologia di investimenti.

### Il mercato del lavoro

La difficoltà di creare lavoro nelle regioni meridionali è uno dei fattori critici alla base dei divari territoriali e una delle maggiori fonti di disuguaglianza dei redditi familiari in Italia<sup>11</sup>. Alla vigilia della pandemia solo il 44,5 per cento della popolazione in età da lavoro del Mezzogiorno risultava occupata, contro il 66,6 del Centro Nord (fig. 15.3.a). Questo divario, in progressivo aumento dagli anni settanta del secolo

Figura 15.3



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) Rapporto tra numero di occupati e popolazione nella classe di età 15-64 anni.

<sup>9</sup> A. Petrella e R. Torrini (a cura di), *Turismo in Italia: numeri e potenziale di sviluppo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 505, 2019.

<sup>10</sup> R. Bronzini, E. Ciani e F. Montaruli, *Tourism and local growth in Italy*, "Regional Studies", 56, 1, 2022, pp. 140-154, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 509, 2019.

<sup>11</sup> 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.

scorso, si è ampliato dopo la doppia recessione del 2008-2013, sia per la componente maschile sia per quella femminile (fig. 15.3.b).

Il differenziale del tasso di attività (17 punti percentuali nel 2019) – dovuto soprattutto alla bassa partecipazione femminile, ma significativo anche per gli uomini – è fortemente cresciuto dall’inizio degli anni duemila. Dopo la crisi finanziaria è tornato a salire anche il divario del tasso di disoccupazione: alla vigilia della pandemia era prossimo a 11 punti percentuali e raggiungeva quasi 19 punti per i giovani di età compresa tra i 15 e i 34 anni.

Gli indicatori relativi alla quota di lavoro irregolare, alla diffusione dei contratti a tempo indeterminato, alla composizione per qualifica e livello salariale mostrano inoltre che la qualità media dei posti di lavoro del comparto privato nel Mezzogiorno è inferiore rispetto al Centro Nord<sup>12</sup> e agli impieghi nel settore pubblico. Questi divari strutturali si sono accentuati nel decennio pre-pandemia, con l’aumento dell’incidenza dell’occupazione in qualifiche medio-basse nei settori dell’alloggio e ristorazione, del commercio, dell’agricoltura e in altri servizi a ridotto contenuto di conoscenza.

Dati i minori livelli di sviluppo e le caratteristiche del sistema produttivo locale, le retribuzioni orarie lorde nel comparto privato sono mediamente più basse nel Mezzogiorno. Il differenziale rispetto al Centro Nord si collocava nel 2019 al 28 per cento secondo i conti territoriali dell’Istat, che includono il lavoro sommerso, e al 17 per cento sulla base dei dati dell’INPS, che considerano i soli impieghi regolari. A parità di caratteristiche di impresa e individuali, qualifica e tipologia di contratto, lo scarto nei dati dell’INPS si riduce a circa il 9 per cento, un divario che riflette solo in parte quello delle condizioni occupazionali delle regioni meridionali. Dal 2007 tale differenziale è rimasto quasi invariato, nonostante l’ulteriore forte deterioramento del mercato del lavoro meridionale.

In risposta alle difficoltà di trovare un lavoro regolare e di buona qualità, nell’ultimo decennio sono progressivamente aumentati i flussi migratori in uscita. Secondo i dati dell’Istat sui trasferimenti di residenza, nel periodo 2007-2019 le cancellazioni dalle anagrafi comunali del Mezzogiorno sono state 1,8 milioni; gran parte di queste ha avuto come destinazione le regioni del Centro Nord e una parte residuale l’estero. Circa un quinto delle cancellazioni ha riguardato persone laureate, una quota assai superiore a quella corrispondente nella popolazione totale, contribuendo ad accentuare le difficoltà del Mezzogiorno nell’accumulazione del capitale umano (cfr. il riquadro: *Le differenze territoriali nella formazione del capitale umano*).

#### LE DIFFERENZE TERRITORIALI NELLA FORMAZIONE DEL CAPITALE UMANO

Il Mezzogiorno presenta ritardi storici nella dotazione di capitale umano, che si mantengono elevati anche per le fasce più giovani della popolazione. Nel 2020 la quota di giovani tra i 18 e i 24 anni che avevano abbandonato gli studi

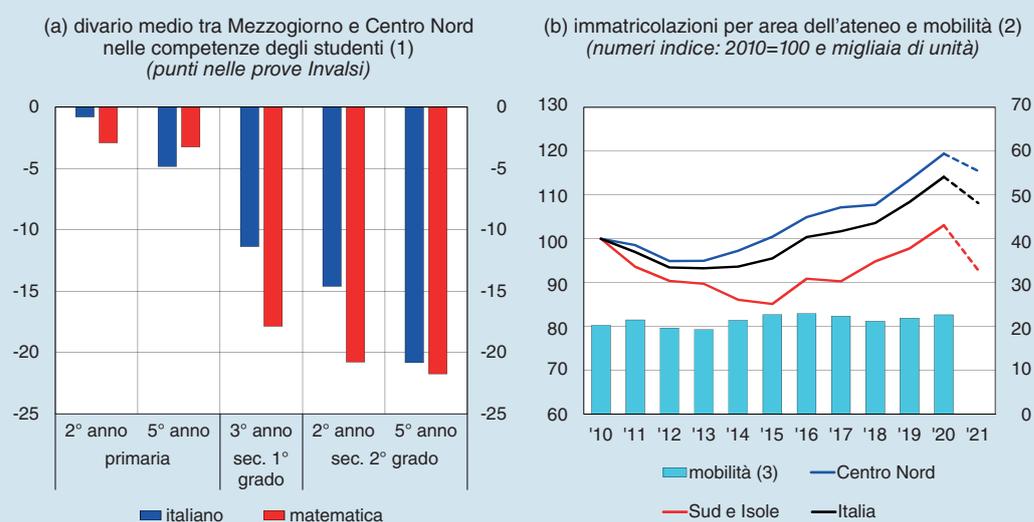
<sup>12</sup> S. Camussi, F. Colonna e F. Modena, *Temporary contracts: an analysis of the North-South gap in Italy*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; L. Aimone Gigio e S. Camussi, *Cambiamenti nella struttura qualitativa dell’occupazione*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

prematuramente<sup>1</sup> era pari al 16,3 per cento, oltre 5 punti percentuali in più rispetto al Centro Nord, mentre quella di laureati tra i 25 e i 34 anni si collocava al 22,8 per cento, contro il 32,3 delle altre regioni.

I ritardi sono significativi anche nella qualità della formazione<sup>2</sup>. I risultati della *Rilevazione nazionale degli apprendimenti* condotta annualmente dall'Invalsi mostrano come già al termine della scuola primaria emerga un divario sfavorevole per gli alunni del Mezzogiorno, che si accentua nella scuola secondaria di primo grado e cresce ulteriormente in quella secondaria di secondo grado (figura, pannello a)<sup>3</sup>. I ritardi risultano particolarmente pronunciati per Campania, Calabria, Sicilia e Sardegna. Nel primo ciclo di istruzione (scuola primaria e secondaria di primo grado), nel Mezzogiorno è inoltre più elevata la variabilità degli esiti scolastici tra scuole e tra classi, segnalando un maggiore squilibrio all'interno dell'area nel modo in cui sono distribuiti gli studenti e le opportunità formative.

Figura

### Differenze territoriali nel capitale umano



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Invalsi; per il pannello (b), elaborazioni su dati Ministero dell'Università e della ricerca. (1) Anno scolastico 2018-19. – (2) L'asse orizzontale indica l'anno solare di inizio di ciascun anno accademico. I dati dell'anno accademico 2021-22 sono provvisori. – (3) Scala di destra; migliaia di unità. Mobilità netta verso gli atenei centro-settentrionali (differenza tra gli immatricolati nel Centro Nord residenti nelle regioni meridionali e immatricolati nel Mezzogiorno residenti nel Centro Nord). I valori della mobilità per l'anno accademico 2021-22 non sono disponibili.

Le differenze nelle caratteristiche degli studenti (genere, cittadinanza, età all'ingresso e regolarità del percorso di studi), nello stato socioeconomico delle loro

<sup>1</sup> I giovani che abbandonano prematuramente gli studi sono coloro che conseguono al massimo il diploma di scuola secondaria di primo grado, non sono in possesso di qualifiche professionali regionali ottenute con corsi di durata almeno biennale e non frequentano corsi scolastici o svolgono attività formative.

<sup>2</sup> G. Bovini e P. Sestito, *I divari territoriali nelle competenze degli studenti*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 645, 2021.

<sup>3</sup> I dati del pannello (a) si riferiscono all'anno scolastico 2018-19, poiché in quello successivo le prove Invalsi non hanno avuto luogo a causa della pandemia e nell'anno scolastico 2020-21 gli studenti del secondo anno della scuola secondaria di secondo grado non vi hanno partecipato.

famiglie e negli input osservabili del sistema scolastico<sup>4</sup> spiegano meno della metà dei divari negli apprendimenti. Sembrano contribuire alle disparità nei risultati della scuola secondaria anche le condizioni del contesto locale, in particolare le opportunità offerte dal mercato del lavoro, probabilmente anche per il loro effetto sulla motivazione e sulle aspettative degli alunni.

Il ritardo accumulato nei cicli scolastici si ripercuote a sua volta sulla formazione universitaria<sup>5</sup>, determinando una maggiore propensione ad abbandonare gli studi e difficoltà più accentuate nel percorso accademico degli studenti degli atenei meridionali<sup>6</sup>.

Oltre che per i risultati meno favorevoli degli iscritti, la minore attrattività delle università del Mezzogiorno si manifesta attraverso la forte mobilità verso gli atenei del Centro Nord. A fronte di una quota di giovani che si iscrivono all'università simile a quella del resto del Paese<sup>7</sup>, circa un quinto degli studenti del Mezzogiorno si immatricola in un ateneo del Centro Nord, una scelta che spesso prefigura un trasferimento definitivo al momento dell'inserimento nel mercato del lavoro. Il fenomeno, spiegato sia da differenze qualitative nell'offerta universitaria sia dalle migliori opportunità lavorative garantite dalle regioni centro-settentrionali, tende a deprimere la dotazione di capitale umano del Mezzogiorno; inoltre, poiché i flussi in uscita riguardano soprattutto gli studenti più preparati e quelli provenienti dalle famiglie più abbienti, la mobilità incide negativamente sulla qualità media e sulla capacità contributiva degli iscritti negli atenei meridionali, riducendo le risorse finanziarie a loro disposizione.

Nell'ultimo decennio le iscrizioni negli atenei delle due aree hanno registrato andamenti divergenti: nel 2020 il numero di immatricolati nelle università del Mezzogiorno si collocava sui valori del 2010, mentre risultava di circa il 20 per cento più elevato in quelle centro-settentrionali (figura, pannello b)<sup>8</sup>. A fronte di una mobilità sostanzialmente stabile in valore assoluto, queste differenze sono da ricondurre prevalentemente al forte calo del numero dei giovani residenti nel Mezzogiorno, che si è contrapposto alla crescita nel Centro Nord. Secondo le proiezioni demografiche dell'Istat si tratta di una tendenza destinata ad accentuarsi nel prossimo decennio, quando i giovani tra i 18 e i 20 anni diminuiranno di circa il 18 per cento (3 per cento nel resto del Paese), riducendo ulteriormente l'apporto delle nuove coorti all'accumulazione di capitale umano.

<sup>4</sup> Tra gli input considerati figurano: la dimensione media della classe e il modulo orario, le caratteristiche medie degli alunni in ciascuna classe, le caratteristiche di dirigenti scolastici e docenti e le pratiche da loro adottate.

<sup>5</sup> V. Mariani e R. Torrini, *Il sistema universitario: un confronto tra Centro-Nord e Mezzogiorno*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 675, 2022.

<sup>6</sup> Nel primo anno di università gli studenti degli atenei meridionali mostrano un tasso di abbandono più elevato e una probabilità più bassa di conseguire almeno 40 crediti formativi. Quest'ultimo indicatore ha una buona capacità predittiva della regolarità degli studi e della probabilità di completarli.

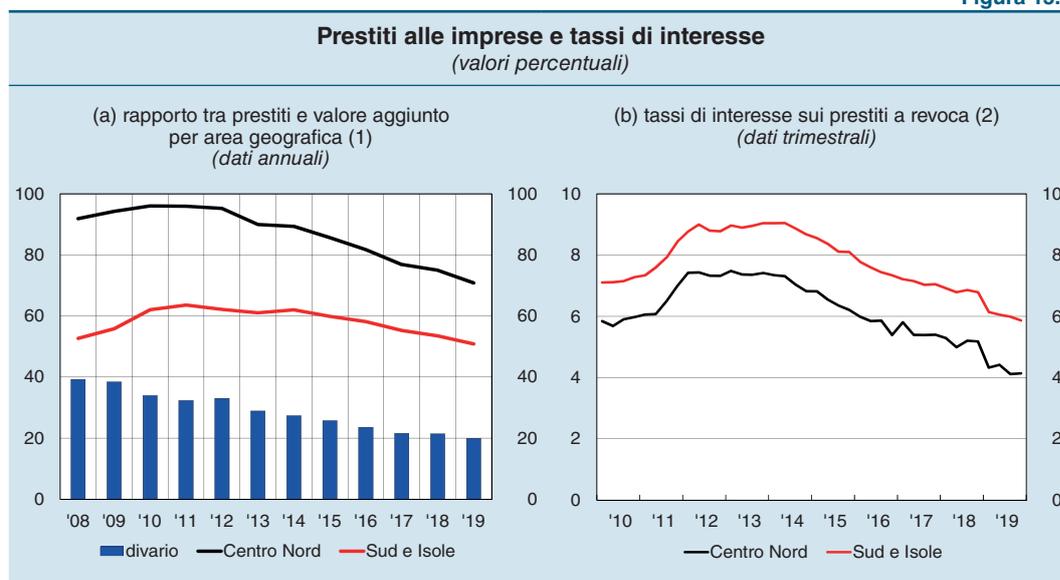
<sup>7</sup> Rispetto al Centro Nord nel Mezzogiorno è inferiore la propensione a immatricolarsi tra coloro che conseguono un diploma. Ciò è compensato tuttavia da una quota maggiore di giovani residenti che hanno ottenuto un diploma che consente l'iscrizione all'università: nelle regioni centro-settentrionali sono infatti più diffusi i corsi professionali di breve durata che non lo permettono.

<sup>8</sup> Dopo la forte crescita nell'anno accademico 2020-21, caratterizzato dalla fase più acuta dell'emergenza sanitaria, i dati provvisori per l'anno successivo indicano, in entrambe le ripartizioni, un brusco calo delle immatricolazioni, che sarebbero tornate su livelli simili a quelli pre-pandemici.

## L'accesso al credito

Il rapporto tra prestiti bancari alle imprese e il valore aggiunto del settore privato non finanziario (un indicatore del grado di finanziarizzazione dell'economia) è strutturalmente più basso nel Mezzogiorno rispetto al resto del Paese (fig. 15.4.a). Tra il 2008 e il 2019 il divario si è ridotto per effetto soprattutto del crescente ricorso all'emissione di titoli di debito da parte delle imprese del Centro Nord, che hanno maggiormente diversificato le fonti di finanziamento; per le aziende meridionali il ruolo del credito bancario come principale risorsa di finanza esterna non ha invece subito cambiamenti rilevanti.

Figura 15.4



Fonte: per il pannello (a), segnalazioni di vigilanza e Istat; per il pannello (b), Rilevazione analitica sui tassi di interesse attivi e AnaCredit.  
(1) I dati includono i prestiti cartolarizzati e cancellati dai bilanci. Rapporto tra prestiti e valore aggiunto del settore privato non finanziario. –  
(2) Dati ponderati per la dimensione dell'accordato.

Il basso grado di finanziarizzazione riflette principalmente una minore domanda di credito da parte delle imprese meridionali, che a sua volta risente della maggiore onerosità delle condizioni applicate sui prestiti, in termini sia di tassi di interesse (fig. 15.4.b) sia di garanzie richieste<sup>13</sup>. Queste peggiori condizioni creditizie sono da ricondurre a tre fattori principali. Innanzitutto le imprese del Mezzogiorno – che operano in settori mediamente più rischiosi (quali il commercio) e sono più piccole e giovani di quelle del Centro Nord – hanno bilanci più fragili, caratterizzati da margini operativi più bassi e da una minore patrimonializzazione; alcune di queste differenze si sono comunque ridotte tra il 2007 e il 2019 per effetto dell'uscita dal mercato delle imprese meridionali meno solide dal punto di vista finanziario. In secondo luogo, nel Mezzogiorno è maggiore la rischiosità del credito, anche per imprese con dati di bilancio analoghi a quelle del Centro Nord: tra il 2006 e il 2019 il tasso annuo di deterioramento del credito è stato mediamente superiore di 2,1 punti percentuali rispetto al Centro Nord, di 0,5 punti tenendo conto delle

<sup>13</sup> C. Bottoni, M. Cascarano, I. Garrì, L. Mirenda, P.E. Mistrulli, D.M. Pizzillo, D. Revelli e T. Ropele, *I divari territoriali nell'accesso delle imprese italiane al credito*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

differenti caratteristiche delle imprese, delle banche e dell'andamento del PIL<sup>14</sup>. Infine, il processo di recupero dei crediti da parte degli intermediari è reso più complesso dal contesto in cui operano le imprese, caratterizzato dalla scarsa qualità delle istituzioni (ad es. una bassa efficienza della giustizia civile), da carenze nella dotazione di capitale sociale e da un elevato livello di infiltrazione della criminalità organizzata.

Le condizioni di offerta sembrano invece ricoprire un ruolo marginale nello spiegare i divari nell'accesso al credito. I sistemi locali del credito (SLC)<sup>15</sup> del Mezzogiorno, pur geograficamente più ampi e con un numero inferiore di sportelli bancari, sono contraddistinti da livelli di concorrenza tra gli intermediari (misurati dagli indici di concentrazione del credito alle imprese) simili a quelli del resto dell'Italia. Dal 2008, inoltre, le differenze nelle caratteristiche degli SLC si sono attenuate per effetto della diffusione dei servizi online, che ha comportato un calo del numero di sportelli bancari più marcato al Centro Nord. Tra il 2008 e il 2019 la struttura dell'offerta è stata profondamente riorganizzata in tutto il territorio nazionale, con l'acquisizione o l'incorporazione di 400 intermediari in gruppi di maggiore dimensione; questa dinamica è stata più accentuata nel Mezzogiorno, dove le banche erano più piccole e meno redditizie<sup>16</sup>. Gli intermediari meridionali non appartenenti a gruppi con sede nel Centro Nord sono scesi da 135 nel 2008 a 94 nel 2019, includendo anche le banche confluite nei gruppi cooperativi; a questi intermediari è riconducibile appena il 16 per cento dei prestiti ottenuti dalle aziende del Mezzogiorno. Secondo nostre analisi il progressivo allontanamento dei centri decisionali degli intermediari non ha penalizzato l'afflusso di credito alle imprese meridionali<sup>17</sup>.

### *Fattori di contesto ed efficacia dell'azione pubblica*

Le potenzialità di sviluppo dell'economia meridionale sono fortemente condizionate da fattori esterni al sistema produttivo che incidono sui costi e sulla produttività delle imprese, limitandone la capacità di crescere e competere. Tra questi figurano la dotazione di infrastrutture, la disponibilità e la qualità dei servizi pubblici e il funzionamento complessivo delle istituzioni. In tali ambiti, che sono influenzati dall'intensità e dalla qualità dell'azione pubblica, le regioni meridionali presentano marcati divari rispetto al resto del territorio nazionale.

Il ritardo nella disponibilità di infrastrutture, soprattutto quelle "sociali", interessa una quota rilevante della popolazione meridionale: oltre il 40 per cento degli abitanti

<sup>14</sup> L. Casolaro, M. Gallo e I. Garrì, *Perché il credito è più rischioso nel Mezzogiorno?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>15</sup> Gli SLC sono aree territoriali costituite da comuni contigui, definite in modo tale che un'elevata percentuale delle relazioni di domanda e offerta di credito si svolga all'interno dell'area (cfr. D. Arnaudo e C. Rossi, *Dimensione e struttura dei Sistemi locali del credito alle imprese in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

<sup>16</sup> G. Albareto, M. Cascarano, S. De Mitri, C. Demma, R. Felici e C. Rossi, *Il sistema bancario e il finanziamento delle imprese nel Mezzogiorno*, Questioni di economia e finanza, 684, 2022.

<sup>17</sup> S. Del Prete, C. Demma, I. Garrì, M. Piazza e G. Soggia, *The heterogeneous effects of bank mergers and acquisitions on credit to firms: evidence from Italian macro-regions*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. I dati sul numero di banche acquisite o incorporate non considerano gli effetti della riforma del credito cooperativo.

del Mezzogiorno risiede ad esempio in aree a bassa accessibilità ai posti letto ospedalieri o scarsamente dotate di impianti di smaltimento dei rifiuti<sup>18</sup>. Per le infrastrutture “economiche” (in particolare le reti di trasporto e quelle energetiche) il divario Nord-Sud, seppure meno accentuato, risulta particolarmente significativo nelle aree urbane, limitandone la possibilità di svolgere appieno il ruolo di catalizzatrici delle attività economiche.

Divari territoriali si riscontrano inoltre nella fornitura dei servizi pubblici erogati sia dagli enti locali, sia dallo Stato attraverso le proprie articolazioni periferiche (come istruzione e giustizia). In particolare, nonostante i miglioramenti degli ultimi anni, la performance dei tribunali continua a mostrare un’elevata variabilità territoriale, con una durata dei procedimenti civili nel Mezzogiorno che rimane di circa il 60 per cento superiore rispetto al Centro Nord<sup>19</sup>, anche tenendo conto del diverso grado di complessità del contenzioso.

Il persistere dei divari infrastrutturali e nell’offerta di servizi pubblici riflette in parte una carenza di risorse che si è aggravata nel decennio precedente lo scoppio della pandemia, durante il quale la politica di bilancio nazionale è stata in prevalenza orientata al consolidamento dei conti pubblici. Le misure di riduzione della spesa hanno coinvolto in modo particolare le Amministrazioni locali, che hanno subito un drastico ridimensionamento delle risorse erogate dal Governo, con un impatto particolarmente sfavorevole per gli enti locali meridionali (cfr. il riquadro: *Le condizioni finanziarie dei Comuni del Mezzogiorno*).

#### LE CONDIZIONI FINANZIARIE DEI COMUNI DEL MEZZOGIORNO

I bilanci dei Comuni del Mezzogiorno risentono di alcune fragilità strutturali. A fronte di una modesta base imponibile dei tributi locali e di una scarsa capacità di incasso delle somme accertate, le entrate sono fortemente dipendenti dai trasferimenti dello Stato e di altre Amministrazioni pubbliche (figura A). La minore disponibilità di risorse si riflette in un livello più contenuto della spesa, soprattutto quella destinata all’erogazione dei servizi: nel triennio precedente la crisi pandemica le entrate e le spese correnti dei Comuni del Mezzogiorno, valutate in termini pro capite, sono state entrambe inferiori di circa il 12 per cento a quelle del Centro Nord<sup>1</sup>. L’incidenza delle spese considerate rigide sulle entrate correnti è sensibilmente superiore rispetto al resto del Paese.

<sup>1</sup> I divari sono ancora più ampi se si tiene conto dei fattori istituzionali e organizzativi che influenzano la rappresentazione fornita dai bilanci (in particolare, l’appartenenza a una Regione a statuto speciale o il ricorso all’externalizzazione di alcuni servizi come la gestione dei rifiuti). Per maggiori dettagli, cfr. A. Bardozzetti, P. Chiades, A.L. Mancini, V. Mengotto e G. Ziglio, *Criticità e prospettive della finanza comunale nel Mezzogiorno alla vigilia del Covid-19*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>18</sup> M. Bucci, E. Gennari, G. Ivaldi, G. Messina e L. Moller, *I divari infrastrutturali in Italia: una misurazione caso per caso*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 635, 2021.

<sup>19</sup> M.L. Cugno, S. Giacomelli, L. Malgeri, G. Palumbo e S. Mocetti, *La giustizia civile in Italia: durata dei processi, produttività degli uffici e stabilità delle decisioni*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

I Comuni meridionali hanno quindi risentito più di quelli del Centro Nord della contrazione dei trasferimenti erariali avviata in concomitanza con la crisi dei debiti sovrani e con il progressivo inasprimento dei vincoli di finanza pubblica imposti dal Patto di stabilità interno. Dal 2016, nonostante l'allentamento di questi vincoli<sup>2</sup> e la stabilizzazione dei trasferimenti statali, le loro condizioni finanziarie hanno continuato a peggiorare anche a seguito dell'introduzione della nuova contabilità armonizzata che, nel favorire una rappresentazione più trasparente dell'effettivo stato di salute dei bilanci, ha fatto emergere parte delle criticità accumulate negli anni precedenti. I Comuni meridionali nello scorso decennio sono quindi incorsi in ampi disavanzi, in situazioni di “deficitarietà strutturale”<sup>3</sup> o in forme più gravi di difficoltà finanziaria che hanno richiesto l'avvio di procedure di dissesto o di pre-dissesto.

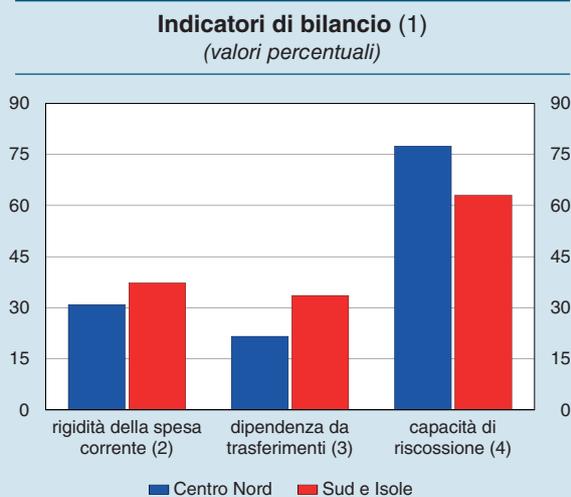
Nel 2019 il 41 per cento dei Comuni del Mezzogiorno – in cui risiedevano quasi i due terzi della popolazione dell'area – presentava un disavanzo di bilancio, in media di 676 euro pro capite (314 nel resto del Paese; figura B, pannello a). Disavanzi di bilancio più elevati, in media circa 900 euro pro capite, interessavano i Comuni con oltre 60.000 abitanti soprattutto a causa delle risorse accantonate in specifici fondi per fare fronte alla mole di debiti commerciali e di crediti difficilmente esigibili. Il 13 per cento degli enti del Mezzogiorno, con il 26 per cento della popolazione dell'area, era in stato di dissesto finanziario o aveva in corso una procedura di riequilibrio economico (pre-dissesto). Un ulteriore 4 per cento mostrava condizioni di bilancio “strutturalmente deficitarie” (figura B, pannello b).

Negli enti meridionali gli squilibri di bilancio si associano a una minore erogazione di servizi rispetto al resto del Paese su cui incide la mancata individuazione dei livelli essenziali delle prestazioni (LEP). Secondo i dati diffusi sul sito della società Soluzioni per il Sistema Economico (Sose), circa la metà

<sup>2</sup> Dal 2016 i vincoli di finanza pubblica sono stati allentati attraverso la sostituzione del Patto di stabilità interno con una norma meno stringente, incentrata sul principio del pareggio di bilancio, successivamente abolita nel 2019.

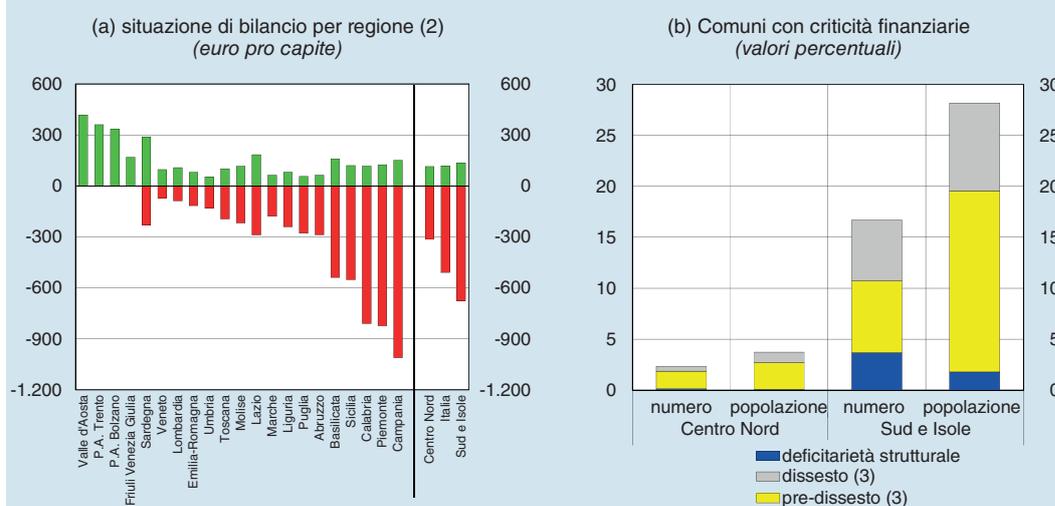
<sup>3</sup> Sono considerati in condizioni di “deficitarietà strutturale” gli enti che mostrano squilibri rispetto ad almeno quattro di otto indicatori di allerta definiti dal Ministero dell'Interno. Gli enti così individuati sono vincolati a una gestione più accorta di alcuni servizi e degli esborsi per il personale.

Figura A



Fonte: elaborazioni su dati OpenBDAP.  
(1) Valori medi del periodo 2017-19. – (2) Incidenza delle spese correnti per ripiano del disavanzo, per il personale e per il servizio del debito sulle entrate correnti. – (3) Incidenza dei trasferimenti erariali e da altre Amministrazioni pubbliche sulle entrate correnti. – (4) Rapporto tra le riscossioni in conto competenza e i relativi accertamenti delle entrate proprie (entrate tributarie al netto dei fondi perequativi ed entrate extra tributarie).

### Situazione di bilancio dei Comuni e criticità finanziarie (1)



Fonte: elaborazioni su dati OpenBDAP.

(1) Situazione al 31 dicembre 2019. – (2) Gli istogrammi verdi (rossi) rappresentano il valore medio pro capite dell'avanzo (disavanzo) dei Comuni in avanzo (disavanzo). – (3) Procedure attive al 31 dicembre 2020.

dei Comuni delle Regioni meridionali a statuto ordinario si contraddistingue per un'offerta di servizi connessi con le funzioni fondamentali (ad es. raccolta dei rifiuti urbani, trasporto pubblico locale, asili nido) inferiore a quella che sarebbe necessaria in base alle caratteristiche demografiche, socioeconomiche e morfologiche dei rispettivi territori. L'offerta di servizi risulta particolarmente inadeguata nei Comuni di grande dimensione, dove le difficoltà di bilancio sono maggiori.

Nel 2020 i bilanci degli enti sono migliorati in tutte le aree del Paese, poiché gli interventi governativi a ristoro delle perdite di gettito subite e delle spese sostenute per l'emergenza pandemica hanno ampiamente ecceduto i fabbisogni finanziari indotti dalla crisi. In prospettiva tuttavia le difficoltà finanziarie dei Comuni meridionali potranno essere superate solo attraverso: il completamento di un sistema perequativo che tenga pienamente conto degli effettivi fabbisogni di spesa (da definire in funzione dei LEP) e delle capacità fiscali; il rafforzamento della capacità di riscossione; un uso più efficiente delle risorse. Primi progressi sono stati recentemente realizzati con lo stanziamento di fondi statali volti a potenziare l'offerta dei servizi sociali e degli asili nido, per i quali sono stati definiti i LEP. Inoltre l'attuazione delle riforme previste nel PNRR<sup>4</sup> potrà accrescere l'efficienza amministrativa degli enti e potenziare la dotazione infrastrutturale rilevante per l'esercizio delle loro funzioni fondamentali.

<sup>4</sup> Secondo stime della Cassa depositi e prestiti (CDP), il valore dei progetti che i Comuni gestiranno in qualità di soggetti attuatori varia da 30 a 50 miliardi di euro entro il 2026. Al Mezzogiorno è destinato almeno il 40 per cento delle risorse allocabili territorialmente; per ulteriori approfondimenti, cfr. sul sito della CDP: *Il PNRR e le sfide per i Comuni italiani*, 21 gennaio 2022.

Per effetto della maggiore rigidità della spesa corrente, le politiche di consolidamento dei conti hanno prodotto un forte calo degli investimenti pubblici (passati, a livello nazionale, dal 3,7 al 2,5 per cento del PIL fra il 2010 e il 2019), riducendo lo spazio per gli interventi a favore delle aree meno sviluppate. Nello scorso decennio la spesa pubblica in conto capitale nel Mezzogiorno in termini pro capite è risultata spesso inferiore a quella del resto del Paese, nonostante l'intervento delle politiche di coesione. Oltre che dai vincoli finanziari, la capacità di investimento nell'area è influenzata dalle carenze nelle attività di progettazione e di realizzazione degli interventi (cfr. il riquadro: *I divari territoriali nella realizzazione delle opere pubbliche*). Tali carenze si traducono in un'incidenza più elevata di opere incompiute e in maggiori difficoltà nell'utilizzo dei fondi europei, per il quale è richiesto un rispetto stringente delle scadenze.

## I DIVARI TERRITORIALI NELLA REALIZZAZIONE DELLE OPERE PUBBLICHE

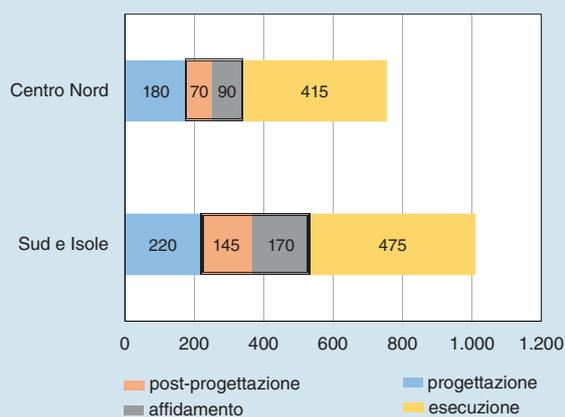
Le differenze nelle dotazioni infrastrutturali tra le regioni italiane riflettono le diverse capacità delle amministrazioni di progettare le opere pubbliche, di affidare i lavori e di monitorarne l'esecuzione. Una delle dimensioni utilizzate per misurare l'efficacia dell'azione pubblica è costituita dalla celerità nella realizzazione delle opere.

I lavori pubblici gestiti nel Mezzogiorno presentano tempi di completamento generalmente più lunghi rispetto al Centro Nord (figura), anche a parità di caratteristiche delle opere<sup>1</sup>. Il divario, presente in tutte le fasi di realizzazione degli investimenti, è proporzionalmente maggiore per il periodo caratterizzato da una più intensa attività amministrativa, ossia quello che intercorre tra la fine della progettazione e l'inizio dell'esecuzione. Il divario è più ampio per i contratti gestiti da Regioni, Province e Comuni.

A parità di altre condizioni, nelle Amministrazioni locali una maggiore presenza femminile e di giovani nella forza lavoro si associa a durate più brevi per la maggior parte delle fasi; la durata risulta inoltre inversamente correlata con indicatori di

Figura

### Durata delle fasi di realizzazione delle opere pubbliche nel periodo 2012-2020 (1) (giorni)



Fonte: elaborazioni su dati ANAC e OpenBDAP.

(1) Sull'asse delle ascisse sono indicati i giorni, nelle barre i valori medi. La somma delle durate mediane delle fasi non corrisponde alla durata mediana dell'intero ciclo delle opere. Le aree delimitate dalla linea nera si riferiscono a fasi caratterizzate da attività aventi prevalentemente natura amministrativa. Per la progettazione, vengono riportati separatamente i tempi mediani necessari per l'elaborazione e per l'approntamento del progetto e quelli che intercorrono tra la fine della progettazione in senso stretto e l'avvio dell'affidamento.

<sup>1</sup> A. Baltrunaite, T. Orlando e G. Rovigatti, *The implementation of public works in Italy: institutional features and regional characteristics*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 659, 2021.

efficienza amministrativa relativi ad altri ambiti di attività<sup>2</sup>. La fase di affidamento e quella di esecuzione sono più lunghe per le amministrazioni che devono gestire ingenti carichi di lavoro, mettendo in luce problemi di congestione, in particolare per le stazioni appaltanti più piccole. La fase di affidamento risulta tanto più breve quanto maggiore è l'esperienza accumulata dall'ente nella gestione di appalti di lavori.

Il PNRR prevede specifici obiettivi di accelerazione sia delle procedure di aggiudicazione sia delle fasi esecutive, da raggiungere attraverso interventi che agiscono lungo tre direttrici principali: la riforma del Codice dei contratti pubblici, la qualificazione delle stazioni appaltanti<sup>3</sup> e la formazione specifica del personale (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

<sup>2</sup> Gli indicatori di efficacia amministrativa utilizzati riflettono l'abilità delle amministrazioni nel rispettare le scadenze fiscali (cfr. I. De Angelis, G. de Blasio e L. Rizzica, *Lost in corruption. Evidence from EU funding to Southern Italy*, "Italian Economic Journal", 6, 2, 2020, pp. 355-377).

<sup>3</sup> La qualificazione è la modalità, prevista dal D.lgs. 50/2016 (Codice degli appalti), con cui le stazioni appaltanti attestano il possesso della capacità organizzativa necessaria a gestire appalti di lavori, servizi e forniture di importi elevati.

Le manovre di risanamento dei conti hanno anche inciso sulla dotazione di capitale umano della Pubblica amministrazione<sup>20</sup>. Il calo del numero degli addetti, più forte nei comparti di competenza decentrata, è stato particolarmente intenso per gli enti territoriali meridionali, a causa della precarietà delle loro condizioni di bilancio e della conseguente applicazione di limitazioni più stringenti al turnover del personale. Queste tendenze hanno ostacolato il ricambio generazionale e l'ingresso nelle amministrazioni di competenze aggiornate: ne consegue che i dipendenti pubblici nelle regioni meridionali sono mediamente più anziani, meno istruiti e maggiormente concentrati in mansioni a basso contenuto tecnico-specialistico. Oltre alla contrazione dei flussi in ingresso, hanno influito negativamente anche le modalità di reclutamento seguite nell'ultimo decennio; queste hanno privilegiato il ricorso alla stabilizzazione di lavoratori precari – che nel Mezzogiorno avevano un peso maggiore – a discapito di concorsi che avrebbero potuto consentire una selezione più mirata del personale.

Negli enti territoriali meridionali la più bassa dotazione di capitale umano si associa anche a una minore diffusione delle tecnologie digitali, il cui ruolo è cruciale per migliorare la produttività e per accrescere la gamma dei servizi offerti dalle amministrazioni<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> L. Rizzica, *Il pubblico impiego: differenze territoriali nella composizione e nella selezione*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 658, 2021; L. Aimone Gigio, M. Bolis, P. Chiades, A. Lo Nardo, D. Marangoni e M. Paolicelli, *Il personale degli enti territoriali. Il Mezzogiorno nel confronto con il Centro Nord*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 677, 2022.

<sup>21</sup> A. Benecchi, C. Bottoni, E. Ciapanna, A. Frigo, A. Milan ed E. Scarinzi, *Digitalisation in Italy: evidence from a new regional index*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 662, 2021; M. Corradetti e W. Giuzio, *Il livello di informatizzazione delle Amministrazioni locali: divari Nord-Sud*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 680, 2022.

L'insieme degli indicatori disponibili su efficienza, efficacia e correttezza dell'azione amministrativa mostra nel Mezzogiorno un livello di qualità dell'azione pubblica significativamente inferiore alla media italiana, peraltro bassa nel confronto internazionale<sup>22</sup>. Questi divari appaiono inoltre nettamente più marcati di quelli osservati all'interno delle altre maggiori economie europee, anche rispetto ai paesi che presentano elevati differenziali di sviluppo territoriale, segnalando un tratto specifico del ritardo delle regioni meridionali.

Tra i fattori di contesto che condizionano lo sviluppo del Mezzogiorno, rileva infine la maggiore presenza della criminalità organizzata che, oltre a incidere direttamente sull'attività economica, influenza anche l'azione pubblica distorcendone le finalità e riducendone l'efficacia. Si stima che nel lungo periodo l'azzeramento della presenza mafiosa potrebbe innalzare il tasso di crescita del PIL del Mezzogiorno di 0,5 punti percentuali all'anno<sup>23</sup>.

### *La pandemia e le prospettive di medio termine*

La pandemia e le misure restrittive messe in atto per contrastarla hanno determinato nel 2020 una caduta del prodotto di dimensioni eccezionali e di entità simile nelle due aree del Paese, mentre il successivo recupero è stato finora meno intenso nel Mezzogiorno. Secondo l'Indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER) elaborato dalla Banca d'Italia<sup>24</sup>, il PIL del Centro Nord sarebbe tornato su livelli prossimi a quelli pre-pandemici già nel quarto trimestre del 2021, mentre nelle regioni meridionali risulterebbe ancora inferiore di circa un punto percentuale. Su questa dinamica ha inciso il maggiore peso nel Centro Nord della manifattura che, contrariamente ai servizi privati, ha pienamente recuperato i livelli produttivi, grazie al buon andamento delle esportazioni e della domanda interna di beni.

In prospettiva la crescita economica del Mezzogiorno sarà condizionata anche da dinamiche demografiche ancor meno favorevoli di quelle attese per l'intero Paese. Secondo le proiezioni dell'Istat, tra il 2020 e il 2040 il numero di persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni si ridurrà nelle regioni meridionali di oltre il 24 per cento, contro il 14 nel Centro Nord. In base a questi scenari, solo un'accelerazione marcata della produttività e un deciso aumento della partecipazione e dell'occupazione potranno garantire ritmi di crescita sostenuti. La convergenza del Mezzogiorno verso i più elevati livelli di sviluppo del Centro Nord fornirebbe un significativo contributo all'economia italiana nel suo complesso<sup>25</sup>.

La crescita della produttività e della domanda di lavoro dipenderanno in misura critica dal rafforzamento del sistema produttivo locale; sarà tuttavia fondamentale un forte miglioramento della qualità dell'azione pubblica e della

<sup>22</sup> G. Albanese ed E. Gentili, *Indicatori territoriali di qualità delle istituzioni: un aggiornamento*, "Regional Economy", 5, 2021, pp. 43-58.

<sup>23</sup> S. Mocetti e L. Rizzica, *La criminalità organizzata in Italia: un'analisi economica*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 661, 2021.

<sup>24</sup> 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.

<sup>25</sup> M. De Philippis, A. Locatelli, G. Papini e R. Torrini, 2022, op. cit.

dotazione infrastrutturale del territorio, anche sfruttando appieno le riforme e gli investimenti previsti dal PNRR. Le risorse del Piano insieme con quelle del Fondo complementare, dei fondi strutturali e del Fondo per lo sviluppo e la coesione, mettono a disposizione delle regioni meridionali circa 200 miliardi fino al 2030. Si tratta di un importo ingente, che ammonta in media a circa il 6 per cento del PIL dell'area per ciascun anno e il cui efficace impiego richiederà un eccezionale impegno di programmazione e capacità di realizzazione.

## 16. LA DIGITALIZZAZIONE DELL'INDUSTRIA FINANZIARIA ITALIANA

La diffusione delle tecnologie digitali determina un mutamento profondo nella domanda e nell'offerta di prodotti e servizi finanziari. Le applicazioni e le piattaforme digitali per l'interazione con la clientela sono in forte crescita in tutti i comparti del settore finanziario. Nuove tecnologie, quali l'intelligenza artificiale (IA), il cloud e la robotica rendono più efficienti le attività svolte dagli intermediari. Gli ambiti di applicazione sono vasti e includono i servizi di deposito, pagamento, investimento, consulenza, finanziamento e quelli assicurativi, nonché le attività di *back office* e di analisi e gestione dei rischi.

Le trasformazioni determinate dall'innovazione digitale nell'ultimo decennio estendono notevolmente il perimetro dei soggetti coinvolti nella fornitura di servizi finanziari in un settore che fino a pochi anni fa era esclusivo appannaggio degli intermediari tradizionali. La diffusione dei collegamenti alla rete internet, l'aumento della disponibilità di informazioni sugli utenti, la riduzione del costo dell'elaborazione automatica dei dati offrono l'opportunità di sviluppare modelli di attività fortemente all'avanguardia. Questi mutamenti stimolano l'entrata nel mercato di imprese innovative e società tecnologiche, anche di grande dimensione (Big Tech), che in alcuni casi offrono servizi in concorrenza con quelli degli intermediari tradizionali e in altri operano invece in collaborazione.

Accanto alle significative opportunità proposte, ad esempio, in termini di miglioramento dell'efficienza nell'erogazione di servizi finanziari, la transizione digitale pone importanti sfide per gli intermediari tradizionali e per le autorità di regolamentazione e supervisione. Ai rischi operativi e cibernetici – legati anche all'allargamento del gruppo di soggetti coinvolti nell'offerta di prodotti finanziari e all'aumento delle loro interconnessioni – e a quelli connessi con il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo si affiancano i rischi per la sicurezza e la corretta gestione e trattamento dei dati personali degli utenti, il buon funzionamento delle infrastrutture di pagamento, la solidità dei singoli operatori e la stabilità complessiva del sistema finanziario. Aumentano inoltre, sia per gli utenti sia per gli intermediari, i rischi legati all'utilizzo delle criptoattività e della finanza decentralizzata (*decentralized finance*, DeFi), rese possibili dallo sviluppo delle tecnologie dei registri distribuiti (*distributed ledger technologies*, DLT)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Le DLT sono tecnologie che permettono di registrare, condividere e sincronizzare in maniera decentralizzata informazioni riguardanti, ad esempio, il trasferimento della proprietà di un bene o di un'attività finanziaria; si avvalgono di identiche copie di un unico registro informatico (*ledger*) memorizzate presso molteplici computer, denominati nodi. Riguardo le criptoattività, sebbene il termine venga in genere utilizzato con riferimento a rappresentazioni digitali di valore che possono essere trasferite, negoziate e archiviate elettronicamente attraverso l'utilizzo della crittografia e delle DLT, mancano attualmente una definizione concordata tra le autorità e una classificazione armonizzata a livello internazionale. Per DeFi si intende l'insieme di applicazioni e di protocolli che consentono di impiegare, prendere a prestito e scambiare criptoattività attraverso *smart contracts*, programmi informatici eseguiti automaticamente su una DLT al verificarsi di specifiche condizioni.

La Banca d'Italia e le altre autorità di supervisione italiane ed europee sono impegnate ad aggiornare sia il quadro normativo di riferimento, sia gli strumenti di controllo, perseguendo un ampio insieme di obiettivi; tra questi, i principali sono: (a) contemperare la promozione dell'innovazione con l'esigenza di tutelare i consumatori e gli investitori; (b) evitare l'esclusione o la discriminazione degli utenti meno digitalizzati; (c) garantire il corretto funzionamento delle infrastrutture di mercato e del sistema dei pagamenti; (d) preservare la sicurezza e la stabilità del sistema finanziario e dell'economia nel suo complesso.

### *La diffusione delle tecnologie digitali nel settore finanziario italiano*

*I depositi e i servizi di pagamento.* – L'utilizzo dei canali digitali per l'interazione con la clientela si è sviluppato innanzitutto nel mercato dei depositi e dei servizi di pagamento. In questi comparti assumono infatti particolare rilievo i costi di accesso, la semplicità d'uso e la velocità di esecuzione dei servizi per gli utenti, fattori per i quali la digitalizzazione offre vantaggi significativi.

Già a partire dagli anni novanta le banche hanno introdotto la possibilità di consultare su internet le informazioni associate ai conti correnti (ad es. il saldo e la lista dei movimenti). Nei decenni successivi la gamma di servizi disponibili alla clientela nella modalità dell'online banking si è ampliata a quelli di pagamento, investimento, consulenza e credito<sup>2</sup>. Alla fine del 2021 in Italia la quota di clienti che poteva accedere a servizi bancari attraverso canali digitali era pari al 79 per cento, in aumento di 29 punti percentuali rispetto a dieci anni prima. Nell'ultimo decennio la riorganizzazione dei canali distributivi a favore di quelli digitali ha contribuito alla riduzione sia del numero degli sportelli sia dei dipendenti nel settore bancario (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*) e ha favorito la costituzione di banche che operano quasi esclusivamente online. Nel 2020 le spese di gestione di un conto corrente sottoscritto e amministrato digitalmente ammontavano in media a circa un quarto dei costi di un conto bancario tradizionale<sup>3</sup>.

Nei servizi di pagamento l'innovazione sta ridefinendo i processi e la struttura del comparto, grazie sia alla diffusione degli strumenti elettronici sia al miglioramento delle tecnologie utilizzate. Nel nostro paese il *cash-card ratio*<sup>4</sup>, un indicatore comunemente impiegato per misurare la preferenza, presso il punto vendita fisico, del contante rispetto alle carte elettroniche (di debito, di credito e prepagate), si è ridotto nell'ultimo decennio di 15 punti percentuali, al 41 per cento (fig. 16.1). Nello stesso periodo il numero di POS adoperati per i pagamenti elettronici è quasi triplicato, da 1,5 a 4,1 milioni<sup>5</sup>. Per effetto dello sviluppo del commercio digitale, l'incidenza delle transazioni online sul totale delle

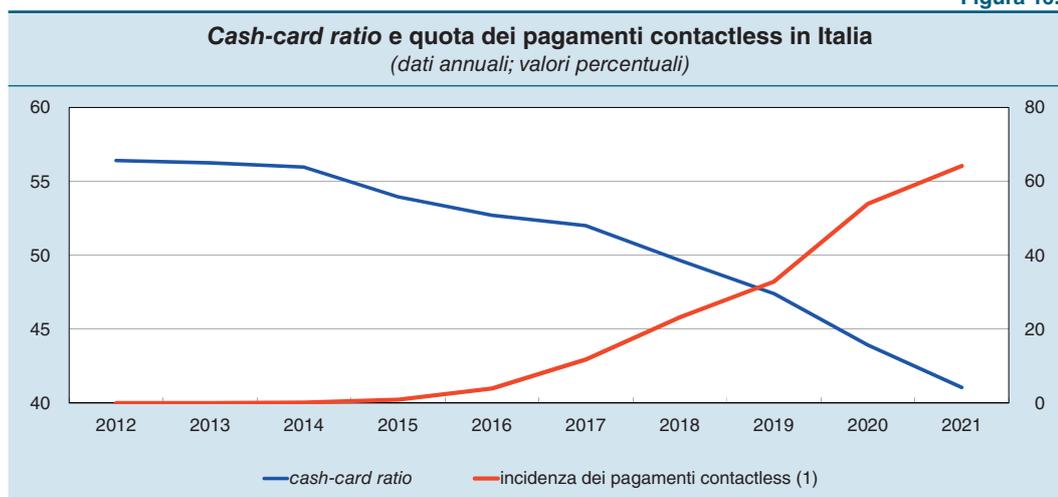
<sup>2</sup> D. Arnaudo, S. Del Prete, C. Demma, M. Manile, A. Orame, M. Pagnini, C. Rossi, P. Rossi e G. Soggia, *The digital transformation in the Italian banking sector*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 682, 2022.

<sup>3</sup> *Indagine sul costo dei conti correnti nel 2020*, Banca d'Italia, dicembre 2021.

<sup>4</sup> Per *cash-card ratio* si intende il rapporto tra l'importo dei prelievi da ATM e la somma di questo e del valore dei pagamenti presso i terminali POS; cfr. G. Ardizzi ed E. Iachini, *Eterogeneità nelle abitudini di pagamento: confronto tra paesi europei e specificità italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 144, 2013.

<sup>5</sup> L. Baldo, E. Bonifacio, M. Brandi, M. Lo Russo, G. Maddaloni, A. Nobili, G. Rocco, G. Sene e M. Valentini, *Inside the black box: tools for understanding cash circulation*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 7, 2021.

Figura 16.1



(1) La quota dei pagamenti contactless è data dal rapporto tra il valore totale dei pagamenti senza contatto e il valore totale dei pagamenti effettuati con carte abilitate, per un campione rappresentativo di intermediari. Scala di destra.

operazioni con carte è cresciuta negli ultimi dieci anni dall'8 al 13 per cento. Nel 2021 il valore dei pagamenti senza contatto, introdotti circa un decennio prima, ha rappresentato il 64 per cento delle transazioni con carte abilitate, anche a seguito dell'accelerazione indotta dalla crisi pandemica.

Nel mercato dei depositi e in quello dei servizi di pagamento, tuttavia, l'utilizzo dei canali digitali rimane meno diffuso in Italia rispetto agli altri paesi europei. Secondo i dati Eurostat, nel 2021 la quota della popolazione che si è avvalsa dell'online banking per accedere ai servizi bancari in Italia era pari al 45 per cento, a fronte di una media del 61 per l'insieme dell'area dell'euro. Esistono inoltre forti differenze all'interno del territorio italiano, sebbene si stiano riducendo negli ultimi anni. Nel 2021 la quota della popolazione che ha fruito di servizi bancari attraverso canali digitali è stata di circa il 50 per cento nelle regioni del Centro Nord, contro il 33 in quelle del Mezzogiorno. Analisi condotte dalla Banca d'Italia mostrano che il livello di reddito pro capite e il grado di diffusione di canali digitali presso la popolazione (ad es. internet e applicazioni per cellulari) svolgono un ruolo importante nello spiegare le differenze nelle abitudini dei consumatori tra aree geografiche<sup>6</sup>.

*L'open banking.* – La diffusione delle tecnologie digitali nei pagamenti favorisce lo sviluppo dell'open banking, ossia l'offerta di nuovi servizi basati sull'accesso alle informazioni sui conti della clientela da parte di prestatori di servizi autorizzati (*third party providers*, TPP)<sup>7</sup> regolato nell'Unione europea dalla direttiva UE/2015/2366 (Revised Payment Services Directive, PSD2). Questo assetto ha determinato la riorganizzazione dei processi di intermediazione tradizionali e ha stimolato lo sviluppo di attività all'avanguardia. In particolare la PSD2 ha introdotto due servizi innovativi: il primo è quello di informazione sui conti (*account information service*, AIS),

<sup>6</sup> G. Ardizzi, E. Bonifacio, C. Demma e L. Painelli, *Regional differences in retail payment habits in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 576, 2020.

<sup>7</sup> Per approfondimenti, cfr. *PSD2 e open banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti*, Banca d'Italia, novembre 2021.

che consente a banche, istituti di pagamento e di moneta elettronica di offrire alle famiglie e alle imprese una visione aggregata delle attività sui diversi conti di pagamento di cui sono titolari<sup>8</sup>, avvalendosi di strumenti per migliorare la gestione della liquidità e analizzare le proprie spese; il secondo è il servizio di disposizione di ordini di pagamento (*payment initiation service*, PIS), che permette agli utenti di effettuare trasferimenti di denaro tramite intermediari diversi da quelli presso cui sono aperti i conti a valere dei quali le operazioni sono disposte<sup>9</sup>.

L'interesse degli intermediari verso l'open banking è significativo. Secondo l'indagine FinTech svolta dalla Banca d'Italia nel 2021<sup>10</sup>, il 27 per cento delle iniziative innovative e il 44 per cento degli investimenti complessivi effettuati dagli intermediari hanno riguardato quest'area. Circa la metà delle iniziative ha coinvolto imprese non finanziarie o altri intermediari specializzati.

Lo scorso anno erano attivi in Italia oltre 70 prestatori di servizi informativi e dispositivi, dei quali pressoché la metà con sede legale nel Paese. L'attività relativa ai servizi di informazione sui conti ha generato l'86 per cento del traffico dati associato all'open banking. La diffusione dei PIS, seppure in crescita, rimane invece limitata. Nel 2021 le principali quattro piattaforme hanno veicolato il 77 per cento di tutto il traffico nazionale legato all'open banking.

*I servizi di investimento e di consulenza.* – L'utilizzo della rete internet per l'accesso ai conti di deposito ha favorito una graduale diffusione dei canali digitali anche per l'offerta di servizi di investimento e di consulenza da parte del settore bancario e degli altri intermediari, in particolare società di gestione del risparmio (SGR) e di intermediazione mobiliare (SIM). Nell'ultimo decennio la quota di banche che consentono di acquistare e vendere online prodotti del risparmio gestito e attività finanziarie è aumentata di 15 punti percentuali, raggiungendo il 67 per cento nel 2021 (fig. 16.2).

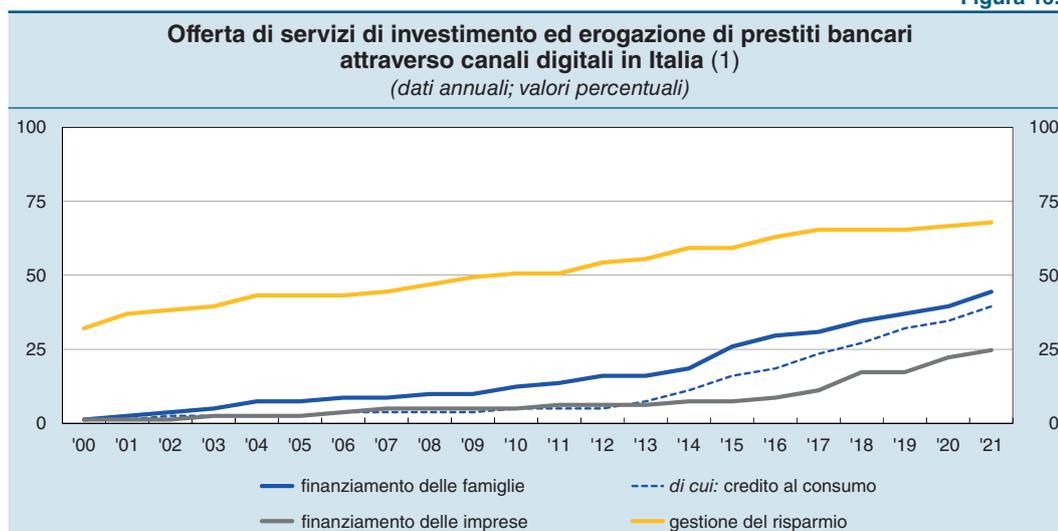
Il 6 per cento dei progetti censiti dalla Banca d'Italia nell'ambito dell'indagine FinTech del 2021 utilizzava per l'attività di consulenza e di gestione individuale dei portafogli una o più tecnologie avanzate (ad es. IA, cloud computing, tecniche di elaborazione del linguaggio naturale, interfacce di programmazione delle applicazioni). Queste tecnologie vengono impiegate, ad esempio, per l'analisi delle caratteristiche della clientela, e permettono di offrire servizi e prodotti maggiormente in linea con le preferenze e con i profili di rischio degli utenti. L'utilizzo della IA da parte degli intermediari consente di valutare un numero più elevato di opportunità di investimento con tempi sensibilmente ridotti rispetto alle modalità tradizionali. Alcuni operatori hanno inoltre avviato lo sviluppo di prodotti che investiranno in attività finanziarie emesse mediante DLT.

<sup>8</sup> Secondo i dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, nel 2020 le famiglie italiane detenevano in media due conti correnti ciascuna.

<sup>9</sup> Ad esempio, si può acquistare un bene o un servizio online autorizzando il prestatore del servizio PIS a utilizzare il conto dell'acquirente per emettere un bonifico a favore del venditore.

<sup>10</sup> Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, Banca d'Italia, novembre 2021. La rilevazione, che si svolge con cadenza biennale, censisce i progetti di investimento innovativi realizzati dagli intermediari vigilati; nel 2021 essa ha coinvolto l'intero sistema bancario e 51 intermediari non bancari selezionati su base campionaria.

Figura 16.2



Fonte: Bank Lending Survey.

(1) Quote di banche che offrono i servizi attraverso canali digitali. Frequenze non ponderate.

*L'erogazione di prestiti.* – Nel mercato del credito la digitalizzazione coinvolge tutte le fasi del processo di erogazione di prestiti. La crescente disponibilità di dati su famiglie e imprese e l'adozione di tecniche avanzate di analisi basate sulla IA permettono di ridurre le asimmetrie informative tra creditori e debitori e possono migliorare la valutazione del rischio di credito<sup>11</sup>. La diffusione di internet consente agli intermediari di offrire finanziamenti tradizionali attraverso canali digitali e nuovi servizi basati sulla valutazione automatizzata del merito creditizio (ad es. *instant lending*); favorisce inoltre lo sviluppo di piattaforme online per la concessione di prestiti<sup>12</sup>. Il ricorso a tecniche di analisi avanzate può presentare tuttavia controindicazioni. La ridotta trasparenza delle procedure di valutazione della clientela può generare discriminazioni illegittime (ad es. di genere o di età), con conseguenti rischi legali e reputazionali per gli intermediari. Inoltre l'affidabilità degli algoritmi dipende da numerose ipotesi che richiedono di essere continuamente verificate e che possono determinare decisioni sbagliate. In generale è quindi necessario che gli intermediari esercitino un costante controllo dei risultati prodotti da queste tecniche.

Nel 2021 la Banca d'Italia ha condotto una ricognizione presso gli intermediari bancari sull'utilizzo della IA nell'erogazione del credito. Dall'analisi è emerso che la diffusione di questi modelli – seppure ancora contenuta – è in crescita; in diversi casi essi vengono sviluppati e gestiti con un elevato grado di esternalizzazione (*outsourcing*). Secondo l'esperienza degli intermediari queste tecniche hanno mediamente una migliore capacità predittiva del rischio di credito rispetto a quella fornita da strumenti statistici tradizionali. Ciò costituisce una delle principali motivazioni per la loro sperimentazione e adozione, insieme alla prospettiva di avvalersene nei processi di *instant lending*. Attualmente le analisi basate sull'uso della IA sono impiegate a supporto

<sup>11</sup> M. Moscatelli, S. Narizzano, F. Parlapiano e G. Viggiano, *Corporate default forecasting with machine learning*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1256, 2019.

<sup>12</sup> N. Branzoli e I. Supino, *FinTech credit: a critical review of the empirical literature*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 549, 2020.

delle valutazioni del rischio effettuate dal personale bancario. Dall'indagine è inoltre emerso che sono generalmente applicate dagli intermediari tecniche per accrescere la trasparenza dei modelli<sup>13</sup>. È ancora limitata invece l'attenzione posta dagli intermediari a possibili effetti discriminatori sulla clientela connessi con il loro utilizzo, nonché all'esigenza di rafforzare i presidi di governo societario, in particolare con riferimento all'outsourcing.

In Italia l'erogazione di prestiti attraverso internet è in aumento, anche a seguito dell'impulso determinato dalla crisi pandemica<sup>14</sup>. Questo servizio si è concentrato nell'offerta di credito con breve durata (al di sotto dei tre anni) e di importo contenuto, come nel caso del credito al consumo per le famiglie e della cessione di fatture per le imprese. Nel 2021 la quota delle banche che offrivano prestiti a famiglie e imprese mediante canali digitali era pari rispettivamente al 44 e al 25 per cento.

Le piattaforme online specializzate nei finanziamenti a famiglie e imprese che non fanno capo a banche si avvalgono di procedure completamente digitalizzate, standardizzate e automatizzate, basate su algoritmi per la valutazione del merito di credito, con tempi di istruttoria generalmente molto contenuti. Queste piattaforme utilizzano una pluralità di modelli operativi<sup>15</sup>. Alcune fungono da broker e mettono in contatto potenziali prenditori e prestatori di fondi; altre hanno le necessarie autorizzazioni per erogare direttamente prestiti. Nel 2020 – ultima data per la quale sono disponibili informazioni confrontabili a livello internazionale, diffuse dal Cambridge Centre for Alternative Finance – in Italia e negli altri principali paesi europei il credito erogato attraverso piattaforme digitali non bancarie rappresentava meno dell'1 per cento del valore complessivo dei prestiti concessi dal settore finanziario<sup>16</sup>.

*I servizi assicurativi.* – L'adozione delle tecnologie digitali nell'industria assicurativa interessa principalmente i processi associati all'erogazione delle polizze. In particolare, secondo le rilevazioni effettuate dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass), gli intermediari si stanno maggiormente concentrando sull'automazione delle attività di sottoscrizione a distanza dei contratti mediante firma digitale; sulla gestione dematerializzata dei documenti; sulle DLT per la gestione documentale, l'accesso e lo sfruttamento di dati esterni attraverso interfacce di programmazione delle applicazioni; sull'utilizzo di modelli di IA per offrire servizi di consulenza automatizzati (*robo-advisory*).

Nel campo assicurativo la digitalizzazione può limitare le asimmetrie informative tra i soggetti assicurati e le compagnie, con benefici in termini di riduzione sia dei premi pagati dagli utenti, sia dei costi di sottoscrizione e di gestione dei sinistri da parte

<sup>13</sup> Per una discussione delle tecniche volte ad accrescere la trasparenza dei modelli di IA applicati al processo di valutazione del rischio di credito, cfr. G. Cascarino, M. Moscatelli e F. Parlapiano, *Explainable artificial intelligence: interpreting default forecasting models based on machine learning*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 674, 2022.

<sup>14</sup> N. Branzoli, I. Supino ed E. Rainone, *The role of banks' technology adoption in credit markets during the pandemic*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>15</sup> Per una descrizione dei modelli di business delle piattaforme che erogano credito, cfr. M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 375, 2017.

<sup>16</sup> S. Cardillo, A. Ilari, S. Magri, G. Meucci, M. Moscatelli e D. Ruzzi, *Le piattaforme FinTech di prestito e di raccolta di finanziamenti nel mondo e in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

delle società assicurative. Nel comparto RC auto le nuove tecnologie facilitano anche l'accertamento delle dinamiche dei sinistri, rendono più difficili le frodi e permettono alle compagnie di adattare il premio alle caratteristiche di guida degli utenti e all'effettivo uso del veicolo. Nel 2021 le polizze RC auto che prevedevano una riduzione del premio legata alla presenza della scatola nera rappresentavano un quinto del totale.

*La collaborazione tra gli intermediari tradizionali e le imprese tecnologiche.* – L'esigenza di adottare nuove tecnologie per l'offerta di prodotti e servizi finanziari favorisce la cooperazione tra gli intermediari e le imprese tecnologiche. Ciò consente ai primi di accedere a nuove competenze e tecnologie e di sfruttare i benefici della specializzazione. Nel 2020 i due terzi delle banche italiane e la metà delle imprese assicurative investivano in progetti basati su tecnologie digitali in collaborazione con società non finanziarie; il 17 per cento degli intermediari bancari aveva acquisito partecipazioni nel capitale di imprese tecnologiche per realizzare una parte di questi progetti. Le iniziative in fase più avanzata riguardavano i servizi di pagamento e le finalità commerciali (ad es. le analisi delle abitudini di spesa della clientela) e per il miglioramento dell'efficienza attraverso la riduzione dei costi. Accanto a questi progetti, si osservava un elevato ricorso all'outsourcing di servizi a imprese tecnologiche: secondo una rilevazione effettuata nel 2021 dalla Banca d'Italia che ha coinvolto l'intero sistema finanziario italiano, il 90 per cento degli intermediari si è rivolto ad almeno un fornitore esterno per ottenere servizi informatici<sup>17</sup>.

Questi sviluppi, guidati dalla ricerca di efficienza e dall'esigenza di specializzazione, tendono a produrre benefici per gli intermediari e la loro clientela. Possono tuttavia accentuare la frammentazione dei processi produttivi e distributivi, che in alcuni casi sono parzialmente svolti dalle società con cui gli intermediari collaborano. Questo assetto può accrescere alcuni rischi (in particolare il rischio operativo e quello reputazionale degli intermediari) e generarne di nuovi, che devono essere adeguatamente presidiati.

*Le criptoattività e la finanza decentralizzata.* – Tra le applicazioni più diffuse delle DLT in campo finanziario rientrano quelle volte all'emissione e alla negoziazione di criptoattività (cfr. il paragrafo: *I mercati finanziari internazionali* del capitolo 1). Nell'ambito delle criptoattività occorre distinguere tra i cosiddetti *stablecoins* emessi a fronte di riserve composte da attività reali o finanziarie (ad es. l'oro, il petrolio o obbligazioni in dollari americani) e le criptoattività il cui valore non è garantito da alcuna attività finanziaria o reale (ad es. i cosiddetti *unbacked crypto-assets* e gli *stablecoins* algoritmici)<sup>18</sup>. Queste ultime sono prive di un valore intrinseco, sono in genere caratterizzate da un'elevata volatilità e per lo più utilizzate con finalità speculative. L'assenza di un soggetto emittente ben identificato e di attività reali o finanziarie a contropartita degli strumenti emessi, la mancanza di trasparenza nei meccanismi di formazione dei prezzi e l'assenza sia di specifici obblighi informativi

<sup>17</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'esternalizzazione dei servizi nel sistema finanziario italiano*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021.

<sup>18</sup> Esistono inoltre gli *utility tokens*, una tipologia di criptoattività che offre l'accesso a un bene o servizio fornito dall'emittente, e i *non fungible tokens*, una rappresentazione digitale di beni non fungibili (ossia non interscambiabili con altri beni identici), come un'opera d'arte; cfr. A. Caponera e C. Gola, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 484, 2019.

a carico degli emittenti e degli offerenti, sia di attività di controllo da parte delle autorità di supervisione rendono soprattutto gli *unbacked crypto-assets* una tipologia di criptoattività particolarmente rischiosa per gli investitori.

L'utilizzo delle DLT sta inoltre favorendo lo sviluppo della DeFi, che in alcuni casi non contempla l'intervento di intermediari e mira a replicare in forma interamente decentralizzata alcune attività tipiche del sistema finanziario tradizionale. Rispetto a quest'ultimo, che prevede specifici presidi di governo societario, nella DeFi in genere mancano organi e funzioni aziendali dedicati al controllo delle attività svolte e un sistema di controlli esterni. Le regole, i diritti e i doveri dei soggetti coinvolti sono definiti all'interno di programmi informatici, rendendo difficile l'identificazione delle responsabilità in capo ai soggetti coinvolti.

Il mercato delle criptoattività e la finanza decentralizzata, se non adeguatamente regolati, possono favorire l'evasione fiscale, il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo, e costituire una fonte di rischio per gli utenti e gli intermediari, per l'integrità del sistema dei pagamenti nonché per la stabilità finanziaria<sup>19</sup>. La rilevanza di queste tipologie di rischi, in parte comuni con quelli della finanza tradizionale, può essere ulteriormente accresciuta dalle modalità di funzionamento e da alcune caratteristiche delle DLT.

*Il rischio cibernetico.* – Tra i principali rischi posti dalla digitalizzazione vi è quello degli attacchi informatici. Il quadro di riferimento per la segnalazione degli incidenti potenzialmente gravi avvenuti in questo ambito – introdotto dalla Banca d'Italia nel 2015 e rivolto a banche, istituti di pagamento e di moneta elettronica italiani – consente di cogliere l'evoluzione di tale rischio nel mercato italiano<sup>20</sup>. Nel 2021 sono stati segnalati 12 incidenti per attacchi cibernetici, 3 in meno rispetto all'anno precedente, che era stato caratterizzato da un'intensa attività di criminalità informatica a livello internazionale. Tutti gli incidenti rilevati hanno avuto conseguenze limitate. Le evidenze relative al mercato italiano su numerosità e impatto degli attacchi sono in linea con quanto emerge dalle segnalazioni europee, come quelle raccolte dalla Banca centrale europea sugli incidenti cibernetici che riguardano le banche significative vigilate nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM)<sup>21</sup>.

### ***Le iniziative delle autorità europee per favorire la digitalizzazione dell'industria finanziaria***

Le autorità europee stanno analizzando i fenomeni in atto per identificare le iniziative e gli interventi necessari a salvaguardare l'interesse pubblico e garantire l'equilibrio tra opportunità e rischi dei processi innovativi.

<sup>19</sup> Banca d'Italia e Consob, *Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, comunicato stampa del 28 aprile 2021.

<sup>20</sup> Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Comunicazione di gravi incidenti operativi o di sicurezza*. Nel settore assicurativo, l'Ivass ha introdotto un quadro di riferimento analogo nel 2018.

<sup>21</sup> BCE, *IT and cyber risk: a constant challenge*, 18 agosto 2021.

Nel settembre 2020 la Commissione europea ha definito un programma di iniziative per lo sviluppo della disciplina in materia di digitalizzazione dei servizi finanziari (*digital finance strategy*, DFS). La strategia prevede sia l'aggiornamento delle norme esistenti, sia l'introduzione di nuove regole che tengano conto dei modelli operativi innovativi presenti nell'industria finanziaria. La DFS è inoltre volta da un lato a chiarire gli elementi di incertezza regolamentare che possono limitare gli investimenti tecnologici degli operatori, dall'altro a fissare i principi per la gestione dei rischi associati alla digitalizzazione dell'industria finanziaria e per assicurare la resilienza degli intermediari e del sistema, la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria.

Nell'ambito di questa strategia è in fase di pubblicazione il regolamento che introduce un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulle tecnologie DLT (Regulation on a Pilot Regime for Market Infrastructures based on DLT). Il regime consente ai gestori delle infrastrutture di sperimentare l'offerta di servizi di negoziazione e regolamento di strumenti finanziari utilizzando le DLT, anche attraverso la temporanea esenzione degli operatori da alcuni requisiti previsti dalla disciplina in vigore, concernenti ad esempio le restrizioni imposte ai soggetti che possono operare nelle infrastrutture.

Sono inoltre in via di definizione un regolamento sui mercati delle criptoattività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR) e uno sulla resilienza operativa digitale del settore finanziario (Digital Operational Resilience Act, DORA).

L'obiettivo della proposta MiCAR è di introdurre sia regole comuni per l'emissione e per l'offerta al pubblico di criptoattività (inclusi gli *stablecoins*, gli *unbacked crypto-assets* e gli *utility tokens*) non riconducibili a strumenti o servizi finanziari già disciplinati dal diritto europeo, sia norme per la prestazione di servizi ad esse collegati (come i servizi di cambio, di custodia utilizzando i portafogli elettronici e la gestione di piattaforme per la negoziazione di criptoattività). La proposta amplia l'insieme delle attività e dei soggetti che saranno vigilati nell'Unione europea e che, di conseguenza, avranno diritto a operare su base transfrontaliera beneficiando del passaporto europeo. Nell'ambito dei recenti lavori finalizzati a identificare standard condivisi a livello globale<sup>22</sup>, la MiCAR è una delle prime iniziative che mirano a estendere il perimetro della regolamentazione finanziaria ad alcuni comparti del mercato delle criptoattività.

La proposta DORA intende introdurre regole armonizzate sulla resilienza operativa digitale e la sicurezza dei servizi informatici, al fine di estendere standard e presidi di sicurezza informatica robusti e uniformi all'intero sistema finanziario, così da rimuovere il rischio di distorsioni competitive; si introdurrebbe inoltre un assetto di sorveglianza sui cosiddetti fornitori critici di servizi tecnologici. La proposta affianca la revisione in corso della direttiva UE/2016/1148 sulla sicurezza delle reti e dei sistemi informativi (Directive on Security of Network and Information Systems, NIS).

<sup>22</sup> FSB, *Regulation, supervision and oversight of "global stablecoin" arrangements*, 13 ottobre 2020.

È stato anche avviato il processo di revisione del regolamento UE/2014/910 sui sistemi di identificazione elettronica forniti ai cittadini e alle aziende (electronic IDentification, Authentication and trust Services, eIDAS), allo scopo di garantire la disponibilità di identità digitali affidabili, sicure e pienamente interoperabili tra paesi, da utilizzare per l'accesso a servizi pubblici e privati (inclusi quelli finanziari). La revisione potrà contribuire a rendere più efficienti e sicuri i processi interamente gestiti da remoto, anche sotto il profilo del contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo.

Sarà infine oggetto di modifiche anche la PSD2, con il duplice obiettivo – fra gli altri – di rafforzare ulteriormente le misure di sicurezza nei pagamenti elettronici e di individuare eventuali modalità per gestire i rischi derivanti dai servizi non regolamentati connessi con la prestazione di servizi di pagamento.

### *Le iniziative della Banca d'Italia*

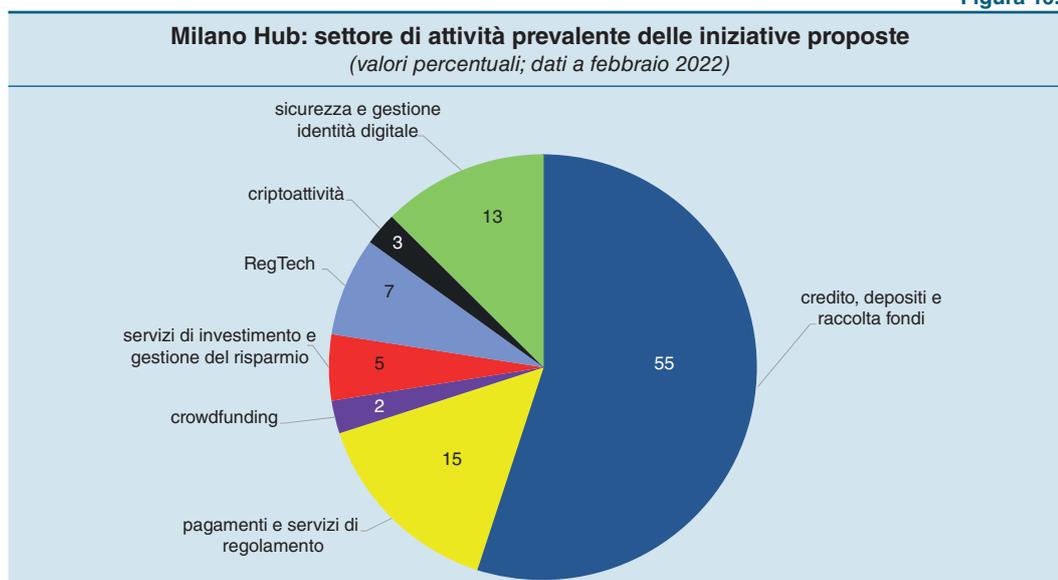
Negli ultimi anni la Banca d'Italia ha adottato una serie di iniziative per accelerare lo sviluppo digitale dell'industria finanziaria italiana e rafforzarne le potenzialità connesse, in termini di ampliamento dei canali di offerta di servizi agli utenti, riduzione dei costi, miglioramento della qualità dei servizi, inclusione finanziaria. Le tre principali modalità di interazione con il mercato sono il Canale FinTech, il centro di innovazione Milano Hub e la *sandbox* regolamentare.

Il Canale FinTech, attivo dal 2017, costituisce un punto di contatto attraverso il quale gli operatori possono presentare progetti innovativi in ambito bancario e finanziario e ottenere riscontri dalla Banca d'Italia sul quadro di riferimento regolamentare, a livello nazionale e internazionale. Dall'avvio di questo canale sono stati analizzati più di 100 quesiti. La maggior parte delle proposte ha riguardato l'offerta di servizi di pagamento e regolamento e di credito, deposito e raccolta fondi.

Alla fine del 2020 la Banca d'Italia ha istituito il centro di innovazione Milano Hub, un ambiente di confronto e dialogo con gli operatori, l'accademia e le imprese, costituito per sostenere l'evoluzione digitale del mercato finanziario italiano e per valorizzare le iniziative che possono generare vantaggi diffusi per il sistema, assistendo gli operatori, collaborando allo sviluppo di progetti e favorendo la qualità e la sicurezza di specifiche innovazioni.

Nel settembre dello scorso anno è stata avviata la prima iniziativa riguardante la IA, nell'ambito della quale Milano Hub offre ai progetti selezionati competenze in materia bancaria, finanziaria e assicurativa, approfondimenti regolamentari e l'organizzazione di seminari, eventi tematici e conferenze. Sono state ammesse alla fase valutativa 40 candidature, di cui 25 di imprese di natura non bancaria o finanziaria, 5 di intermediari bancari, finanziari e assicurativi vigilati e 10 di università e centri di ricerca. Il 55 per cento delle proposte ha riguardato l'area del credito, dei depositi e della raccolta fondi (fig. 16.3). Lo scorso febbraio sono stati selezionati 10 progetti che potranno essere sviluppati con il sostegno dell'Hub per un periodo non superiore a sei mesi.

Figura 16.3



Nel 2021 è stata costituita, su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle finanze, la *sandbox* regolamentare<sup>23</sup>, un ambiente controllato dove intermediari vigilati e operatori specializzati possono testare, per un periodo di tempo limitato, prodotti e servizi tecnologicamente innovativi nel settore bancario, finanziario e assicurativo. La sperimentazione avviene in costante dialogo con le autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Consob e Ivass), che ricevono le istanze relative al proprio ambito di competenza.

All'Istituto sono pervenute 32 domande di ammissione; a seguito della valutazione di completezza e conformità documentale sono stati avviati 21 procedimenti amministrativi. Le prime istruttorie sono in via di conclusione. I progetti presentati riguardano principalmente le applicazioni delle DLT e i processi associati all'acquisizione di nuova clientela attraverso piattaforme digitali.

La Banca d'Italia sta inoltre effettuando un'analisi e una classificazione delle imprese FinTech, che includono sia i progetti attivati dagli intermediari, sia le iniziative imprenditoriali che operano in stretta collaborazione con soggetti vigilati.

A livello europeo la Banca d'Italia ha rafforzato il dialogo con le altre autorità di settore per condividere le esperienze e contribuire alla definizione di soluzioni regolamentari armonizzate per prodotti e modelli di attività innovativi; in ambito internazionale ha partecipato all'organizzazione della tappa italiana del *FinTech Abu Dhabi 2021* organizzata dall'Abu Dhabi Global Market<sup>24</sup>.

Sotto la Presidenza italiana del G20 l'Istituto ha organizzato, in collaborazione con l'Innovation Hub della Banca dei regolamenti internazionali, il *G20 Techsprint 2021 on green and sustainable finance*. Nell'ambito dell'iniziativa, che si è conclusa alla fine dello scorso ottobre, sono state premiate le tre migliori soluzioni sul tema della finanza verde.

<sup>23</sup> La *sandbox* regolamentare è stata introdotta dal DL 34/2019 (decreto "crescita") e attuata con il decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze 100/2021.

<sup>24</sup> L'Abu Dhabi Global Market è un centro finanziario degli Emirati Arabi Uniti.

# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 MAGGIO 2022

## DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Luigi Federico SIGNORINI	- DIRETTORE GENERALE
Alessandra PERRAZZELLI	- VICE DIRETTRICE GENERALE
Piero CIPOLLONE	- VICE DIRETTORE GENERALE
Paolo ANGELINI	- VICE DIRETTORE GENERALE

## CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Salvatore DI VITALE
Francesco ARGIOLAS	Andrea ILLY
Mirella BOMPADRE	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Nicola CACUCCI	Donatella SCIUTO
Renata CODELLO	Orietta Maria VARNELLI
Francesca COZZANI	Marco ZIGON
Marco D'ALBERTI	

## COLLEGIO SINDACALE

Gaetano PRESTI - PRESIDENTE	
Giuliana BIRINDELLI	Giuseppe MELIS
Giovanni LIBERATORE	Anna Lucia MUSERRA

## SINDACI SUPPLEMENTI

Paola CHIRULLI	Andrea NERVI
----------------	--------------

## AMMINISTRAZIONE CENTRALE

### FUNZIONARI GENERALI

Magda BIANCO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO TUTELA DELLA CLIENTELA ED EDUCAZIONE FINANZIARIA
Luigi CANNARI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Alberto MARTIELLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO RISORSE UMANE, COMUNICAZIONE E INFORMAZIONE
Sergio NICOLETTI ALTIMARI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO ECONOMIA E STATISTICA
Francesco NICOLÒ	- CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA E PAGAMENTI AL DETTAGLIO
Marino OTTAVIO PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Paolo SESTITO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO PIANIFICAZIONE, ORGANIZZAZIONE E BILANCIO
Giuseppe SIANI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Gian Luca TREQUATTRINI	- REVISORE GENERALE
Ciro VACCA	- CAPO DEL DIPARTIMENTO IMMOBILI E APPALTI
Giuseppe ZINGRILLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO INFORMATICA
	* * *
Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA (UIF)

