



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione annuale

Roma, 31 maggio 2023

CENTOVENTINOVESIMO ESERCIZIO

anno 2022

esercizio

CXXIX



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione annuale

---

anno 2022 – centoventinovesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2023

© Banca d'Italia, 2023

**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 2023*

---

*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. L'economia mondiale e le relazioni internazionali</b>	3
Lo scenario macroeconomico internazionale	3
<b>Riquadro:</b> <i>Le misure pubbliche di contrasto ai rincari dell'energia nei paesi avanzati</i>	6
Il commercio internazionale e le materie prime	11
<b>Riquadro:</b> <i>La ricomposizione geografica dei flussi di petrolio e gas naturale sui mercati mondiali dell'energia</i>	11
La cooperazione internazionale	17

## L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

<b>2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro</b>	23
La fase ciclica	24
I prezzi e i costi	26
<b>Riquadro:</b> <i>L'impatto del recente shock energetico sull'inflazione nell'area dell'euro</i>	26
<b>Riquadro:</b> <i>La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro</i>	28
I mercati finanziari	31
Le politiche di bilancio	32
<b>3. La politica monetaria nell'area dell'euro</b>	37
L'azione di politica monetaria	37
<b>Riquadro:</b> <i>Le misure di contrasto ai rischi di frammentazione delle condizioni finanziarie</i>	38
Le operazioni di politica monetaria	42
I tassi di interesse, le aspettative di inflazione e il cambio dell'euro	43
La moneta e il credito	44
<b>Riquadro:</b> <i>La trasmissione della restrizione monetaria al costo del credito</i>	45

## L'ECONOMIA ITALIANA

<b>4. Il quadro di insieme</b>	51
<b>Riquadro:</b> <i>Gli effetti dell'inflazione sulla ricchezza finanziaria delle famiglie e delle imprese</i>	52
<b>Riquadro:</b> <i>Lo stato di attuazione del PNRR</i>	54
<b>Riquadro:</b> <i>Gli andamenti territoriali</i>	59

<b>5. Le famiglie</b>	62
Il reddito e la sua distribuzione	62
<b>Riquadro:</b> <i>La distribuzione dei redditi da lavoro tra le famiglie italiane</i>	64
<b>Riquadro:</b> <i>La revisione delle misure di contrasto alla povertà</i>	66
I consumi	70
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni	72
La ricchezza e gli investimenti finanziari	73
L'indebitamento	76
<b>6. Le imprese</b>	79
Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo	80
<b>Riquadro:</b> <i>L'autonomia strategica del settore produttivo italiano</i>	82
<b>Riquadro:</b> <i>L'impatto della crisi energetica sulle imprese industriali italiane con almeno 50 addetti</i>	85
Gli investimenti	87
La produttività e l'innovazione	89
La redditività e il saldo finanziario	91
<b>Riquadro:</b> <i>La recente evoluzione della liquidità delle imprese: evidenze dai microdati</i>	92
Le fonti di finanziamento	94
<b>7. Il mercato del lavoro</b>	98
L'occupazione	98
<b>Riquadro:</b> <i>La transizione verde e il fattore lavoro in Italia</i>	101
L'offerta di lavoro	106
<b>8. I prezzi e i costi</b>	111
I prezzi al consumo nel 2022	111
<b>Riquadro:</b> <i>Inflazione e shock energetici: l'esperienza degli anni settanta</i>	112
<b>Riquadro:</b> <i>Le cause dell'inflazione in Italia nel biennio 2021-22</i>	116
I prezzi alla produzione	119
Il costo del lavoro	119
I margini di profitto	121
Le prospettive dell'inflazione e dei costi nel 2023	122
<b>9. L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti</b>	124
Le esportazioni e le importazioni	124
<b>Riquadro:</b> <i>La ricomposizione delle esportazioni di beni durante la pandemia e nella successiva ripresa</i>	125
La competitività di prezzo	128
La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	129

<b>10. La finanza pubblica</b>	134
La finanza pubblica nel 2022	134
<b>Riquadro:</b> <i>I recenti incentivi fiscali in materia edilizia</i>	137
La finanza pubblica nel 2023 e le prospettive di medio termine	144
<b>Riquadro:</b> <i>Le principali misure per le famiglie introdotte con la legge di bilancio per il 2023: effetti redistributivi e sugli incentivi monetari all'offerta di lavoro</i>	145
<b>Riquadro:</b> <i>I potenziali effetti redistributivi di un'imposta sul contenuto di carbonio in Italia</i>	149
<b>11. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale</b>	153
I fattori di contesto	154
<b>Riquadro:</b> <i>Il ruolo del Responsabile unico del procedimento nei lavori pubblici</i>	156
<b>Riquadro:</b> <i>Gli effetti distorsivi sul sistema produttivo dei regimi di tassazione agevolata</i>	159
Concorrenza e regolamentazione dei mercati	160
<b>Riquadro:</b> <i>Regolamentazione e produttività nei servizi</i>	161
La gestione delle crisi di impresa	163
<b>12. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali</b>	166
La struttura dell'industria bancaria	167
Le attività delle banche	167
<b>Riquadro:</b> <i>L'interdipendenza tra attivi e passivi bancari negli ultimi due decenni</i>	171
La raccolta bancaria	174
La redditività e il patrimonio delle banche	175
La digitalizzazione dell'industria bancaria	178
<b>Riquadro:</b> <i>Il progetto dell'euro digitale e i possibili impatti sulla raccolta delle banche italiane</i>	179
Gli altri intermediari creditizi e i confidi	183
Gli investitori istituzionali	183
<b>13. I mercati monetari e finanziari</b>	188
I mercati monetari e dei titoli pubblici	188
<b>Riquadro:</b> <i>Il mercato delle obbligazioni verdi nell'area dell'euro e in Italia</i>	189
<b>Riquadro:</b> <i>La liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani</i>	193
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	195
Il mercato azionario	197
Le infrastrutture di mercato	199
<b>Riquadro:</b> <i>L'uso della tecnologia a registro distribuito (DLT) nel ciclo di vita degli strumenti finanziari</i>	200
<b>14. Le donne nel mercato del lavoro</b>	202
Un quadro generale dei differenziali di genere	202

Istruzione e transizione scuola-lavoro	204
Maternità e scelte lavorative	207
<b>Riquadro:</b> <i>L'effetto della maternità sulle retribuzioni delle lavoratrici</i>	208
Percorsi di carriera e leadership femminile	209
<b>Riquadro:</b> <i>L'efficacia delle quote di genere: alcune valutazioni sull'Italia</i>	211
Le prospettive di lungo periodo	214
I possibili interventi	214
<b>AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA</b>	219
<b>CONSIDERAZIONI FINALI</b> ( <i>in fascicolo separato</i> )	

---

## AVVERTENZE

---

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.

---

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

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

Dal 1° gennaio 2023 la Croazia è entrata a far parte dell'area dell'euro. Salvo diverse indicazioni, i dati dell'area sono relativi alla composizione in vigore alla data riportata nel testo, nella figura o nella tavola.

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 2023, salvo diversa indicazione.

# **L'ECONOMIA INTERNAZIONALE**



## 1. L'ECONOMIA MONDIALE E LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha costituito un punto di svolta nelle relazioni internazionali e ha condizionato pesantemente crescita, inflazione e scambi commerciali mondiali. Le tensioni tra paesi hanno toccato livelli che non si raggiungevano dalla Guerra fredda; i prezzi dell'energia hanno subito straordinari rialzi, contribuendo a un netto e diffuso aumento dell'inflazione, cui ha corrisposto un rapido irrigidimento delle politiche monetarie in quasi tutte le maggiori economie avanzate; la crescita globale è rallentata in uno scenario di forte incertezza economica e politica.

Le autorità di governo, specialmente quelle dei paesi avanzati, sono intervenute in sostegno di famiglie e imprese per attenuare l'impatto della crisi energetica.

I rincari dell'energia hanno determinato un consistente trasferimento di ricchezza dagli Stati importatori a quelli esportatori di petrolio e gas e un rapido mutamento nella geografia degli scambi di queste materie prime, associato a considerazioni di sicurezza energetica.

Le tensioni hanno coinvolto anche le esportazioni di prodotti agricoli e di fertilizzanti, mettendo a rischio la sicurezza alimentare delle economie più povere e vulnerabili. In molti paesi a basso reddito l'aggravio della bilancia commerciale, unito a minori afflussi netti di capitale, ha acuito i problemi di gestione delle finanze pubbliche, richiedendo in diversi casi l'avvio di negoziati per la ristrutturazione del debito.

In questo quadro di grave deterioramento delle relazioni internazionali sono proseguiti il dialogo e la ricomposizione delle divergenze nei luoghi della cooperazione internazionale; le iniziative diplomatiche hanno tuttavia incontrato ostacoli notevoli e talvolta insormontabili, anche per l'intensificarsi della contrapposizione strategica tra le due principali economie mondiali, Stati Uniti e Cina.

### *Lo scenario macroeconomico internazionale*

*Crescita e inflazione.* – L'invasione russa dell'Ucraina ha determinato un rapido aumento del costo delle materie prime, soprattutto energetiche, accentuando una tendenza inflativa innescata nel 2021 dalla ripresa che aveva fatto seguito alla pandemia e dalle strozzature nelle catene di approvvigionamento. L'incertezza creata dalle tensioni internazionali e il diffuso incremento dei prezzi hanno frenato gli investimenti privati e i consumi delle famiglie.

Dopo il forte recupero del 2021, legato alla progressiva diffusione dei vaccini e al superamento dell'emergenza sanitaria, nel 2022 la crescita del PIL mondiale si è

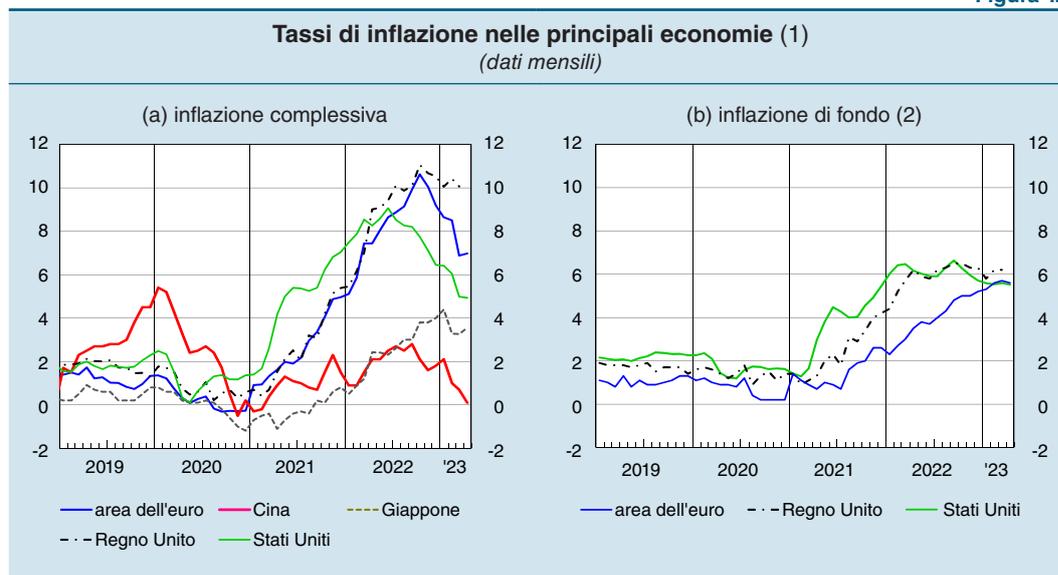
quasi dimezzata, al 3,4 per cento (tav. 1.1), risultando inferiore alle attese dell'inizio dell'anno (4,4 per cento secondo le stime del Fondo monetario internazionale). Tra le economie avanzate il rallentamento è stato più marcato negli Stati Uniti, dove vi hanno contribuito l'irrigidimento delle condizioni finanziarie e il progressivo ridimensionamento del reddito disponibile a seguito del venir meno del massiccio sostegno fiscale introdotto nei due anni precedenti. Nel 2022 anche le economie emergenti hanno rallentato, risentendo negativamente della riduzione della liquidità globale associata all'aumento dell'incertezza politica e all'apprezzamento del dollaro. Hanno pesato inoltre la decelerazione della Cina, dovuta all'introduzione di misure restrittive per contrastare la diffusione della pandemia, e la contrazione dell'economia russa causata dalle pesanti sanzioni imposte al paese dopo l'invasione dell'Ucraina (-2,1 per cento, a fronte di attese di crescita del 2,8 formulate dall'FMI a inizio 2022; cfr. il paragrafo: *La cooperazione internazionale*). Secondo le stime dell'FMI, nel 2023 la crescita si ridurrà ulteriormente, al 2,8 per cento a livello globale e all'1,3 nelle economie avanzate.

Tavola 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti (valori percentuali)						
PAESI	PIL			Inflazione (1)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>Mondo</b>	<b>-2,8</b>	<b>6,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,7</b>	<b>8,7</b>
<b>Paesi avanzati</b>	<b>-4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>7,3</b>
Giappone	-4,3	2,1	1,0	0,0	-0,3	2,5
Regno Unito	-11,0	7,6	4,1	0,9	2,6	9,1
Stati Uniti	-2,8	5,9	2,1	1,2	4,7	8,0
Area dell'euro	-6,1	5,3	3,5	0,3	2,6	8,4
<b>Paesi emergenti e in via di sviluppo</b>	<b>-1,8</b>	<b>6,9</b>	<b>4,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>9,8</b>
Brasile	-3,3	5,0	2,9	3,2	8,3	9,3
Cina	2,2	8,4	3,0	2,5	0,9	2,0
India	-6,0	8,9	6,7	6,6	5,1	6,7
Russia	-2,7	5,6	-2,1	3,4	6,7	13,8

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2023, e dati nazionali.  
(1) Indice dei prezzi al consumo. Per l'area dell'euro, indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Nel 2022 l'inflazione è aumentata in tutte le principali economie (fig. 1.1.a), raggiungendo in media d'anno l'8,7 per cento a livello globale. Le cause dell'accelerazione dei prezzi differiscono tra aree e paesi. Negli Stati Uniti hanno pesato maggiormente le pressioni dal lato della domanda, legate alle politiche di bilancio espansive del biennio precedente e al persistente squilibrio nel mercato del lavoro, dove l'offerta non ha tenuto il passo con la domanda dando luogo a diffuse spinte al rialzo delle retribuzioni. L'inflazione di fondo si è mantenuta stabilmente elevata, intorno al 6 per cento, nel corso dell'anno e nel primo trimestre del 2023 (fig. 1.1.b): alla riduzione dei prezzi dei beni, connessa con l'attenuazione dei problemi di approvvigionamento emersi dopo la pandemia, si è contrapposto un netto incremento di quelli dei servizi, in particolare degli affitti.



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Indice dei prezzi al consumo, variazioni percentuali sul periodo corrispondente dell'anno precedente. – (2) Inflazione misurata al netto delle variazioni dei prezzi dei beni energetici e alimentari.

In altri paesi hanno inciso maggiormente gli shock dal lato dell'offerta. Le economie emergenti hanno risentito dei rincari dei beni alimentari, in particolare del grano, aggravati dal peso relativamente alto di questi prodotti nel loro paniere di spesa. L'area dell'euro è stata direttamente colpita dal rialzo dei prezzi di gas e petrolio a causa della sua elevata dipendenza dalle forniture russe; l'impatto dei rincari dell'energia sui servizi di trasporto e sui costi di produzione delle imprese ha contribuito all'aumento dell'inflazione di fondo, cresciuta di oltre 2 punti percentuali nel 2022 (al 5,2 per cento) e di un ulteriore mezzo punto dall'inizio del 2023 (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*).

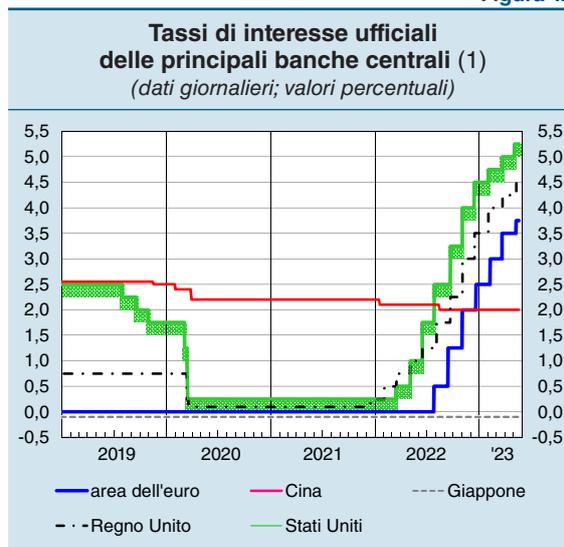
Le spinte inflative si sono affievolite dopo l'estate, anche grazie a una progressiva riduzione dei prezzi dell'energia. Dopo avere raggiunto un massimo tra giugno e ottobre, nei mesi successivi l'inflazione al consumo è scesa di circa 4 punti percentuali rispetto al picco sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. Secondo le proiezioni dell'FMI, l'inflazione si ridurrà ancora in entrambe le aree, collocandosi nello scorcio dell'anno oltre 4 punti percentuali sotto i livelli medi del 2022. Per la componente di fondo si prevedono cali inferiori: in base alla *Survey of Professional Forecasters*, alla fine del 2023 scenderà di circa 2 punti percentuali negli Stati Uniti (al 3,4 per cento) e di circa un punto nell'area dell'euro (al 4,4).

Nel 2022 le banche centrali delle principali economie hanno intrapreso un deciso rialzo dei tassi di interesse per contrastare l'aumento dell'inflazione, ad eccezione del Giappone e della Cina, dove gli incrementi dei prezzi sono stati assai più contenuti. I tassi di interesse ufficiali negli Stati Uniti sono stati innalzati di 425 punti base; nell'area dell'euro e nel Regno Unito i rialzi sono stati rispettivamente di 250 e di 325 punti base (fig. 1.2).

Le principali banche centrali hanno anche annunciato o avviato il processo di riduzione dei bilanci (*quantitative tightening*). La Federal Reserve ha interrotto

gli acquisti di titoli a marzo; a giugno ha avviato la riduzione di bilancio attraverso il mancato reinvestimento dei titoli in scadenza, per un ammontare mensile massimo di 60 miliardi di dollari per i titoli di Stato e di 35 miliardi per quelli delle agenzie governative. Dopo aver interrotto il programma di acquisti netti di attività finanziarie in luglio, l'Eurosistema ha iniziato la riduzione del portafoglio nel marzo 2023 (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). La Bank of England a febbraio del 2022 ha smesso di reinvestire i titoli in scadenza e ha iniziato a vendere titoli pubblici a novembre, con l'obiettivo di ridurre lo stock di 80 miliardi di sterline nei successivi dodici mesi.

Figura 1.2



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per l'area dell'euro, tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per la Cina, tasso *reverse repo* a 7 giorni; 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.

L'aumento dei tassi è proseguito nei primi mesi del 2023, ma con rialzi di minore entità per via della diminuzione del tasso di inflazione, dell'indebolirsi dell'attività economica e delle tensioni finanziarie seguite alla crisi di alcune banche negli Stati Uniti e in Svizzera (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023).

Sebbene nel 2022 sia proseguita la graduale riduzione degli stimoli fiscali adottati durante la pandemia, i paesi avanzati hanno introdotto rilevanti trasferimenti, sussidi e riduzioni di imposta per proteggere i bilanci di famiglie e imprese e contenere la crescita dei prezzi al consumo. Gli interventi sono stati relativamente più modesti negli Stati Uniti, dove la crisi energetica ha avuto un impatto minore e il settore privato ha beneficiato dell'ingente sostegno fiscale varato durante la crisi sanitaria (cfr. il riquadro: *Le misure pubbliche di contrasto ai rincari dell'energia nei paesi avanzati*).

#### LE MISURE PUBBLICHE DI CONTRASTO AI RINCARI DELL'ENERGIA NEI PAESI AVANZATI

I forti rincari delle materie prime iniziati attorno alla metà del 2021 e divenuti più intensi a seguito della guerra in Ucraina si sono tradotti in rialzi dell'inflazione di entità diversa tra le economie avanzate nel corso del 2022. Gli aumenti dei prezzi al consumo di gas ed elettricità sono stati più contenuti negli Stati Uniti e in Giappone rispetto a Italia, Germania e Regno Unito (tavola). L'eterogeneità ha riflesso differenze sia nel grado di dipendenza dal gas russo e nel mix energetico, sia nelle politiche di bilancio adottate a sostegno di famiglie e imprese.

Dall'agosto 2021 allo stesso mese del 2022 i prezzi del gas sono saliti di oltre sette volte in Europa, che dipende fortemente dalle forniture dalla Russia,

a fronte di rincari assai modesti negli Stati Uniti, paese esportatore netto di gas. Anche l'orizzonte temporale dei contratti di fornitura del gas ha svolto un ruolo importante: alcuni Stati, come il Giappone, hanno continuato a importare gas naturale liquefatto (GNL) a prezzi relativamente bassi, beneficiando di contratti a lungo termine stipulati a condizioni di mercato più favorevoli. Sui prezzi al consumo dell'elettricità hanno inciso differenze legate alla struttura del mercato e alla combinazione di fonti (gas o altro) utilizzate nella sua produzione.

Tavola

**Principali componenti energetiche dell'indice dei prezzi al consumo nel 2022 (1)**  
(variazioni percentuali)

PAESI	Italia	Germania	Regno Unito	Giappone	Stati Uniti
Energia	51	35	48	17	25
gas	69	47	90	19	26
elettricità	110	20	49	20	13
carburanti	18	37	30	10	32
<i>per memoria:</i>					
Indice di autosufficienza energetica (2)	25	35	75	11	106

Fonte: per l'inflazione al consumo, dati Eurostat per i paesi dell'area dell'euro e dati nazionali per le altre economie avanzate; per l'indicatore di autosufficienza energetica, dati International Energy Agency (IEA).

(1) Variazioni percentuali dei prezzi al consumo sul 2021, misurate sulla base dell'indice armonizzato nei paesi dell'area dell'euro e dell'indice dei prezzi al consumo per Regno Unito, Giappone e Stati Uniti. La variazione percentuale dei prezzi al consumo è calcolata sulla media dei prezzi nel 2022. La componente energetica "carburanti" equivale alla sottocomponente "carburanti liquidi e lubrificanti per il trasporto personale" per i paesi dell'area dell'euro e per il Regno Unito, mentre equivale alla sottocomponente "benzina" per il Giappone e gli Stati Uniti. – (2) L'indicatore di autosufficienza energetica è dato dal rapporto percentuale tra la produzione nazionale e il consumo totale di energia primaria. Valori superiori (inferiori) a 100 indicano che il paese è un esportatore (importatore) netto di energia.

Il differente andamento dei prezzi al consumo tra paesi è inoltre dipeso dalle diverse misure fiscali adottate: in particolare, i prezzi dei carburanti sono aumentati in misura molto minore in Giappone e in Italia grazie ai sussidi governativi e alle riduzioni delle accise. L'intervento pubblico è stato diversificato da paese a paese e determinato da motivazioni che si sono spinte oltre quella del contenimento dei prezzi, quali il supporto al reddito di famiglie e imprese.

Negli Stati Uniti non sono stati introdotti interventi per frenare i prezzi dei prodotti energetici, dati i rincari relativamente contenuti<sup>1</sup>. Le famiglie hanno tuttavia beneficiato dei fondi stanziati la scorsa estate con l'*Inflation Reduction Act*<sup>2</sup> oltre che degli effetti dell'eccezionale sostegno fiscale introdotto in risposta alla pandemia nel biennio 2020-21<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Shock ai prezzi dell'energia hanno effetti opposti sulle diverse componenti della domanda interna negli Stati Uniti, paese esportatore netto di energia: da un lato stimolano gli investimenti nel settore energetico, dall'altro riducono il reddito disponibile in termini reali. Secondo recenti studi questi effetti si compenserebbero, per maggiori dettagli cfr. C. Baumeister e L. Kilian, *Lower oil prices and the U.S. economy. Is this time different?*, "Brookings Papers on Economic Activity", Fall, 2016, pp. 287-336.

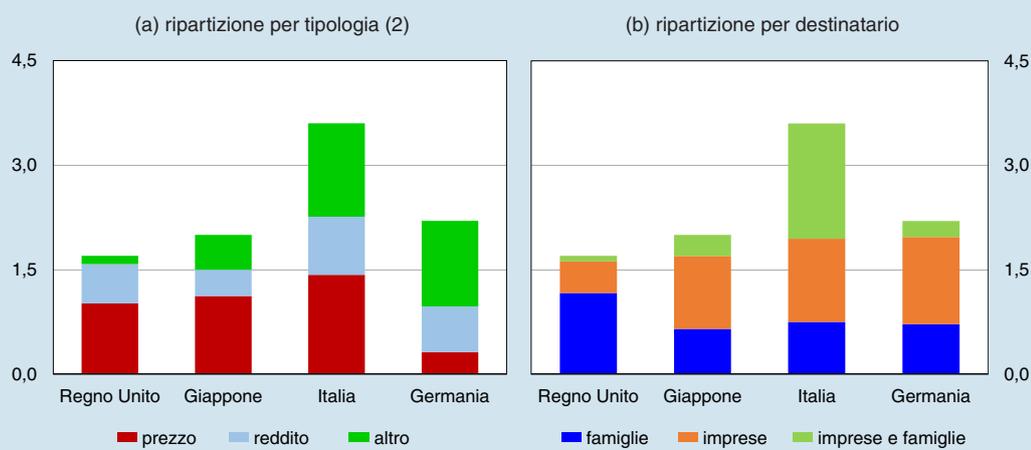
<sup>2</sup> Nell'ambito del provvedimento sono stati decisi nell'agosto 2022 alcuni aiuti indiretti destinati alle famiglie, tra cui fondi di sostegno alla transizione energetica per i nuclei a basso reddito per circa 116 miliardi di dollari su un orizzonte temporale di dieci anni.

<sup>3</sup> A marzo del 2021 le misure di contrasto agli effetti della pandemia approvate dal governo statunitense ammontavano a circa 5.300 miliardi di dollari (circa un quarto del PIL), di cui il 30 per cento consistente in trasferimenti alle famiglie, diretti e sotto forma di sussidi di disoccupazione, per approfondimenti cfr. 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.

Nel Regno Unito i fondi pubblici destinati a contrastare l'effetto dei rincari energetici su famiglie e imprese sono stati pari all'1,7 per cento del PIL nel 2022; sono stati utilizzati principalmente per interventi diretti di riduzione dei prezzi al consumo (figura, pannello a). Per oltre due terzi l'intervento è stato destinato alle famiglie (figura, pannello b); circa la metà è stata erogata mediante l'*Energy Price Guarantee*, che ha imposto un tetto al costo di gas ed elettricità pari a 2.500 sterline all'anno per la spesa sostenuta da una famiglia con un profilo di consumo energetico medio.

Figura

Misure di contrasto ai rincari dell'energia nel 2022 (1)  
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su fonti nazionali.

(1) Per il Regno Unito i dati si basano sulle elaborazioni dell'Office for Budget Responsibility e includono le misure adottate nell'*Autumn Statement 2022*, che si riferiscono principalmente all'*Energy Price Guarantee* e all'*Energy Bill Relief Scheme*. L'importo totale di questi programmi (circa 50 miliardi di euro) è relativo al 4° trimestre del 2022 e al 1° del 2023, ed è stato suddiviso equamente tra trimestri; si considera solo la media riferita al 2022 e non quella del 1° trimestre del 2023. I dati per il Giappone si basano sulle stime ufficiali riportate dal Cabinet Office. I dati per l'Italia fanno riferimento alle stime ufficiali riportate nei vari decreti legislativi approvati nel 2022. Per la Germania le stime sono tratte da fonti nazionali (Bundesfinanzministerium), dall'Osservatorio sui conti pubblici italiani dell'Università Cattolica del Sacro Cuore e dal centro di ricerca Bruegel ed escludono la maggior parte del pacchetto cosiddetto economic defense shield annunciato dal governo tedesco nel 4° trimestre del 2022, che ammonta complessivamente a circa il 4 per cento del PIL per il 2023 e per il 2024. Negli Stati Uniti nel 2022 non sono stati introdotti interventi per contenere i prezzi energetici e quindi nella figura il paese è stato escluso dal confronto. –

(2) Nella categoria residuale "altro" rientra qualsiasi tipo di misura che non abbia un effetto immediato sul costo marginale dell'energia o sul reddito. In questa categoria sono comprese le garanzie, i prestiti agevolati, i crediti di imposta e i fondi di emergenza.

Il Giappone ha destinato al contenimento dell'impatto della crisi energetica il 2 per cento del PIL. Metà delle risorse è stata stanziata sotto forma di sussidi ai distributori di carburanti, gas ed elettricità per calmierare i prezzi finali, il resto attraverso misure di sostegno al reddito delle famiglie (principalmente tramite trasferimenti diretti) e la costituzione di fondi di emergenza per contrastare possibili futuri aumenti.

Anche la Germania ha destinato circa il 2 per cento del prodotto al contrasto del rialzo dei beni energetici. Oltre la metà degli interventi è avvenuta mediante la concessione di garanzie e prestiti alle imprese. Il resto è stato destinato per due terzi al sostegno al reddito e per un terzo a strumenti per il contenimento dei prezzi (ad es. la riduzione dell'IVA sul gas naturale). Gli interventi a favore delle famiglie hanno assunto principalmente la forma di aiuti *tantum*<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> In Germania l'impegno fiscale per il contenimento diretto dei prezzi è stato più moderato nel 2022, in ragione del sistema di adeguamento delle tariffe da parte dei fornitori di gas ed elettricità, fissate all'inizio dell'anno su base annuale.

In Italia l'entità degli stanziamenti ex ante è stata pari al 3,6 per cento del PIL, nettamente più elevata rispetto alle altre principali economie avanzate<sup>5</sup>. Oltre il 30 per cento dei fondi è stato stanziato per concedere crediti di imposta alle imprese, circa il 20 per cento è stato indirizzato alle famiglie (trasferimenti diretti e bonus una tantum), il resto è stato destinato a interventi diretti di riduzione dei prezzi, dei quali hanno beneficiato sia le famiglie sia le imprese<sup>6</sup>. Quasi la metà dell'impegno fiscale è imputabile al sostegno di famiglie e imprese vulnerabili<sup>7</sup>.

Mentre nel Regno Unito e in Giappone i provvedimenti sono stati prevalentemente rivolti alla riduzione dei prezzi, in Italia e in Germania l'approccio è stato più articolato, prevedendo misure sui prezzi, sul reddito e indirette. L'impegno fiscale attualmente pianificato per il 2023 ammonta a circa il 2,5 per cento del PIL nel Regno Unito, a oltre il 3 in Germania e l'1 per cento in Italia<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> Alle valutazioni del Governo circa gli stanziamenti ex ante (pari al 3,3 per cento del PIL) si aggiungono: (a) l'esonero contributivo disposto dalla legge di bilancio per il 2022 (circa 2 miliardi di euro); (b) l'effetto sull'IVA della riduzione delle accise (circa 500 milioni); (c) altri interventi residuali (per circa 3 miliardi).

<sup>6</sup> Una parte residuale delle misure, corrispondente a circa lo 0,2 per cento del PIL, è stata erogata sotto forma di prestito al Gestore dei servizi energetici per l'acquisto di gas naturale (misura contenuta nel DL 50/2022). La restituzione del prestito a seguito della rivendita del gas comporterà un impatto positivo sui conti pubblici di pari importo nel 2023.

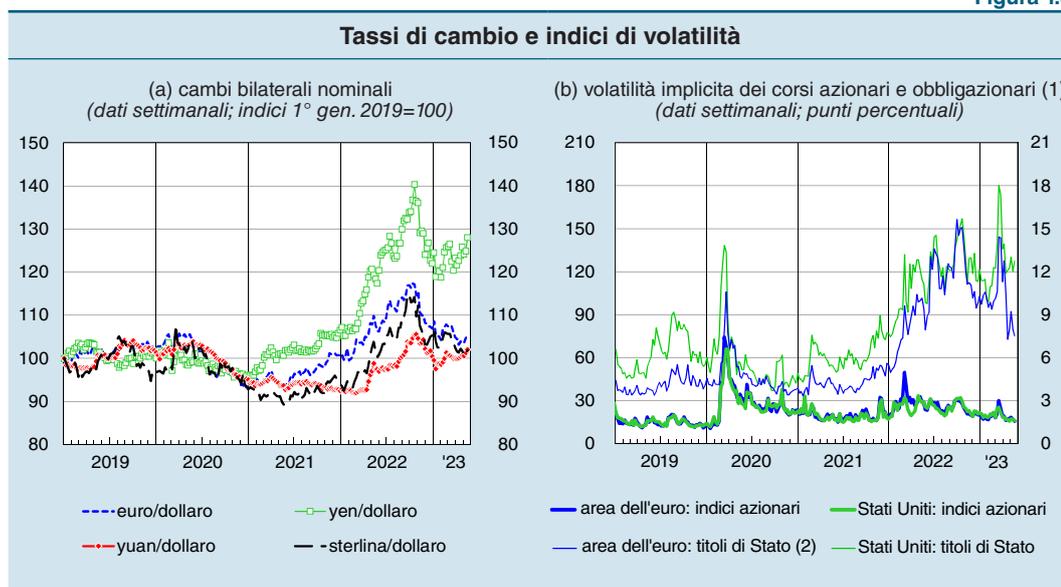
<sup>7</sup> Tra le misure a sostegno di famiglie e imprese vulnerabili sono inclusi i bonus sociali per il pagamento delle bollette per disagio economico e fisico, le indennità una tantum per persone fisiche a basso reddito e i crediti di imposta per le imprese energivore e gasivore.

<sup>8</sup> In Giappone parte delle misure annunciate nel 2022 avrà effetti dal 2023 in poi; le informazioni al momento disponibili non ne consentono tuttavia una quantificazione precisa.

*La finanza internazionale.* – Il rialzo generalizzato dei tassi ufficiali di interesse e l'incertezza economica e politica generata dal conflitto in Ucraina hanno determinato nel 2022 un marcato irrigidimento delle condizioni finanziarie globali, acuito nei primi nove mesi dal netto apprezzamento del dollaro statunitense nei confronti delle principali valute (fig. 1.3.a). La volatilità dei mercati azionari si è lievemente accentuata; quella dei mercati obbligazionari è invece nettamente salita, raggiungendo sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro livelli analoghi a quelli della primavera del 2020, con consistenti rialzi in occasione delle decisioni di politica monetaria (fig. 1.3.b). All'aumento dei rendimenti dei titoli di debito è corrisposta una generale flessione delle quotazioni azionarie (fig. 1.4).

Nelle economie emergenti e in quelle in via di sviluppo, già gravate dal forte incremento del debito a seguito della pandemia, la normalizzazione della politica monetaria statunitense ha accentuato i timori sulle prospettive di crescita e sulla sostenibilità fiscale, causando un ampliamento degli spread obbligazionari e una riduzione degli afflussi di capitale. Circa un quarto di questi paesi è considerato ad alto rischio dall'FMI e registra spread sui prestiti simili a quelli degli emittenti in stato di insolvenza. Inoltre, il 15 per cento dei paesi a basso reddito è in difficoltà nel sostenere il servizio del debito; il 45 si trova in condizioni di elevata vulnerabilità.

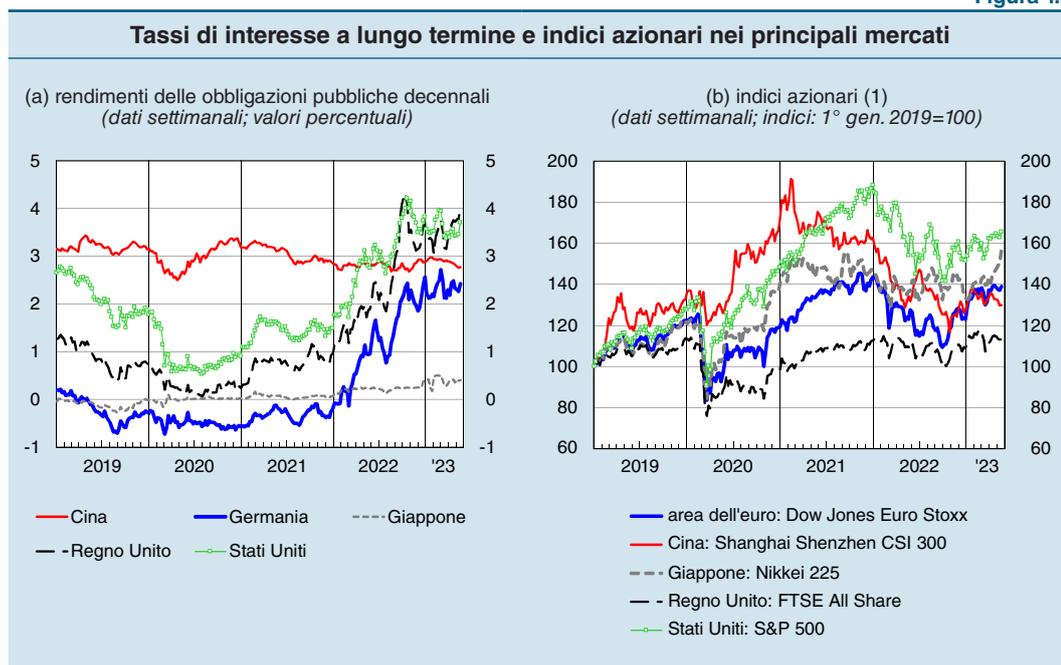
Figura 1.3



Fonte: Refinitiv.

(1) Indici VIX e VSTOXX per i corsi azionari di Stati Uniti e area dell'euro; indice MOVE per i corsi obbligazionari degli Stati Uniti; volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro. – (2) Scala di destra.

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Indici azionari espressi in valuta locale.

Anche nelle economie avanzate si sono verificati episodi di tensione sui mercati finanziari. Negli Stati Uniti al rialzo dei tassi e alla diminuzione del bilancio della Federal Reserve si è associato un progressivo deterioramento della liquidità nel mercato dei titoli di Stato. Nel Regno Unito all'annuncio di una manovra fiscale fortemente espansiva hanno fatto seguito in ottobre un eccezionale rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici e un deprezzamento della sterlina, rientrati solo dopo l'attivazione di un

programma temporaneo di acquisti della Bank of England e il ritiro della manovra da parte del governo, poi dimessosi.

Lo scorso marzo il dissesto di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera ha provocato un aumento dell'avversione al rischio e della volatilità sui mercati finanziari, determinando una revisione al ribasso delle attese dei mercati sui tassi di riferimento della Federal Reserve. Le tensioni si sono attenuate in seguito agli interventi del governo svizzero e delle autorità monetarie e di supervisione dei due paesi, sebbene permangano timori da parte degli investitori sulla solidità di alcune banche regionali statunitensi. Da aprile alcuni segmenti del mercato finanziario statunitense, in particolare quello dei titoli di Stato a breve termine e quello dei relativi credit default swap (CDS), hanno risentito delle difficoltà nel trovare un accordo politico sull'innalzamento del tetto al debito federale.

### *Il commercio internazionale e le materie prime*

*L'andamento del commercio.* – Nel 2022 è proseguita la ripresa del commercio internazionale, sostenuta nella prima parte dell'anno dall'allentamento delle strozzature dell'offerta. La crescita degli scambi mondiali è stata pari al 5,4 per cento, un tasso molto superiore a quello medio del decennio 2009-2018 (3,3 per cento), seppure inferiore al tasso del 2021, caratterizzato dalla ripresa delle attività economiche dopo la pandemia. Sulla dinamica del commercio hanno tuttavia pesato il rallentamento dell'attività in Cina e la contrazione degli scambi con la Russia seguita all'introduzione delle sanzioni (cfr. il paragrafo: *La cooperazione internazionale*). Sul finire del 2022 e nei primi mesi di quest'anno gli scambi sono nettamente scesi, per effetto del deterioramento della domanda globale e del rialzo dei tassi di interesse; l'FMI ne prevede una consistente decelerazione nel 2023, quando crescerebbero del 2,4 per cento.

Il conflitto in Ucraina e le crescenti tensioni tra Stati Uniti e Cina hanno portato anche a una marcata ricomposizione del commercio mondiale. Le esportazioni verso la Russia dei paesi che hanno imposto sanzioni nei suoi confronti si sono quasi dimezzate in valore rispetto al 2021, a fronte di un incremento dell'11 per cento di quelle provenienti dagli altri paesi. Le esportazioni russe di prodotti energetici, in passato prevalentemente destinate all'Unione europea, sono state in larga parte reindirizzate verso Stati che non hanno imposto sanzioni, principalmente Cina, India e Turchia (cfr. il riquadro: *La ricomposizione geografica dei flussi di petrolio e gas naturale sui mercati mondiali dell'energia*). Le relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno continuato a deteriorarsi: la quota cinese delle importazioni statunitensi di beni si è ridotta di oltre un punto percentuale (al 16 per cento, dal 21 del 2018, anno di entrata in vigore delle tariffe imposte dall'amministrazione statunitense su molti prodotti cinesi).

#### **LA RICOMPOSIZIONE GEOGRAFICA DEI FLUSSI DI PETROLIO E GAS NATURALE SUI MERCATI MONDIALI DELL'ENERGIA**

Il conflitto in Ucraina e il conseguente forte rialzo dei prezzi dell'energia hanno portato a una ricomposizione geografica dei flussi commerciali di petrolio e di gas, particolarmente intensa per il mercato europeo dove è stato perseguito l'obiettivo di ridurre i rischi per la sicurezza energetica.

I paesi dell'Unione europea nel loro complesso soddisfano la propria domanda di energia utilizzando soprattutto petrolio e gas naturale: rispettivamente 33,5 e 25,0 per cento del consumo di energia primaria<sup>1</sup>. Nel 2021 la Russia era il maggiore fornitore per entrambe le fonti (23,0 e 45,0 per cento delle rispettive importazioni totali). La dipendenza dalle importazioni russe differisce tra paesi<sup>2</sup> (a causa di mix energetici e risorse naturali fortemente eterogenei) e tra settori economici (in funzione del diverso grado di utilizzo di gas nella produzione)<sup>3</sup>.

Dalla fine del 2021 la Russia ha diminuito progressivamente le forniture di gas naturale alla UE attraverso gasdotti (figura, pannello a); questa tendenza è culminata nel settembre 2022 con la chiusura del gasdotto Nord Stream 1, che ha comportato un dimezzamento della quota di forniture russe. La flessione delle esportazioni di gas nei confronti della UE, non compensata dalle vendite verso altri paesi, si è tradotta in una riduzione dell'offerta mondiale di gas naturale. Ne è conseguito un eccezionale rialzo delle quotazioni europee, giunte al massimo storico di 300 euro per megawattora lo scorso agosto, cui ha contribuito anche la domanda per la ricostituzione degli stoccaggi per l'inverno. L'incremento dei prezzi ha comportato una forte contrazione dei consumi europei di gas, scesi nel 2022 del 13 per cento rispetto all'anno precedente; la riduzione è stata pari a 28 miliardi di metri cubi di gas per i consumi delle famiglie e a 25 per quelli del settore industriale.

Si è registrata inoltre una ricomposizione dei flussi globali di gas naturale liquefatto (GNL) dalla tradizionale destinazione asiatica all'Europa. Questo reindirizzamento è stato favorito sia dagli elevati prezzi raggiunti sul mercato europeo, sia dalla contestuale diminuzione della domanda in Asia e in particolare in Cina, dove i consumi sono stati frenati dalle misure di contenimento della pandemia in vigore fino all'inizio di dicembre scorso (figura, pannello b)<sup>4</sup>. Nel 2022 la UE ha importato circa 50 miliardi di metri cubi di GNL in più rispetto al 2021, soprattutto dagli Stati Uniti e dal Qatar (22 e 9 miliardi di metri cubi, rispettivamente); l'Asia ne ha assorbiti 27 miliardi in meno.

Sostituendo parzialmente i flussi via gasdotto dalla Russia, il GNL ha assunto un ruolo centrale nell'approvvigionamento e nella formazione dei prezzi in Europa. Nel mercato globale del GNL, divenuto maggiormente integrato, è cresciuto il ricorso a contratti di fornitura in cui i prezzi sono aggiudicati a pronti, specie per i carichi di provenienza statunitense venduti in Europa, a discapito dei contratti di lungo periodo, storicamente sottoscritti dagli acquirenti asiatici.

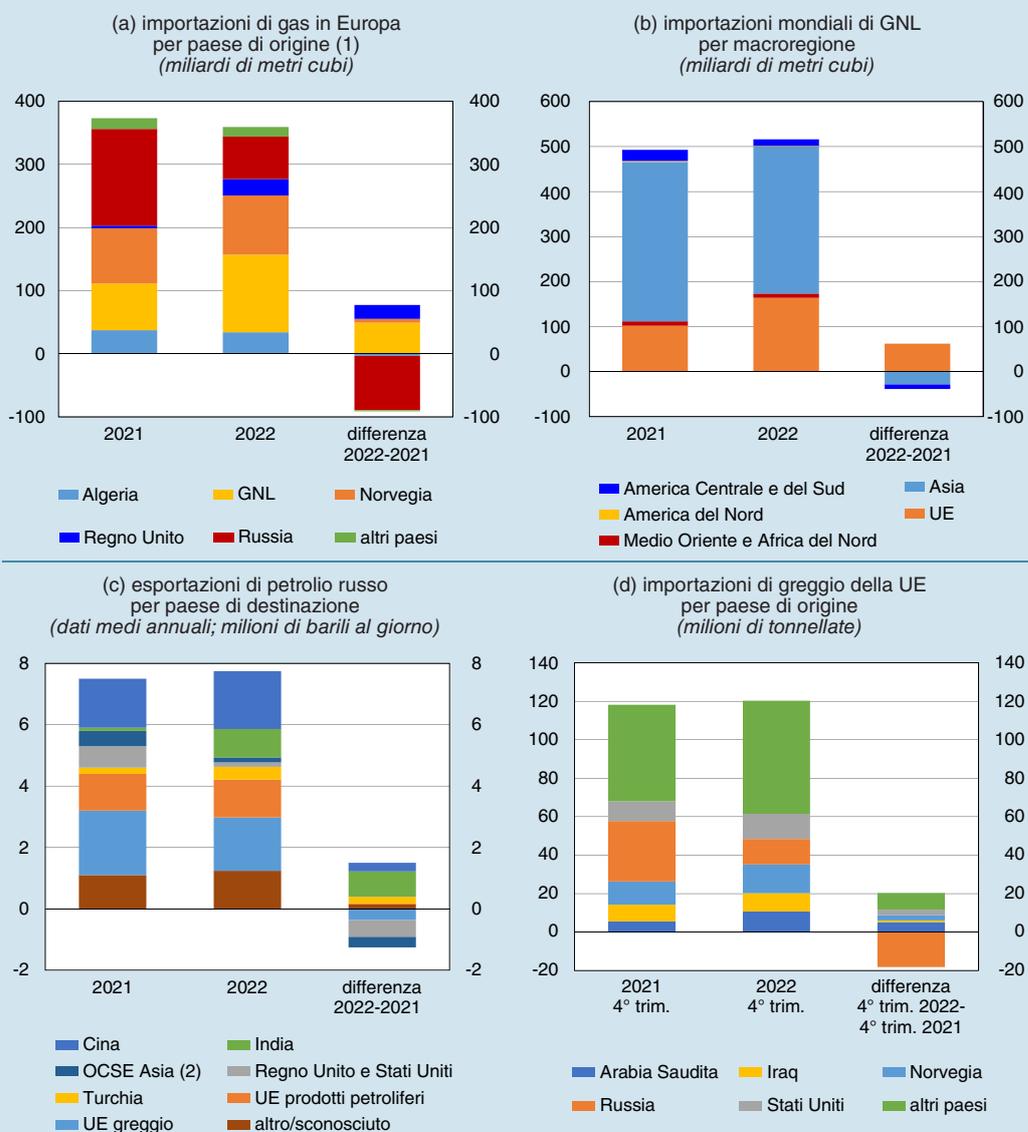
<sup>1</sup> Dati riferiti al 2021. Il consumo di energia primaria misura la domanda totale di energia di un'economia; comprende il consumo da parte degli utenti finali e del settore energetico stesso, nonché la distribuzione dell'energia. Oltre al petrolio e al gas naturale le altre fonti utilizzate per soddisfare la domanda di energia della UE sono le fonti rinnovabili (12,3 per cento), il carbone (12,2), il nucleare (9,7) e l'idroelettrico (7,4).

<sup>2</sup> A. Borin, F.P. Conteduca, E. Di Stefano, V. Gunnella, M. Mancini e L. Panon, *Quantitative assessment of the economic impact of the trade disruptions following the Russian invasion of Ukraine*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 700, 2022.

<sup>3</sup> A. Gazzani e F. Ferriani, *The impact of the war in Ukraine on energy prices: consequences for firms' financial performance*, "International Economics", 174, 2023, pp. 221-230, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 729, 2022.

<sup>4</sup> S. Emiliozzi, A. Gazzani e F. Ferriani, *The natural gas market: flows and market integration*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

### Ricomposizione dei flussi di gas naturale, gas naturale liquefatto e petrolio (livelli e differenze)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Bruegel, European Network of Transmission System Operators for Gas (ENTSOG), Eurostat e IEA. (1) Include le importazioni di gas naturale mediante gasdotto e di GNL.

La guerra in Ucraina ha determinato anche una ricomposizione geografica dei flussi di greggio e dei derivati petroliferi. Ancora prima dell'entrata in vigore, lo scorso dicembre, dell'embargo dell'Unione europea e del tetto al prezzo fissato dal G7, il greggio russo è stato reindirizzato verso altre destinazioni, in particolare India, Cina e Turchia (figura, pannello c; cfr. il riquadro: *Le sanzioni nei confronti del settore petrolifero russo*, in *Bollettino economico*, 2, 2023).

La quota di greggio russo importato dalla UE è scesa da circa il 27 per cento nell'ultimo trimestre del 2021 all'11 nello stesso periodo del 2022 (figura,

pannello d). Il calo delle forniture russe è stato compensato principalmente da un aumento delle importazioni da Norvegia, Stati Uniti e Arabia Saudita, le cui quote sono passate rispettivamente da 10, 9 e 5 per cento a 12, 11 e 9 per cento. Seppure più lentamente, è scesa anche la quota dei prodotti raffinati russi importati dalla UE (all'11 per cento nel 2022, dal 16 nel 2021).

L'Unione europea ha reagito alla crisi energetica in primo luogo diversificando con rapidità le fonti di approvvigionamento, poi con il piano *REPowerEU*, che ha definito una strategia di medio termine finalizzata ad azzerare la dipendenza dalle importazioni di combustibili fossili dalla Russia, progettando una piattaforma comune per l'acquisto di gas e innalzando gli obiettivi di produzione da energie rinnovabili entro il 2030 (cfr. il paragrafo: *La risposta europea all'aumento dei prezzi energetici e alla crisi in Ucraina* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2021). Lo scorso dicembre il Consiglio della UE ha inoltre siglato un accordo per limitare le oscillazioni dei corsi del gas attraverso un tetto al suo prezzo (*market correction mechanism*)<sup>5</sup>.

In prospettiva la globalizzazione del mercato del gas – pur riducendo i rischi derivanti dall'eccessiva dipendenza da un unico fornitore e favorendo la sostituzione delle fonti di approvvigionamento in caso di necessità – potrebbe portare a un incremento della volatilità dei prezzi dei combustibili fossili, soprattutto del gas, qualora shock regionali delle condizioni di mercato si propagassero rapidamente a livello mondiale. Spinte al rialzo sulle quotazioni potrebbero derivare dalla competizione internazionale per assicurarsi forniture di GNL, a compensazione di squilibri di domanda e offerta sui mercati locali generati dalla forte carenza di gas trasportato via gasdotto, dopo il considerevole taglio delle forniture operato dalla Russia. Nel 2023 queste pressioni potrebbero emergere da una ripresa più forte delle attese dei consumi in Cina, stimati dall'International Energy Agency (IEA) in aumento di 8 miliardi di metri cubi, dopo il calo di oltre 22 dello scorso anno.

<sup>5</sup> Approvato il 19 dicembre 2022 dal Consiglio della UE, è entrato in vigore il 15 febbraio del 2023, ma finora non è stato utilizzato. Il meccanismo si attiva al verificarsi congiunto di due condizioni: (a) il prezzo dei futures sul gas a un mese, quotato sul mercato Title Transfer Facility (TTF), supera i 180 euro per megawattora; (b) lo spread tra il prezzo dei futures sul gas a un mese e quello medio dei carichi di GNL consegnati in Europa, calcolato dall'Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia della UE (Agency for the Cooperation of Energy Regulators, ACER), risulta superiore a 35 euro per megawattora.

Il numero di misure protezionistiche relative a scambi commerciali e investimenti diretti esteri è fortemente aumentato nel 2022, in linea con la tendenza dello scorso quinquennio. L'incertezza sulle relazioni commerciali e sulle politiche internazionali incentiva le imprese a rivedere le proprie strategie di localizzazione, già messe in discussione dalle interruzioni nelle catene di fornitura verificatesi durante la pandemia<sup>1</sup>; nelle comunicazioni agli investitori, gli amministratori delle società quotate fanno sempre più spesso riferimento a strategie di rilocalizzazione<sup>2</sup>.

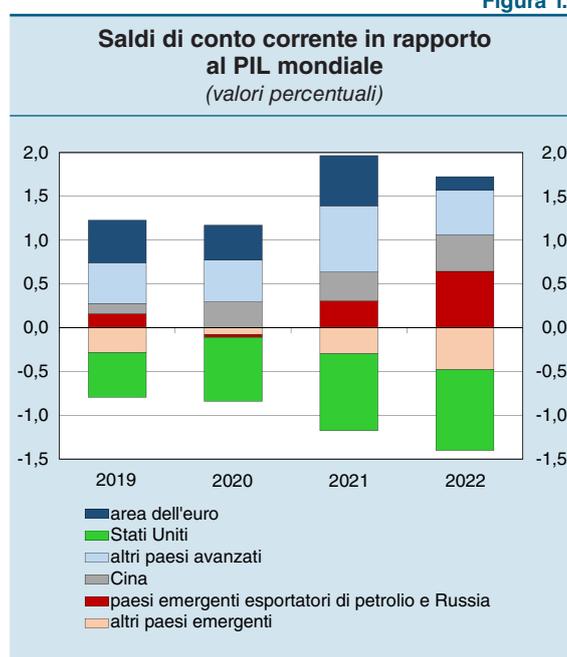
<sup>1</sup> E. Di Stefano, G. Giovannetti, M. Mancini, E. Marvasi e G. Vannelli, *Reshoring and plant closures in Covid-19 times: evidence from Italian MNEs*, "International Economics", 172, 2022, pp. 255-277.

<sup>2</sup> Le strategie consistono nella sostituzione dei fornitori esteri con fornitori domiciliati nel proprio paese (*reshoring*), in paesi limitrofi (*near-shoring*), o in paesi con i quali sussistono relazioni politiche amichevoli (*friend-shoring*).

In un sondaggio condotto dalla Banca d'Italia nei mesi scorsi presso le imprese non finanziarie italiane, il 15 per cento dei partecipanti ha affermato di avere sostituito fornitori esterni con fornitori nazionali o localizzati in paesi vicini all'Italia, o di avere intenzione di farlo nel corso di quest'anno. Le statistiche ufficiali sul commercio internazionale e sugli investimenti non mostrano tuttavia evidenti segnali di frammentazione delle relazioni economiche su scala globale.

I forti rincari dei combustibili fossili hanno provocato un significativo trasferimento di ricchezza dai paesi importatori a quelli esportatori netti di materie prime energetiche (fig. 1.5). Il valore complessivo delle esportazioni di petrolio e gas è salito di oltre 1.000 miliardi di dollari rispetto al 2021 (1 per cento circa del PIL mondiale), essenzialmente per effetto dell'aumento dei prezzi. Ne hanno beneficiato in particolare le economie emergenti esportatrici di idrocarburi, il cui avanzo di conto corrente è quadruplicato rispetto ai valori registrati nel 2019, collocandosi allo 0,6 per cento del PIL mondiale; il surplus di parte corrente della sola Russia è salito di circa 100 miliardi di dollari rispetto al 2021, da un lato per la forte compressione delle importazioni, dall'altro per i maggiori proventi delle esportazioni di idrocarburi. I proventi hanno iniziato a scendere dalla fine dello scorso anno, indeboliti dal calo dei prezzi del gas e dalle sanzioni alla Russia su petrolio e prodotti petroliferi (cfr. il riquadro: *Le sanzioni nei confronti del settore petrolifero russo*, in *Bollettino economico*, 2, 2023). L'avanzo dell'area dell'euro si è fortemente ridotto, dallo 0,5 allo 0,2 per cento del PIL mondiale.

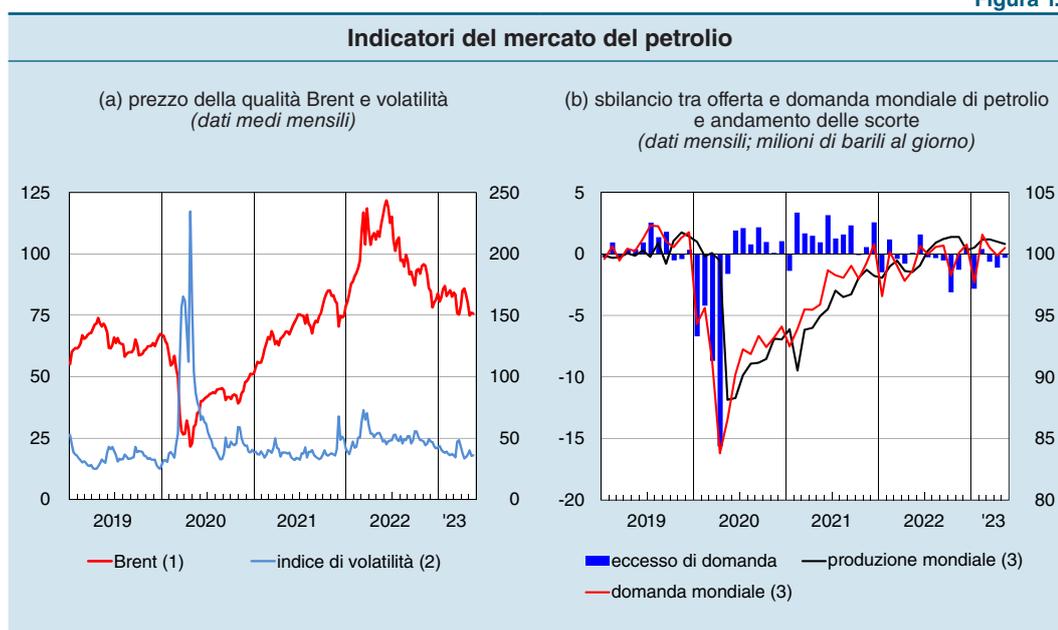
Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

*Le materie prime.* – Il prezzo del petrolio (Brent) è stato di circa 99 dollari al barile nella media del 2022, da 70 nel 2021; dopo avere ripetutamente superato i 120 dollari tra marzo e giugno, è sceso da settembre su valori inferiori ai 90 dollari in seguito al rallentamento dell'attività economica globale (fig. 1.6). La ripresa della domanda cinese e i tagli alla produzione decisi in aprile da alcuni paesi membri dell'OPEC, che si aggiungono alla riduzione annunciata in febbraio dalla Russia pari al 5 per cento della propria produzione petrolifera (circa un decimo dell'offerta mondiale), potrebbero determinare rialzi delle quotazioni nell'anno in corso<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Per un'analisi degli effetti degli andamenti macroeconomici della Cina sui mercati finanziari e sui prezzi delle materie prime, cfr. F. Corneli, F. Ferriani e A. Gazzani, *Macroeconomic news, the financial cycle and the commodity cycle: the Chinese footprint*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.



Fonte: elaborazioni su dati Energy Information Administration (EIA), IEA e Refinitiv.

(1) Dollari al barile. – (2) Volatilità implicita dei contratti futures (CBOEOVX); punti percentuali. Scala di destra. – (3) Scala di destra.

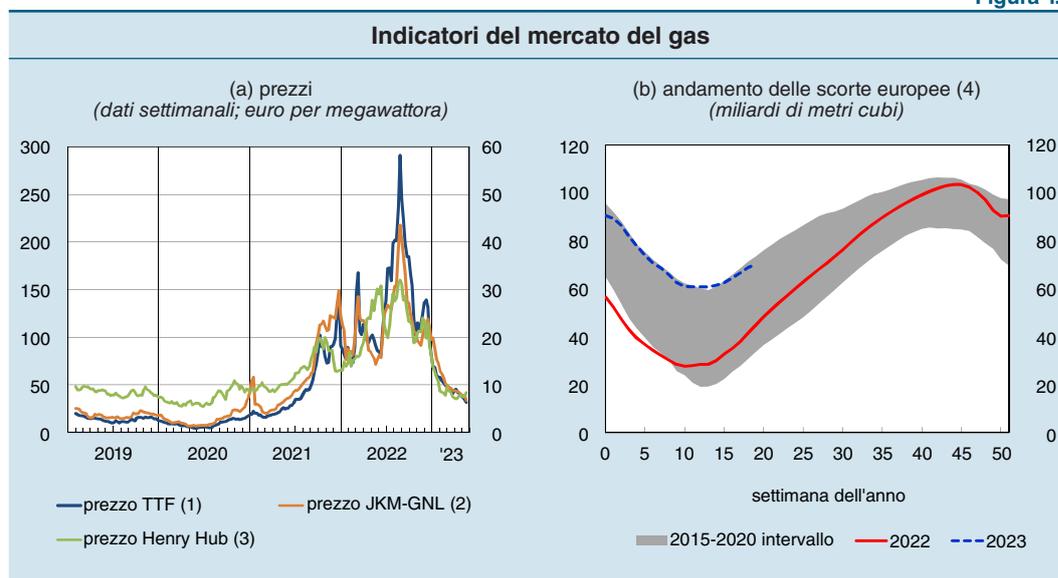
Nel 2022 il prezzo del gas naturale in Europa ha subito rincari senza precedenti: tra febbraio e agosto i corsi sono saliti da 80 a 300 euro per megawattora, a fronte di un aumento da 15 a 30 euro negli Stati Uniti (fig. 1.7.a). La crescita è stata causata principalmente dalla contrazione dell'offerta dalla Russia, culminata in settembre con l'interruzione delle forniture attraverso il gasdotto Nord Stream 1; vi ha contribuito la maggiore domanda di gas legata alla ricostituzione delle scorte per l'inverno e alla generazione di elettricità per gli impianti di raffreddamento, sospinta dalle alte temperature estive registrate in Europa e dalla ridotta disponibilità di energia idroelettrica e nucleare. Le importazioni europee di GNL sono salite marcatamente, soprattutto da Stati Uniti e Qatar, compensando quasi per intero la minore offerta russa. Da settembre i corsi del gas sono scesi gradualmente grazie al raggiungimento di consistenti livelli di stoccaggio (fig. 1.7.b) e a consumi attenuati dalle miti temperature invernali. La riduzione è proseguita nei primi mesi del 2023, fino a raggiungere in maggio circa 35 euro per megawattora; permangono tuttavia incertezze sulle forniture e rischi di rialzo delle quotazioni se la ripresa della Cina dovesse far aumentare la domanda di GNL dell'Asia.

Il conflitto in Ucraina e il blocco dei porti del Mar Nero hanno determinato un rialzo anche nei corsi delle derrate alimentari, che sono cresciuti in media del 20 per cento tra febbraio e maggio del 2022 e sono diminuiti gradualmente dopo la stipula dell'accordo internazionale *Black Sea Grain Agreement* nel luglio 2022. Il rincaro dei beni di prima necessità ha aggravato le difficoltà di approvvigionamento per le economie più povere: secondo stime del *World Food Programme* delle Nazioni Unite, il numero di persone in condizioni di insicurezza alimentare acuta salirà nel 2023 a 345 milioni (il 4,4 per cento della popolazione mondiale), più del doppio rispetto al 2020.

Nei primi tre mesi del 2022 l'indice dei prezzi dei metalli industriali è cresciuto del 33 per cento nel confronto con la media registrata nel 2021, sospinto prevalentemente

dai rialzi di alluminio e zinco. Alla graduale discesa nel resto dell'anno, legata al rallentamento dell'attività economica globale, è seguito un moderato incremento dei prezzi nei primi mesi del 2023, favorito dalla ripresa della domanda in Cina.

Figura 1.7



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

(1) Prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato olandese TTF. – (2) Prezzo globale di riferimento del gas naturale liquefatto (GNL) scambiato su Japan Korea Marker (JKM). – (3) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (Stati Uniti). Scala di destra. – (4) Sulle ascisse sono indicate le settimane dell'anno; l'intervallo mostra, per ciascuna settimana, il minimo e il massimo degli stoccaggi registrati nel periodo 2015-2020

### La cooperazione internazionale

Le tensioni internazionali causate dal conflitto in Ucraina, in uno scenario già caratterizzato da una crescente contrapposizione economica e strategica tra Stati Uniti e Cina, rendono concreto il rischio di un ritorno alla divisione del mondo in sfere di influenza contrapposte e di una perdita dei benefici economici connessi con il prolungato periodo di stabilità e integrazione seguito alla fine della Guerra fredda. Alla ferma condanna dell'invasione dell'Ucraina da parte dei paesi avanzati è corrisposta la reazione più cauta della Cina, dell'India, del Brasile e degli altri paesi emergenti e in via di sviluppo, molti dei quali hanno mantenuto un atteggiamento sostanzialmente neutrale. Nel 2022 è proseguito lo stallo delle negoziazioni nell'ambito dell'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO). Il deteriorarsi delle relazioni internazionali ha fortemente condizionato anche l'attività del G20, il principale forum di cooperazione economica internazionale, nell'ambito del quale è stato difficile, talvolta impossibile, raggiungere il consenso su diversi temi, come la condanna della guerra e le azioni per arginarne le conseguenze sui paesi più vulnerabili, nonché le politiche per il cambiamento climatico.

Il G7 ha invece trovato una più forte coesione, sulla spinta del duplice obiettivo di promuovere la cooperazione internazionale su temi quali il clima e la sicurezza energetica e alimentare e di ridurre la capacità della Russia di proseguire l'offensiva militare, sostenendo allo stesso tempo l'economia ucraina.

Su impulso di questo gruppo, una coalizione di oltre 30 Stati ha adottato una serie di sanzioni, senza precedenti per la loro ampiezza e per la rilevanza del paese colpito, volte a isolare la Russia sul piano economico, finanziario e tecnologico. Una quota consistente delle riserve in valuta estera della Banca centrale russa è stata congelata ed è stato precluso alle principali banche russe, con alcune eccezioni, l'accesso alle maggiori aree valutarie e al sistema di messaggistica bancaria SWIFT. Sul piano commerciale, è stato impedito alla Russia di importare beni di investimento, tecnologie e componenti fondamentali per i processi industriali. Le esportazioni russe di greggio e prodotti petroliferi sono state assoggettate a un embargo quasi totale da parte della UE e dei paesi del G7 (cfr. il riquadro: *Le sanzioni nei confronti del settore petrolifero russo*, in *Bollettino economico*, 2, 2023).

Il dibattito nelle sedi internazionali, oltre che sulla guerra in Ucraina e sulle sue ricadute economiche, è incentrato sulla riforma dei meccanismi di governo, degli strumenti, della capacità di finanziamento e degli obiettivi delle istituzioni di Bretton Woods (FMI e Banca Mondiale) e delle altre banche multilaterali di sviluppo (BMS), alla luce degli shock che hanno colpito l'economia mondiale negli ultimi anni e delle sempre più evidenti conseguenze negative del cambiamento climatico.

In questi ambiti il G20 è riuscito a compiere alcuni significativi progressi nonostante le tensioni internazionali. Anche grazie al suo impulso, dallo scoppio della pandemia è aumentata l'erogazione di prestiti a condizioni di favore e di trasferimenti a fondo perduto da parte dell'FMI e della Banca Mondiale ai paesi a basso reddito e alle economie vulnerabili (tav. 1.2). In particolare, il forte incremento delle risorse messe a disposizione dall'FMI attraverso il *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT) ha reso necessaria un'intensa politica di mobilitazione di fondi, alla quale un ampio numero di paesi, compresa l'Italia, ha risposto fornendo finanziamenti e sussidi; ulteriori sforzi saranno verosimilmente necessari anche nel prossimo futuro.

Tavola 1.2

Impegni a erogare credito concessionale e trasferimenti a fondo perduto (miliardi di dollari)					
VOCI	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Fondo monetario internazionale</b>	<b>0,4</b>	<b>3,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>4,1</b>
credito concessionale (PRGT)	0,4	3,2	8,7	8,4	4,1
trasferimenti a fondo perduto (CCRT) (1)	–	–	0,5	0,5	–
<b>Banca Mondiale (2)</b>					
attraverso IDA (3)	21,0	20,1	25,9	34,3	35,0
di cui: credito concessionale	16,0	12,3	17,9	22,1	21,8
trasferimenti a fondo perduto	5,0	7,8	8,0	12,1	13,2
<b>Impegni totali</b>	<b>21,5</b>	<b>23,4</b>	<b>35,1</b>	<b>43,2</b>	<b>39,1</b>

Fonte: elaborazioni su dati FMI e Banca Mondiale.  
 (1) *Catastrophe Containment and Relief Trust*. Si tratta di contributi a fondo perduto a favore di paesi poveri colpiti dalla pandemia, destinati a finanziare i pagamenti per il servizio del debito nei confronti dell'FMI. – (2) I dati relativi alla Banca Mondiale fanno riferimento ad anni fiscali (ad es. il dato per il 2022 riguarda il periodo tra il 1° luglio 2021 e il 30 giugno 2022). – (3) International Development Association.

Nel 2022 è stato inoltre creato il *Resilience and Sustainability Trust* (RST), un fondo gestito dall'FMI per sostenere con finanziamenti a lungo termine programmi per il contrasto del cambiamento climatico e per il contenimento delle pandemie

nei paesi a basso e medio reddito. Nelle intenzioni dell’FMI, l’RST dovrebbe raccogliere risorse per un ammontare complessivo pari a 33 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), equivalenti a circa 45 miliardi di dollari. Con il sostegno tecnico dell’Organizzazione mondiale della sanità (World Health Organization, WTO), presso la Banca Mondiale è stato anche creato il *Pandemic Fund*, un meccanismo per il finanziamento della prevenzione e della capacità di risposta alle pandemie.

A fronte di questi progressi, la ristrutturazione del debito dei paesi a basso reddito, le cui linee guida erano state approvate nel novembre 2020 (*G20 Common Framework*), ha incontrato un’opposizione assai rilevante da parte della Cina, principale creditore di questi paesi. In particolare, la richiesta cinese di ristrutturare anche i debiti verso le BMS è osteggiata dalla maggioranza degli altri membri del G20 sulla base di due considerazioni: (a) le BMS contribuiscono già a preservare la sostenibilità del debito nei paesi a basso reddito a maggior rischio di insolvenza attraverso finanziamenti a fondo perduto; (b) un’eventuale ristrutturazione ostacolerebbe la capacità delle BMS di finanziarsi sui mercati internazionali a condizioni particolarmente vantaggiose.

Il mutato contesto internazionale influenza negativamente anche il dibattito sul contrasto al cambiamento climatico, già di per sé reso complicato dalla contrapposizione tra interessi nazionali e settoriali divergenti. Sullo sfondo vi è l’aspirazione dei paesi emergenti e in via di sviluppo, sulla scorta del principio delle “responsabilità comuni ma differenziate” sancito dall’Accordo di Parigi, a ottenere un impegno finanziario più incisivo da parte dei paesi sviluppati per sostenere la transizione ecologica e l’adattamento nelle loro economie.

Rimane centrale nell’agenda del G20 il dibattito sul mandato e sulle risorse delle BMS. Per quanto riguarda il mandato, i paesi avanzati chiedono di accrescere l’allocazione di risorse verso progetti volti a promuovere l’offerta di beni pubblici globali, come la mitigazione del cambiamento climatico, mentre gli altri paesi esprimono il timore che ciò riduca le risorse per finanziare i tradizionali obiettivi delle BMS, ossia porre fine alla povertà estrema e promuovere una prosperità condivisa e sostenibile. Per quanto riguarda le risorse, lo scorso novembre il G20 ha formulato raccomandazioni esplicite per il potenziamento della capacità di prestito delle BMS; alcune raccomandazioni hanno cominciato a essere attuate, come quella inerente la richiesta di una moderata maggiore assunzione di rischio da parte di queste banche coerente con il mantenimento del loro merito di credito. I paesi emergenti giudicano tuttavia potenzialmente insufficiente l’ampliamento della capacità di prestito che potrà derivare dall’attuazione delle raccomandazioni e spingono per un aumento del patrimonio delle BMS, che agevolerebbe peraltro un riallineamento del potere di voto a favore delle economie emergenti stesse, soprattutto della Cina.



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



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

Nel 2022 il prodotto interno lordo dell'area dell'euro ha rallentato, risentendo dei rincari dei beni energetici e alimentari, dell'incertezza connessa con il protrarsi del conflitto in Ucraina e dell'inizio di una fase restrittiva della politica monetaria. Dallo scorso autunno, tuttavia, l'attività nel complesso ristagna.

L'inflazione al consumo ha raggiunto i valori più alti dall'avvio dell'Unione monetaria. Le pressioni al rialzo derivanti dalle strozzature dell'offerta e dagli eccezionali aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche e alimentari si sono trasmesse, lungo la catena di formazione dei prezzi, anche alle componenti meno volatili del paniere di consumo. Alla fine del 2022 si è avviata una fase di riduzione dell'inflazione determinata dal calo dei prezzi dell'energia, che dovrebbe proseguire nel corso di quest'anno. La trasmissione al costo del lavoro dell'elevata dinamica dei prezzi rimane fortemente eterogenea tra paesi e settori.

Le tensioni sui mercati energetici e l'orientamento via via più restrittivo della politica monetaria hanno determinato un progressivo peggioramento delle condizioni sui mercati finanziari, inducendo una ricomposizione dei portafogli degli investitori verso le attività ritenute più sicure. Dopo un miglioramento a partire dagli ultimi mesi del 2022, le condizioni finanziarie si sono temporaneamente deteriorate nel marzo di quest'anno a causa dei dissesti di alcune banche negli Stati Uniti e in Svizzera.

In quasi tutti i paesi dell'area dell'euro il disavanzo e il debito delle Amministrazioni pubbliche, in rapporto al prodotto, sono diminuiti rispetto al 2021. Secondo le ultime previsioni della Commissione europea, si ridurrebbero anche quest'anno collocandosi, in media, al 3,2 e al 90,8 per cento del PIL, rispettivamente.

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, il principale strumento del programma *Next Generation EU* (NGEU), sono stati finora erogati ai paesi dell'Unione oltre 150 miliardi sotto forma di sovvenzioni o prestiti. Gli Stati membri possono integrare i propri piani nazionali di ripresa e resilienza per tenere conto del nuovo strumento per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e accelerare la transizione verde (*REPowerEU*).

Alla fine di aprile di quest'anno la Commissione europea ha presentato una proposta legislativa per riformare le regole di bilancio europee. L'obiettivo principale è la definizione di un sistema più semplice, orientato alla sostenibilità dei conti pubblici nel medio periodo e in grado di rafforzare la responsabilità nazionale nel governo delle finanze pubbliche. L'elemento centrale del quadro proposto sono i piani strutturali di bilancio nazionali di medio termine, che integrano gli obiettivi di finanza pubblica con progetti di riforma e di investimento.

Dal 1° gennaio 2023 la Croazia è entrata a far parte dell'area dell'euro, estendendone la composizione a 20 Stati membri.

## La fase ciclica

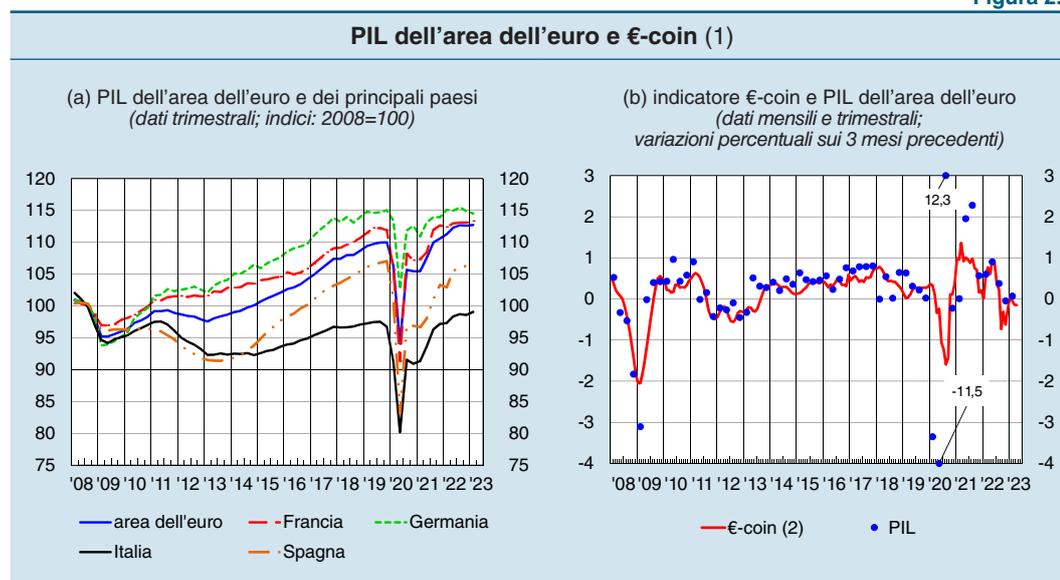
Nel 2022 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto del 3,5 per cento, circa 2 punti in meno rispetto alla marcata ripresa post-pandemica dell'anno precedente (tav. 2.1). Il prodotto ha rallentato, con diversa intensità, in tutte le principali economie tranne in Spagna; nel quarto trimestre si è ridotto nel confronto con il periodo precedente in Germania e, in misura più lieve, in Italia (fig. 2.1.a).

Tavola 2.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2020	2021	2022	2022				2023
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Area dell'euro	-6,1	5,3	3,5	0,6	0,9	0,4	-0,1	0,1
Francia	-7,8	6,8	2,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,2
Germania	-3,7	2,6	1,8	1,0	-0,1	0,5	-0,5	-0,3
Italia	-9,0	7,0	3,7	0,1	1,1	0,4	-0,1	0,5
Spagna	-11,3	5,5	5,5	-0,4	2,5	0,4	0,4	0,5

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.

Figura 2.1



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.  
(1) I dati per l'area dell'euro includono la Croazia. – (2) 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 2023*.

Il valore aggiunto è salito rispettivamente del 2,9, dell'1,6 e del 4,3 per cento nella manifattura, nelle costruzioni e nei servizi (8,2, 4,9 e 4,8 nel 2021). Alla spinta proveniente dall'ulteriore recupero delle attività turistiche e ricreative, fortemente colpite dalla pandemia, si sono contrapposti diversi fattori di freno alla crescita tra cui: (a) l'incertezza generata dal conflitto in Ucraina; (b) i forti rincari delle materie prime energetiche, in parte mitigati dai provvedimenti fiscali adottati dai governi nazionali per attenuarne gli effetti sulle imprese e sulle famiglie (cfr. il riquadro: *Le misure pubbliche*

*di contrasto ai rincari dell'energia nei paesi avanzati del capitolo 1); (c) gli interventi di politica monetaria volti a contenere l'aumento dell'inflazione al consumo, che ha raggiunto rapidamente valori elevati (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).*

Alla dinamica del PIL ha contribuito soprattutto la spesa delle famiglie, cresciuta del 4,3 per cento (3,7 nel 2021). L'espansione dei consumi è stata sostenuta, oltre che dagli interventi fiscali, dall'incremento dei livelli di occupazione. A fronte della sostanziale stagnazione del reddito disponibile in termini reali, la propensione al risparmio – salita su valori eccezionalmente alti nel 2020 e nel 2021 – si è ridotta nel 2022 al 13,9 per cento, in linea con il livello osservato nel 2019.

Gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 3,7 per cento, un valore analogo a quello del periodo precedente; hanno tuttavia fortemente rallentato (dal 6,8 al 3,1 per cento), se valutati al netto degli investimenti in proprietà intellettuale effettuati da un numero limitato di imprese multinazionali residenti in Irlanda e caratterizzati da notevole volatilità. La spesa per investimenti in costruzioni è salita nell'intero anno del 2,1 per cento, ma dal secondo trimestre la dinamica congiunturale è risultata negativa, riflettendo il progressivo inasprimento delle condizioni di finanziamento e le difficoltà di approvvigionamento di materie prime e input intermedi. L'accumulazione di capitale in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto è cresciuta del 4,0 per cento, indebolendosi solo nello scorcio dell'anno.

L'interscambio commerciale ha fornito un apporto quasi nullo alla dinamica del prodotto: le esportazioni sono aumentate del 6,9 per cento e le importazioni del 7,9, entrambe sospinte da una decisa espansione della componente relativa ai servizi.

Sia il numero di occupati sia quello delle ore lavorate hanno continuato ad ampliarsi (del 2,2 e del 3,4 per cento, rispettivamente), superando i valori del 2019. Il tasso di occupazione ha raggiunto un livello molto elevato (69,5 per cento), con incrementi fra tutte le classi di età. L'incidenza dei contratti a tempo determinato è rimasta pressoché invariata (13,2 per cento), mentre la quota di lavoratori a tempo parziale si è ridotta per il terzo anno consecutivo, al 20,7 per cento, oltre 2 punti percentuali in meno nel confronto con il 2019. Il tasso di disoccupazione è sceso sia nella popolazione in età da lavoro (al 6,8 per cento dal 7,7) sia tra i giovani tra 15 e 24 anni (al 14,6 per cento dal 16,9).

Anche grazie a una marcata ripresa del tasso di partecipazione (74,5 per cento, il valore massimo dall'inizio delle rilevazioni), non si sono manifestati forti squilibri tra domanda e offerta di lavoro, se non per alcune professioni e settori. Il tasso di posti vacanti, che era cresciuto sensibilmente nel 2021, si è lievemente ridotto nella seconda metà del 2022. Secondo le indagini della Commissione europea, la quota di imprese la cui produzione è limitata dalla carenza di manodopera ha continuato a flettere anche nei primi mesi del 2023. Questi fattori hanno verosimilmente contribuito a mantenere la dinamica salariale al di sotto dell'inflazione (cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro*).

Nel primo trimestre del 2023 il PIL è salito appena (0,1 per cento in termini congiunturali). La sostanziale tenuta del prodotto ha beneficiato del calo dei prezzi delle materie prime energetiche e delle minori difficoltà di approvvigionamento di

beni intermedi (cfr. il capitolo 1: *L'economia mondiale e le relazioni internazionali*). 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, in aprile era su un livello leggermente negativo (fig. 2.1.b).

### *I prezzi e i costi*

Nel 2022 l'inflazione al consumo è aumentata, toccando in ottobre il massimo storico dall'avvio della UEM (10,6 per cento). Nella media dell'anno ha raggiunto l'8,4 per cento, dal 2,6 nel 2021; fra le maggiori economie, l'incremento dei prezzi è stato più moderato in Francia (5,7 per cento), come riflesso della minore inflazione energetica e alimentare, rispetto a Italia (8,7 per cento), Germania (8,7) e Spagna (8,3). Nell'area dell'euro l'inflazione di fondo (al netto delle componenti energetiche e alimentari) è salita al 3,9 per cento in media d'anno (1,5 nel 2021), superando il 5 per cento nel quarto trimestre.

Le componenti energetiche hanno fornito il principale contributo all'aumento dell'inflazione complessiva, per effetto degli eccezionali rincari dei carburanti e delle bollette per consumi di gas ed elettricità. La crescita dei prezzi dell'energia per le abitazioni è stata molto eterogenea tra i principali paesi dell'area, a causa delle notevoli differenze nella struttura dei mercati energetici, nella definizione delle tariffe e negli interventi fiscali messi in atto per mitigare i rialzi (cfr. il riquadro: *Le misure pubbliche di contrasto ai rincari dell'energia nei paesi avanzati* del capitolo 1). Oltre a fornire un contributo diretto all'inflazione al consumo, questi rincari hanno inciso sui costi di produzione delle imprese, esercitando pressioni al rialzo nelle catene di formazione dei prezzi dei beni non energetici e dei servizi (cfr. il riquadro: *L'impatto del recente shock energetico sull'inflazione nell'area dell'euro*).

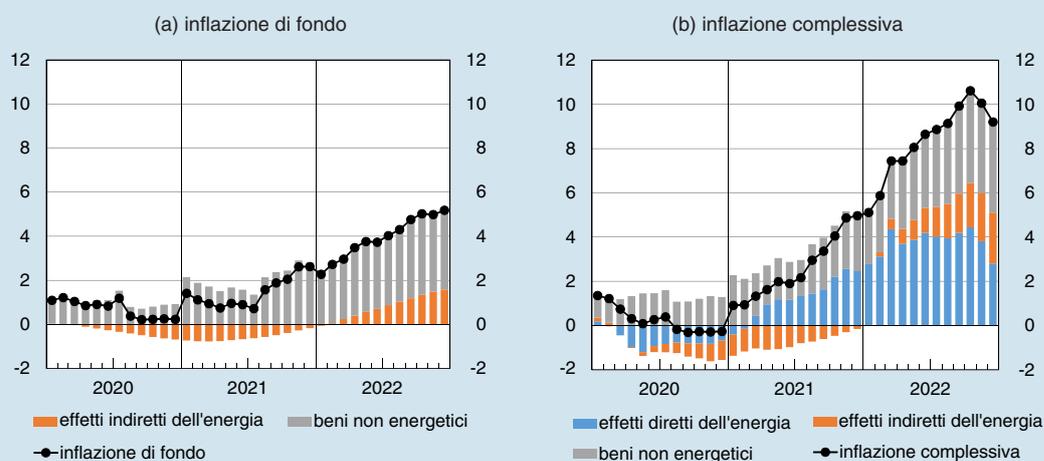
#### **L'IMPATTO DEL RECENTE SHOCK ENERGETICO SULL'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO**

Dalla metà del 2021 i prezzi dell'energia sono fortemente saliti, riflettendo dapprima la ripresa dell'attività economica globale dopo la pandemia e successivamente i rincari, soprattutto del gas naturale, conseguenti all'intensificarsi delle tensioni geopolitiche e al conflitto in Ucraina. Le pressioni originate nei mercati all'ingrosso dell'energia nell'area dell'euro si sono gradualmente trasmesse lungo la catena di formazione dei prezzi, influenzando i listini di altri beni (come i prodotti alimentari e quelli non alimentari derivati dalla trasformazione industriale) e di molti servizi, in particolare quelli relativi al trasporto, al turismo e alla ristorazione.

Un'analisi econometrica dell'impatto del rialzo dei prezzi energetici sull'inflazione nell'area dell'euro<sup>1</sup> indica che: (a) lo shock energetico avrebbe contribuito per circa un punto percentuale all'andamento dell'inflazione di fondo

<sup>1</sup> S. Neri, F. Busetti, C. Conflitti, F. Corsello, D. Delle Monache e A. Tagliabracci, *Energy price shocks and inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

**Effetti delle variazioni dei prezzi dell'energia  
sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro (1)**  
(dati mensili; punti e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) L'inflazione complessiva si riferisce alla variazione tendenziale dell'indice armonizzato dei prezzi del paniere di beni al consumo stabilito dall'Eurostat; la componente di fondo è riferita al paniere al netto dei beni energetici e degli alimentari. La quantificazione degli effetti indiretti dello shock energetico è basata su un modello econometrico che utilizza dati mensili relativi al periodo 2002-2022. Il modello comprende le principali componenti dell'inflazione (energetica, alimentare e di fondo), nonché alcune variabili relative al ciclo economico e al mercato del lavoro.

nella media del 2022 (figura, pannello a)<sup>2</sup>; (b) ai rialzi dei prezzi dell'energia sarebbe invece riconducibile circa il 60 per cento dell'inflazione complessiva (figura, pannello b). Le stime per Germania, Italia e Spagna sono di entità simile a quelle relative all'area dell'euro nel suo complesso<sup>3</sup>; in Francia, dove i rincari energetici sono stati meno pronunciati grazie ad ampie misure fiscali di sterilizzazione degli incrementi di prezzo, gli effetti sono risultati più contenuti.

Queste valutazioni presuppongono che i rialzi dei prezzi energetici si siano trasmessi ai prezzi degli altri beni e servizi con modalità simili alle regolarità empiriche riscontrate in passato. Non si può tuttavia escludere che l'eccezionalità dello shock abbia determinato mutamenti nella sua trasmissione e, in particolare, nella fissazione dei prezzi da parte delle imprese. Ulteriori stime econometriche<sup>4</sup> indicano che nei periodi più recenti la reattività dell'inflazione di fondo ai prezzi dell'energia sarebbe all'incirca raddoppiata rispetto ai valori medi storici. Tenendo conto di queste considerazioni, l'effetto complessivo dei rincari energetici sull'inflazione di fondo nel 2022 potrebbe essere stato superiore alle valutazioni riportate nella figura.

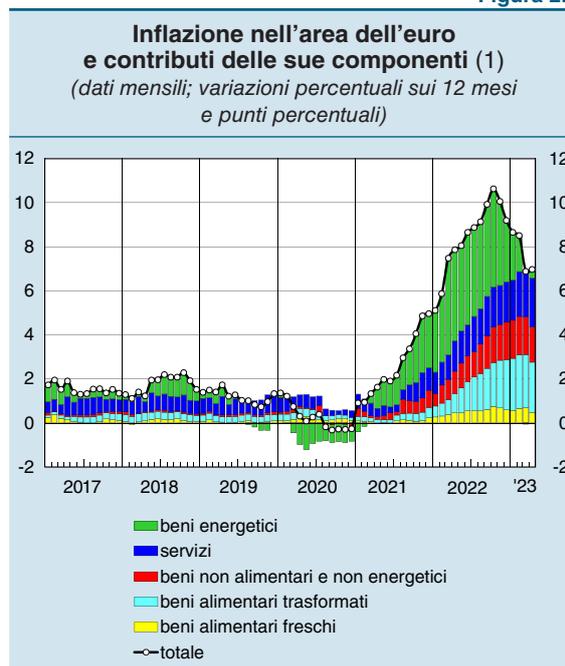
<sup>2</sup> All'accentuata dinamica dell'inflazione di fondo hanno inoltre contribuito l'andamento dei prezzi dei servizi dei comparti turistico e ricettivo a seguito delle riaperture alla fine dell'emergenza pandemica, e di quelli dei beni soggetti a strozzature dell'offerta, quali i mezzi di trasporto e gli articoli per la casa.

<sup>3</sup> F. Corsello e A. Tagliabracchi, *Assessing the pass-through of energy prices to inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 745, 2023.

<sup>4</sup> Anche queste stime sono incluse in S. Neri, F. Busetti, C. Conflitti, F. Corsello, D. Delle Monache e A. Tagliabracchi, di prossima pubblicazione, op. cit.

Nel primo trimestre del 2023 l'inflazione è diminuita, collocandosi in media all'8,0 per cento (10,0 nel trimestre precedente; fig. 2.2). La riduzione è dovuta principalmente ai mercati caldi delle quotazioni del gas e dell'elettricità (cfr. il capitolo 1: *L'economia mondiale e le relazioni internazionali*). Per contro sono ulteriormente aumentati i prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi, in linea con la graduale trasmissione dei rincari degli input osservati nei trimestri precedenti. In aprile l'inflazione era pari al 7,0 per cento; per la prima volta dalla metà del 2021 si registra una decelerazione dei prezzi dei beni alimentari. Dopo avere raggiunto i massimi storici tra il 2021 e la prima metà del 2022, gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) sui costi degli input e sui prezzi di vendita del settore manifatturiero sono fortemente diminuiti.

Figura 2.2



È stata finora contenuta la trasmissione dell'inflazione alle retribuzioni, seppure queste ultime abbiano progressivamente accelerato (cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro*). Il costo del lavoro per unità di prodotto è salito del 3,2 per cento, dallo 0,5 nel 2021; nel quarto trimestre l'incremento è stato del 4,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno prima. Nelle trattative sindacali in corso è emersa, in alcuni specifici settori, una conflittualità maggiore di quella dell'anno passato, e i rinnovi contrattuali siglati più di recente hanno previsto incrementi retributivi più alti nel confronto con gli anni precedenti. Tuttavia gli aumenti sono stati finora ancora inferiori all'inflazione e i rischi di una spirale salari-prezzi appaiono limitati anche nel 2023.

#### LA CONTRATTAZIONE COLLETTIVA NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2022 la dinamica delle retribuzioni contrattuali è stata eterogenea tra i principali paesi dell'area dell'euro per effetto sia delle differenti caratteristiche dei sistemi di contrattazione collettiva, sia di alcune misure adottate dai governi nazionali per attutire l'impatto dell'aumento dei prezzi sui redditi reali dei lavoratori.

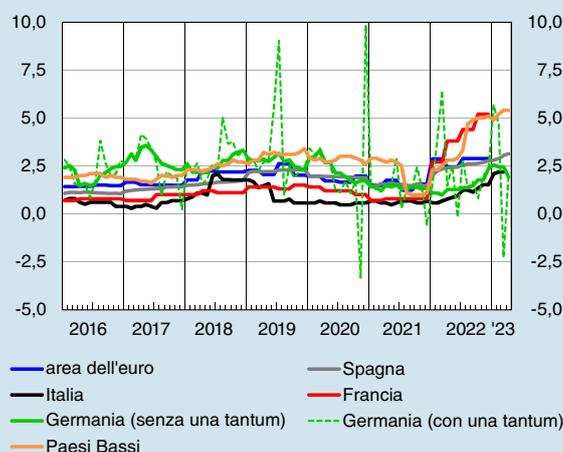
Nella gran parte dei paesi dell'area i contratti collettivi hanno una validità pluriennale; inoltre, soprattutto in Germania, Italia e Spagna, i ritardi nei rinnovi prolungano ulteriormente la durata effettiva degli accordi, ritardando l'adeguamento delle retribuzioni a shock economici inattesi. Benché i contratti siglati nel 2022 abbiano definito incrementi salariali elevati rispetto agli ultimi anni, contribuendo

all'accelerazione del costo del lavoro, in molti settori sono ancora in vigore accordi firmati nel 2021<sup>1</sup>, che prevedono aumenti delle retribuzioni coerenti con le aspettative di inflazione molto moderate prevalenti al momento della loro stipula<sup>2</sup>. Fanno eccezione la Francia e i Paesi Bassi, dove i contratti nazionali vengono siglati con maggiore frequenza<sup>3</sup>: in questi paesi il tasso di crescita delle retribuzioni contrattuali è stato conseguentemente più elevato che altrove (figura).

I rischi di una spirale tra prezzi e salari rimangono contenuti anche per la scarsa diffusione di clausole di indicizzazione che, nel complesso dell'area, riguardano meno di un quinto del monte salari<sup>4</sup>; in Italia e Spagna<sup>5</sup> sono previste esclusivamente in specifici comparti. In Francia solo il salario minimo legale (*salair minimum interprofessionnel de croissance*, SMIC) è indicizzato all'inflazione e negli ultimi dodici mesi è aumentato di oltre il 6,5 per cento, in linea con l'andamento dei prezzi al consumo. Questo rialzo ha spinto le parti sociali alla

Figura

### Tassi di crescita delle retribuzioni contrattuali nei principali paesi dell'area dell'euro (1) (valori percentuali)



Fonte: per l'area dell'euro, BCE; per l'Italia, Istat, indagine sulle retribuzioni contrattuali per tipo di contratto; per la Germania, Destatis, *Index of agreed monthly and hourly earnings*; per la Francia, Banque de France, *Negotiated wage dynamics*; per la Spagna, Ministerio de Trabajo y Economía Social, *Estadística de convenios colectivos de trabajo*; per i Paesi Bassi, CBS-Statistics Netherlands, *Cao wages, contractual wage costs and working hours*.

(1) Variazioni tendenziali. Dati mensili per Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna; dati trimestrali per area dell'euro e Francia.

<sup>1</sup> Nel 2021, dopo l'interruzione causata dalla pandemia, sono stati siglati numerosi contratti. In Italia, ad esempio, i contratti rinnovati in quell'anno hanno interessato quasi il 40 per cento del monte salari.

<sup>2</sup> In Italia, secondo l'accordo interconfederale del 2009, gli incrementi salariali sono negoziati sulla base delle aspettative dell'inflazione al consumo (indice dei prezzi al consumo armonizzato, IPCA), al netto dei beni energetici importati, pubblicate dall'Istat (cfr. il capitolo 8: *I prezzi e i costi*).

<sup>3</sup> Nei Paesi Bassi la durata dei contratti collettivi è scelta dalle parti e nella larga maggioranza dei casi è pari a uno o due anni: si è ridotta significativamente dopo l'accelerazione dei prezzi. In Francia la contrattazione collettiva è regolata in maniera più stringente: l'aspetto retributivo degli accordi deve essere rivisto annualmente.

<sup>4</sup> Solo in Belgio è previsto un adeguamento automatico completo dei salari per tutti i lavoratori dipendenti basato sull'inflazione osservata. Inoltre, a Cipro, Malta e in Lussemburgo la maggior parte dei dipendenti privati è coperta da clausole automatiche di indicizzazione.

<sup>5</sup> In Italia il contratto dei metalmeccanici prevede il recupero annuale automatico degli scostamenti tra la dinamica retributiva e l'andamento realizzato dell'IPCA al netto dei beni energetici importati; un impianto analogo era in vigore nel contratto dell'industria del legno, ormai scaduto. Altri accordi includono meccanismi meno stringenti di verifica ex post solo al momento del rinnovo. In Spagna la quota di contratti che includono clausole di indicizzazione è aumentata da circa il 20 per cento nel 2020 a quasi il 30 all'inizio del 2023; rimane comunque nettamente inferiore rispetto agli anni precedenti la recessione del 2008, quando raggiungeva quasi il 70 per cento. Questi meccanismi prevedono un'indicizzazione solo parziale, contribuendo, secondo le stime dei ricercatori del Banco de España, per meno di 0,2 punti percentuali alla dinamica retributiva (cfr. Banco de España, *Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española*, marzo 2023).

rinegoziazione di numerosi contratti collettivi, per adeguare i minimi salariali delle professioni meno qualificate ai più elevati livelli raggiunti dallo SMIC; l'incremento delle retribuzioni per le occupazioni più specializzate è stato invece limitato, attenuando i rischi di una rincorsa tra inflazione e crescita del costo del lavoro<sup>6</sup>. Il salario minimo legale è aumentato marcatamente anche in Germania, Paesi Bassi e Spagna, e in molti altri paesi dell'area dell'euro<sup>7</sup>. Analogamente al caso francese, nelle altre economie questi rialzi influenzano solo parzialmente la contrattazione collettiva e incidono soprattutto sulle retribuzioni dei lavoratori a basso reddito<sup>8</sup>.

Al fine di limitare il trasferimento del brusco incremento dell'inflazione sull'evoluzione di lungo periodo del costo del lavoro, in Germania il governo ha previsto la defiscalizzazione dei bonus erogati ai dipendenti, fino a un massimo di 3.000 euro. Le parti sociali hanno usufruito di questa opportunità e molte imprese hanno effettuato i relativi pagamenti una tantum: nel 2022, a fronte di una crescita dei minimi contrattuali dell'1,4 per cento, la dinamica retributiva comprensiva di queste componenti temporanee è stata nettamente superiore, pari al 2,2 per cento<sup>9</sup>. Una misura simile è in vigore anche in Francia (*prime de partage de la valeur*), dove lo scorso anno circa 5 milioni di lavoratori hanno ricevuto, in media, un pagamento addizionale una tantum di quasi 800 euro. In Italia l'Esecutivo ha previsto per il 2022 la detassazione dei benefici accessori aziendali (*fringe benefits*) inferiori a una certa soglia<sup>10</sup>: l'intervento ha avuto un impatto molto contenuto, anche a causa della scarsa diffusione della contrattazione aziendale di secondo livello. Il Governo italiano ha inoltre prorogato gli interventi di decontribuzione già in vigore per ridurre il cuneo fiscale per i lavoratori con redditi medio-bassi (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica*).

<sup>6</sup> Secondo i ricercatori della Banque de France, questo effetto si protrarrebbe anche nel 2023 (cfr. E. Gautier, *Negotiated wage increases: what is the picture for 2022?*, Banque de France, "Eco Notepad", 301, 20 gennaio 2023).

<sup>7</sup> Tra il primo trimestre del 2021 e lo stesso periodo del 2023 il salario minimo legale è aumentato di almeno il 10 per cento nei paesi dell'area in cui è adottato, con l'eccezione di Malta, dove è cresciuto del 6 per cento.

<sup>8</sup> Si stima che l'impatto dell'incremento del salario minimo orario sulle retribuzioni medie, stabilito indipendentemente dall'andamento dell'inflazione, sia di circa un punto percentuale (cfr. Deutsche Bundesbank, *The macroeconomic impact of the planned increase in the general statutory minimum wage to €12 per hour*, in *Monthly Report*, 74, 2, 2022).

<sup>9</sup> L'Istituto nazionale di statistica tedesco e quello dei Paesi Bassi diffondono due diverse serie storiche delle retribuzioni contrattuali, con o senza i pagamenti una tantum. Nella maggior parte degli altri paesi, tra cui l'Italia, sono invece pubblicati solo i dati al netto dei bonus temporanei.

<sup>10</sup> I fringe benefits sono benefici accessori, ossia compensi elargiti dal datore di lavoro al dipendente non in denaro, ma sotto forma di beni e servizi. La soglia di esenzione fiscale era stata elevata da 258 a 3.000 euro per il 2022 e mantenuta sul medesimo valore anche nel 2023, ma solo per i lavoratori con figli a carico; non è prevista alcuna agevolazione per benefici superiori ai 3.000 euro.

I dati disponibili per la Germania e l'Italia mostrano che nel 2022 i ricavi delle imprese sono saliti in linea con i costi, segnalando solo in alcuni settori una crescita dei margini di profitto (*mark up*; cfr. il capitolo 8: *I prezzi e i costi*). A fronte di un incremento moderato dei salari è tuttavia aumentata la quota dei profitti sul valore aggiunto, al 34,9 per cento dal 33,8 dell'anno precedente.

Secondo le aspettative di medio termine degli operatori professionali, censite da Consensus Economics in maggio, l'inflazione dell'area si collocherebbe al 5,5 per

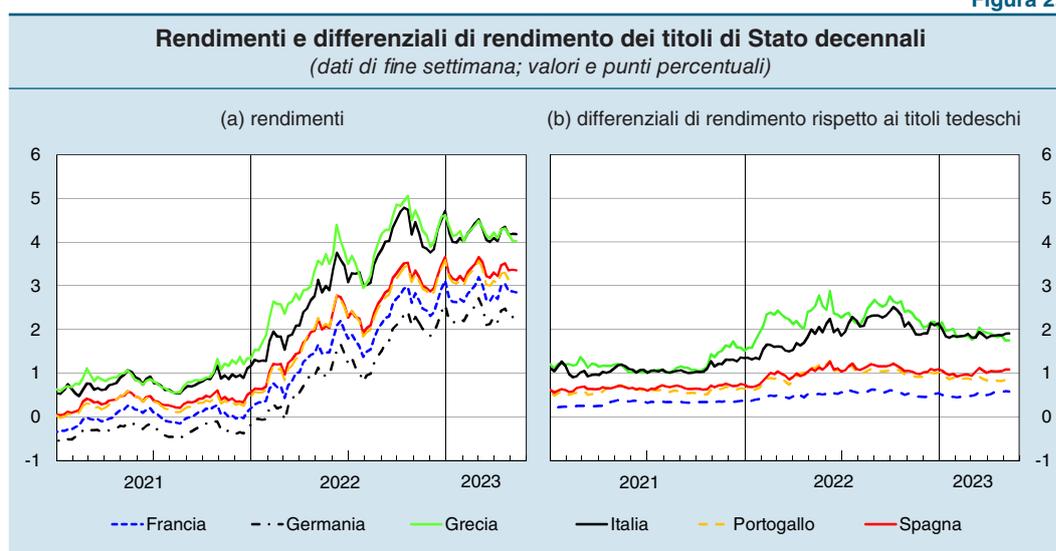
cento nella media del 2023, per poi scendere al 2,4 nel 2024. Dopo il graduale rialzo del 2021 e della prima metà del 2022, le attese di inflazione a più lungo termine si sono stabilizzate attorno al 2 per cento, in linea con l'obiettivo di inflazione della Banca centrale europea (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

### I mercati finanziari

Nei primi tre trimestri del 2022 le condizioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono peggiorate. Vi hanno contribuito la guerra in Ucraina, che ha determinato forti tensioni sui mercati delle materie prime e l'inasprimento delle pressioni inflazionistiche, l'accelerazione del processo di normalizzazione della politica monetaria e i timori di un rallentamento della crescita economica. Dalla metà di ottobre le condizioni sono migliorate in seguito alla pubblicazione di dati sull'inflazione globale inferiori alle aspettative e, di conseguenza, al formarsi di attese su un ritmo più contenuto di rialzo dei tassi di interesse nelle maggiori economie avanzate.

Nel corso del 2022 i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono saliti di circa 270 punti base nella media dei paesi dell'area dell'euro (fig. 2.3.a), meno di quelli a breve e a medio termine. La volatilità realizzata è cresciuta significativamente. I premi per il rischio sovrano sono aumentati in modo disomogeneo tra paesi, con incrementi più sostenuti in quelli considerati maggiormente vulnerabili (fig. 2.3.b); le condizioni di liquidità sono peggiorate. Questi andamenti hanno risentito anche della riduzione degli acquisti netti di titoli di Stato da parte della BCE; l'annuncio del nuovo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria ha tuttavia contribuito a mantenere un ordinato funzionamento dei mercati (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro* e in particolare il riquadro: *Le misure di contrasto ai rischi di frammentazione delle condizioni finanziarie*).

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

L'elevata incertezza sul quadro macroeconomico e l'orientamento restrittivo della politica monetaria hanno portato gli investitori a ridurre la domanda di attività

rischiose. L'indice di borsa dell'area dell'euro è diminuito del 15 per cento, con andamenti eterogenei tra i settori. Le quotazioni delle società nel comparto energetico sono aumentate del 15 per cento, mentre quelle delle società tecnologiche sono scese di circa un quarto. Anche i corsi delle aziende di credito sono diminuiti, seppure in misura minore (5 per cento), a seguito dell'effetto positivo del rialzo dei tassi di interesse sulla loro redditività. La volatilità dell'indice di borsa implicita nelle opzioni, anche se con temporanei rialzi, si è mantenuta su livelli abbastanza moderati. I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono cresciuti sia nel segmento *investment grade* sia in quello *high yield* (di circa 70 e 170 punti base, rispettivamente).

Nei primi mesi di quest'anno le condizioni dei mercati finanziari, dopo un iniziale nuovo miglioramento, sono peggiorate a marzo in connessione con la crisi di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera; ciò ha determinato temporanei, marcati, cali delle quotazioni delle attività finanziarie più rischiose e significativi flussi di risparmio verso quelle ritenute più sicure. Rispetto alla fine del 2022 i corsi azionari dell'area dell'euro sono saliti dell'11 per cento e il rendimento del titolo di Stato decennale tedesco è sceso di circa 25 punti base, al 2,3 per cento.

### ***Le politiche di bilancio***

*I risultati delle politiche di bilancio.* – Nel 2022 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL ha continuato a diminuire, risultando pari al 3,6 per cento (5,3 nel 2021; 7,1 nel 2020). La riduzione riflette nuovamente quella del disavanzo primario, che si è contratto di circa 2 punti percentuali all'1,9 per cento del PIL; la spesa per interessi è invece salita di 0,2 punti, interrompendo un calo iniziato nel 2013. L'incidenza del disavanzo sul PIL è scesa di circa 2 punti in Spagna e Francia e 1 punto in Italia e Germania.

Secondo la Commissione europea il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, un indicatore la cui variazione è utilizzata per valutare l'orientamento della politica di bilancio, è migliorato di quasi 0,8 punti percentuali del prodotto; il livello effettivo del PIL è risultato di 0,3 punti percentuali superiore rispetto a quello potenziale (-1,9 nel 2021).

In seguito al brusco aumento dei prezzi energetici, i governi dei paesi dell'area dell'euro hanno sostenuto il settore privato, introducendo riduzioni delle imposte indirette, trasferimenti alle famiglie e sussidi alle imprese (soprattutto in relazione all'utilizzo di prodotti energetici). Secondo le più recenti stime della Commissione, riferite all'intera Unione europea, nel 2022 il costo netto di queste misure è stato pari all'1,2 per cento del prodotto.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL nell'area dell'euro è diminuito di oltre 4 punti percentuali, al 93,2 per cento<sup>1</sup>, soprattutto per l'effetto favorevole (quasi 6 punti) dell'ampio differenziale tra la crescita del prodotto nominale e l'onere medio del debito,

<sup>1</sup> Questo valore non include le passività emesse dalla Commissione europea per finanziare sovvenzioni ai paesi dell'area nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Per l'insieme degli Stati membri dell'Unione europea, tali trasferimenti ammontavano a meno di un punto di PIL della UE alla fine del 2022.

solo parzialmente compensato dal disavanzo primario. Il peso del debito si è ridotto di 5,5 punti in Italia, di 5 in Spagna, di 3 in Germania e di oltre 1 in Francia.

Nelle più recenti stime della Commissione, quest'anno l'indebitamento netto nell'area dell'euro scenderebbe al 3,2 per cento del PIL. Anche il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto continuerebbe a ridursi, collocandosi al di sotto del 91 per cento, un valore superiore di quasi 5 punti rispetto a quello registrato alla fine del 2019.

Lo scorso marzo la Commissione ha comunicato che la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita verrà disattivata alla fine dell'anno in corso<sup>2</sup>. In attesa del raggiungimento di un accordo sul nuovo quadro per la governance europea, gli Stati membri con modesti problemi di debito pubblico sono invitati a mantenere o a portare nel medio termine il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL; gli altri paesi dovrebbero invece pianificare una riduzione credibile e continua del debito. La Commissione ha inoltre chiarito che, nell'attuale contesto, una politica di bilancio di sostegno generalizzato alla domanda aggregata non è giustificata. Ha infine auspicato l'ulteriore riduzione nel 2024 delle misure per mitigare gli effetti dei rincari energetici; il loro eventuale rinnovo dovrebbe limitarsi alle famiglie e alle imprese più vulnerabili.

*SURE e Next Generation EU.* – Nel 2022 il ricorso allo 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) si è ridotto in misura significativa, anche in seguito al graduale esaurimento della dotazione finanziaria dello strumento (100 miliardi). Dall'inizio del programma la Commissione europea ha infatti concesso prestiti per 98,4 miliardi (di cui meno di 9 nel corso del 2022). La Commissione stima che le misure finanziate da SURE abbiano riguardato lo scorso anno 220.000 persone (erano state 9 milioni nel 2021 e oltre 31 nel 2020) e 10.000 imprese (a fronte di 800.000 nel 2021 e 2,5 milioni nel 2020). Oltre ai benefici per l'occupazione, la Commissione valuta in 8,5 miliardi il risparmio complessivo per gli Stati membri in termini di minore spesa per interessi.

Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, fulcro del programma NGEU, sono stati finora erogati ai paesi della UE oltre 150 miliardi, di cui circa due terzi sotto forma di sovvenzioni (tav. 2.2). L'Italia è stata la principale beneficiaria (quasi 67 miliardi), seguita da Spagna e Francia (37 e 12,5 miliardi, rispettivamente). Le erogazioni sono effettuate a fronte della valutazione positiva da parte della Commissione europea sul raggiungimento di traguardi e obiettivi contenuti nei piani nazionali. La Commissione ha valutato che la Lituania non ha conseguito in maniera adeguata due risultati relativi alla prima richiesta di pagamento; di conseguenza i fondi assegnati sono inferiori a quelli inizialmente richiesti. Per l'Italia è in corso un supplemento di indagine per alcuni progetti relativi alla terza rata (19 miliardi), per la quale lo scorso 30 dicembre il Governo aveva inoltrato richiesta di pagamento alla Commissione europea.

<sup>2</sup> Commissione europea, *Orientamenti di politica di bilancio per il 2024*, COM(2023) 141 final, 2023.

Tavola 2.2

Fondi erogati ai paesi mediante il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (1) (miliardi di euro e valori percentuali)										
	Prefinanziamento		1 <sup>a</sup> rata		2 <sup>a</sup> rata		Totale			% sul totale assegnato
	sovvenzioni	prestiti	sovvenzioni	prestiti	sovvenzioni	prestiti	sovvenzioni	prestiti	comples-sivo	
Austria	0,4	–	0,7	–	–	–	1,1	–	1,1	33
Belgio	0,8	–	–	–	–	–	0,8	–	0,8	13
Bulgaria (2)	–	–	1,4	–	–	–	1,4	–	1,4	22
Cipro	0,1	0,0	0,1	–	–	–	0,2	0,0	0,2	20
Croazia	0,8	–	0,7	–	0,7	–	2,2	–	2,2	35
Danimarca	0,2	–	0,3	–	–	–	0,5	–	0,5	32
Estonia	0,1	–	–	–	–	–	0,1	–	0,1	13
Finlandia	0,3	–	–	–	–	–	0,3	–	0,3	15
Francia	5,1	–	7,4	–	–	–	12,5	–	12,5	32
Germania	2,3	–	–	–	–	–	2,3	–	2,3	9
Grecia	2,3	1,7	1,7	1,8	1,7	1,8	5,7	5,3	11,1	36
Irlanda (3)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Italia	9,0	15,9	10,0	11,0	10,0	11,0	29,0	37,9	66,9	35
Lettonia	0,2	–	0,2	–	–	–	0,4	–	0,4	24
Lituania (4)	0,3	–	0,5	–	–	–	0,8	–	0,8	37
Lussemburgo	0,0	–	–	–	–	–	0,0	–	0,0	15
Malta	0,0	–	0,1	–	–	–	0,1	–	0,1	30
Paesi Bassi (2)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Polonia (2)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Portogallo	1,8	0,4	0,6	0,6	1,7	0,1	4,1	1,1	5,1	31
Repubblica Ceca	0,9	–	0,9	–	–	–	1,8	–	1,8	26
Romania	1,9	1,9	1,8	0,8	–	–	3,6	2,7	6,4	22
Slovacchia	0,8	–	0,4	–	0,7	–	1,9	–	1,9	30
Slovenia	0,2	–	0,0	–	–	–	0,3	–	0,3	11
Spagna (5)	9,0	–	10,0	–	12,0	–	37,0	–	37,0	53
Svezia (2)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Ungheria (2)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
<b>Totale</b>	<b>36,6</b>	<b>19,9</b>	<b>36,8</b>	<b>14,2</b>	<b>26,8</b>	<b>13,0</b>	<b>106,3</b>	<b>47,1</b>	<b>153,4</b>	<b>31</b>

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Il piano è stato approvato successivamente alla scadenza del termine per la richiesta del prefinanziamento dei fondi assegnati. – (3) L'Irlanda non ha richiesto il prefinanziamento. – (4) Il pagamento tiene conto del raggiungimento parziale dei risultati qualitativi relativi alla 1<sup>a</sup> rata (31 risultati su 33 concordati). – (5) Al 18 maggio 2023 l'unico paese ad avere ricevuto la 3<sup>a</sup> rata è stata la Spagna (6 miliardi in sovvenzioni erogate il 31 marzo).

Il regolamento del Dispositivo per la ripresa e la resilienza prevede che ciascuno Stato membro possa presentare una richiesta di modifica del proprio piano, motivata dalla presenza di circostanze oggettive che ne ostacolino l'attuazione. Finlandia, Germania e Lussemburgo hanno già utilizzato questa possibilità e il Consiglio della UE ha approvato le modifiche proposte.

Gli Stati membri dell'Unione potranno aggiornare i propri piani nazionali di ripresa e resilienza anche per accedere ai fondi del programma europeo *REPowerEU*, approvato dal Consiglio della UE lo scorso febbraio. Si tratta di uno strumento volto al risparmio energetico, alla diversificazione delle fonti di approvvigionamento, all'accelerazione e diffusione delle fonti rinnovabili e al contrasto alla povertà energetica. Le risorse finanziarie di *REPowerEU* (fino a quasi 270 miliardi nelle valutazioni della Commissione) sono in larga parte già stanziati nell'ambito del programma NGEU e del quadro finanziario pluriennale dell'Unione; oltre che dai proventi legati al sistema di scambio delle quote di emissioni di gas a effetto serra della UE (20 miliardi), ulteriori fondi derivano dalla quota di prestiti del Dispositivo per la ripresa e la resilienza non richiesti nei piani inizialmente approvati dal Consiglio<sup>3</sup>, dai fondi di coesione europei (fino a quasi 20 miliardi) e dalla riserva di adeguamento alla Brexit (5,4 miliardi), istituita per limitare le conseguenze sugli Stati membri dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

Soprattutto per finanziare i programmi SURE e NGEU, nel 2022 la Commissione ha emesso titoli per circa 170 miliardi (quasi 160 nel 2021); il rendimento medio all'emissione è stato sostanzialmente nullo per i titoli con durata fino a 6 mesi e circa il 2 per cento per quelli con durata tra 3 e 30 anni (1,8 per i titoli decennali). Nei primi 4 mesi del 2023 la Commissione si è indebitata emettendo titoli per circa 66 miliardi.

*La proposta della Commissione sulla riforma della governance europea.* – Lo scorso 26 aprile la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa di modifica del quadro di governance. Nelle intenzioni della Commissione il progetto è volto a migliorare la sostenibilità del debito e a favorire la crescita, consentendo traiettorie di bilancio specifiche per ogni paese. La proposta, i cui principi generali erano stati delineati a novembre dello scorso anno<sup>4</sup>, prevede varie fasi per la predisposizione dei piani di finanza pubblica e per la verifica della loro attuazione.

In una prima fase la Commissione individuerebbe, per ogni Stato membro con un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL (o un disavanzo superiore al 3 per cento), un piano di aggiustamento in termini di spesa primaria netta<sup>5</sup>. Questo percorso dovrebbe garantire che, entro l'orizzonte di almeno quattro anni del piano, il rapporto tra il debito e il prodotto si riduca rispetto al livello iniziale (o si mantenga su livelli prudenti) e che ci sia una probabilità sufficientemente elevata che queste dinamiche persistano anche nel più lungo termine. Il percorso dovrebbe

<sup>3</sup> Lo scorso aprile dieci Stati membri hanno manifestato l'intenzione di chiedere prestiti aggiuntivi rispetto a quelli indicati nei piani inizialmente approvati dal Consiglio, per quasi 150 miliardi; la cifra non include quelli domandati dall'Italia, che non ne ha specificato l'ammontare. Considerando anche queste nuove richieste, il volume di prestiti del Dispositivo ancora disponibili e richiedibili fino al 31 agosto di quest'anno ammonta a circa 80 miliardi.

<sup>4</sup> Commissione europea, *Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE*, COM(2022) 583 final, 2022. Per una valutazione, cfr. *Esame della Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni "Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE"*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altissimi, 5ª Commissione (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei deputati, Roma, 14 febbraio 2023.

<sup>5</sup> Tale spesa si intende al netto degli interessi, della componente ciclica connessa con le spese per la disoccupazione, della spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata da fondi europei e delle misure discrezionali riguardanti le entrate.

infine assicurare che l'indebitamento netto, se necessario, sia portato e mantenuto al di sotto del 3 per cento del PIL<sup>6</sup>. Se il disavanzo in rapporto al prodotto eccede il 3 per cento, gli Stati membri dovrebbero realizzare un aggiustamento annuale dei conti di almeno 0,5 per cento del PIL.

Ogni Stato membro presenterebbe poi alla Commissione e al Consiglio il proprio piano strutturale di bilancio a medio termine. Nell'ambito di un dialogo bilaterale sarebbe possibile ottenere un'estensione del periodo di aggiustamento fino a tre anni, a condizione che lo Stato membro si impegni, fornendo documentazione attendibile e trasparente, a intraprendere riforme e investimenti che favoriscano la crescita e la sostenibilità del debito.

Dopo l'avallo della Commissione e l'approvazione del Consiglio, i piani entrerebbero nella fase esecutiva, durante la quale i paesi membri dovrebbero presentare relazioni annuali sullo stato di attuazione.

La proposta di riforma rafforzerebbe anche la Procedura per i disavanzi eccessivi basata sul debito: in particolare, deviazioni dal percorso concordato di spesa primaria netta porterebbero di regola gli Stati con elevati problemi di debito all'apertura della Procedura stessa.

Sono fini condivisibili della proposta della Commissione la semplificazione del quadro normativo, con l'individuazione di un unico traguardo di medio periodo definito in termini di rapporto tra debito e PIL, la sostituzione di obiettivi stabiliti ex ante e uguali per tutti gli Stati membri con obiettivi che tengano conto delle specificità dei diversi paesi e una maggiore integrazione tra politiche di bilancio e politiche strutturali. Il progetto tuttavia non prevede l'introduzione di una capacità di bilancio comune, in grado di assorbire gli effetti di shock aggregati avversi e di realizzare in modo efficiente e in quantità adeguata progetti di investimento di interesse generale.

---

<sup>6</sup> Per gli Stati membri con un disavanzo inferiore al 3 per cento del PIL e un debito pubblico al di sotto del 60 per cento del prodotto, la Commissione fornirà informazioni tecniche sul saldo primario strutturale necessario a garantire che il disavanzo sia mantenuto al di sotto del 3 per cento del PIL in assenza di ulteriori misure di bilancio anche nel più lungo termine.

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

Nel 2022 l'inflazione nell'area dell'euro ha continuato ad aumentare, raggiungendo i livelli massimi dall'avvio dell'Unione economica e monetaria. Per contrastare i rischi che l'elevata dinamica dei prezzi si trasferisse sulle aspettative a medio e a lungo termine e per assicurare il ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha accelerato il processo di normalizzazione della politica monetaria intrapreso alla fine del 2021. Nella prima metà dell'anno ha deciso di ridurre e poi interrompere gli acquisti netti di attività finanziarie a fini di politica monetaria. A partire dall'estate è stato avviato un rapido rialzo dei tassi ufficiali, che tra luglio e dicembre sono aumentati complessivamente di 2,5 punti percentuali.

L'irrigidimento delle condizioni monetarie è proseguito nei primi mesi del 2023, a fronte del perdurare dell'inflazione su livelli elevati. Sono stati ulteriormente alzati i tassi ufficiali, portando il rendimento dei depositi presso l'Eurosistema al 3,25 per cento; a marzo è iniziata la riduzione delle consistenze di titoli detenuti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP).

A luglio del 2022, contestualmente all'avvio del ciclo di rialzo dei tassi ufficiali, è stato approvato il nuovo strumento per la protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument*, TPI), volto ad assicurare che le modifiche all'orientamento della politica monetaria siano trasmesse in modo ordinato in tutti i paesi dell'area.

La restrizione monetaria si è finora trasmessa sia ai tassi di interesse di mercato sia al costo del credito a famiglie e imprese in modo ordinato e omogeneo fra i paesi dell'area; il credito erogato dalle banche ha fortemente rallentato.

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

L'inizio della guerra in Ucraina alla fine di febbraio del 2022 ha accentuato le pressioni inflazionistiche provenienti dai prezzi delle materie prime e ha accresciuto l'incertezza del quadro macroeconomico. In risposta a questi andamenti il Consiglio direttivo della BCE ha accelerato la normalizzazione della politica monetaria: alla fine di marzo ha interrotto gli acquisti netti di titoli pubblici e privati nell'ambito del programma di acquisti per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP); dal 1° luglio sono terminati quelli dell'APP. Contestualmente ha ribadito l'intenzione di continuare a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo dopo la data del primo rialzo dei tassi ufficiali e, per il PEPP, almeno sino alla fine del 2024.

Nel secondo trimestre del 2022 gli spread di alcuni titoli sovrani dei paesi dell'area dell'euro hanno avuto bruschi aumenti, anche a seguito delle aspettative di un'ulteriore

accelerazione nel processo di normalizzazione della politica monetaria e dei connessi timori riguardo alle ripercussioni sui debiti sovrani (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dello spread sui titoli di Stato decennali italiani*, in *Bollettino economico*, 3, 2022). Per fronteggiare il rischio che i rialzi dei differenziali di rendimento interferissero con la trasmissione omogenea della politica monetaria nei paesi dell'area, il Consiglio ha annunciato a giugno l'attivazione della flessibilità nel reinvestimento dei titoli acquistati nell'ambito del PEPP; a luglio è stato inoltre approvato il TPI (cfr. il riquadro: *Le misure di contrasto ai rischi di frammentazione delle condizioni finanziarie*).

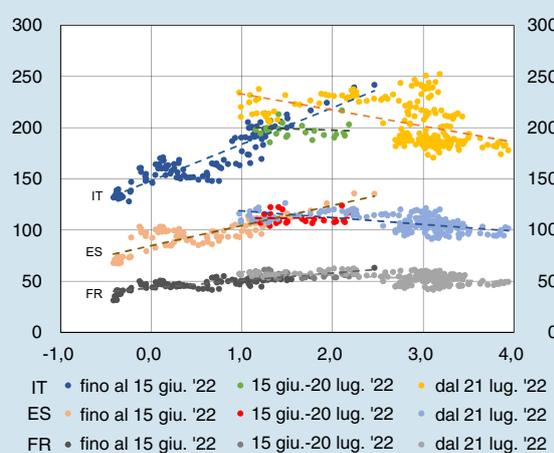
## LE MISURE DI CONTRASTO AI RISCHI DI FRAMMENTAZIONE DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE

In un contesto di alta inflazione e rapido rialzo dei tassi ufficiali, i rischi di tensioni su alcuni segmenti dei mercati del credito e dei capitali possono aumentare improvvisamente<sup>1</sup>, pregiudicando l'efficace trasmissione della politica monetaria e, di conseguenza, il raggiungimento della stabilità dei prezzi. Nell'area dell'euro, in presenza di un quadro istituzionale ancora incompleto dell'Unione economica e monetaria<sup>2</sup>, i rischi di frammentazione delle condizioni finanziarie e di una trasmissione non omogenea della politica monetaria tra i paesi membri risultano particolarmente rilevanti.

Per contrastare questi rischi, nell'estate del 2022 la BCE ha annunciato l'attivazione della flessibilità nel reinvestimento dei titoli nell'ambito del PEPP e l'istituzione di un nuovo strumento, il TPI. Quest'ultimo prevede che l'Eurosistema possa acquistare sul mercato secondario titoli del settore pubblico dei paesi nei quali si dovesse verificare un deterioramento delle condizioni di finanziamento

Figura A

### Reattività degli spread sovrani alle aspettative sui tassi ufficiali (1) (dati giornalieri; punti base e valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Bloomberg e Refinitiv.

(1) Il grafico è la rielaborazione della figura *Sensitivity of sovereign bond spreads to rate expectations*, in I. Schnabel, *Inflation in the euro area: causes and outlook*, intervento al Luxembourg-Frankfurt Financial Professionals Network, Lussemburgo, 22 settembre 2022. Il 15 giugno 2022 è la data di annuncio dell'attivazione della flessibilità nel reinvestimento dei titoli acquistati nell'ambito del PEPP e della decisione di accelerare il completamento della progettazione di una nuova misura contro la frammentazione; il 21 luglio 2022 è la data di approvazione del TPI. L'asse delle ordinate riporta i differenziali di rendimento tra titoli di Stato decennali di Francia, Italia e Spagna e il corrispondente titolo tedesco; l'asse delle ascisse indica il valore atteso del tasso €STR, implicito nel contratto *overnight indexed swap forward (OIS forward)* relativo a 9 periodi di mantenimento in avanti (in valori percentuali). I dati si riferiscono a osservazioni giornaliere tra il 1° gennaio 2022 e il 17 maggio 2023. Le linee di tendenza tratteggiate illustrano l'andamento lineare stimato della relazione tra le due variabili; la loro pendenza misura la reattività degli spread sovrani alle variazioni dei livelli attesi dei tassi di interesse ufficiali. Per le sigle dei paesi, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali dell'Unione europea*.

<sup>1</sup> Episodi di tensione e forte volatilità sui mercati finanziari si sono verificati tra settembre e ottobre del 2022 nel Regno Unito, a seguito dell'annuncio di misure fiscali particolarmente espansive da parte del governo, e più recentemente negli Stati Uniti e in Svizzera, in conseguenza delle crisi che hanno interessato alcune banche regionali statunitensi e Credit Suisse (cfr. il capitolo 1: *L'economia mondiale e le relazioni internazionali*).

<sup>2</sup> *Inflazione e tassi di interesse a lungo termine*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Analysis: Forum Istituzionale, Milano, 16 giugno 2022.

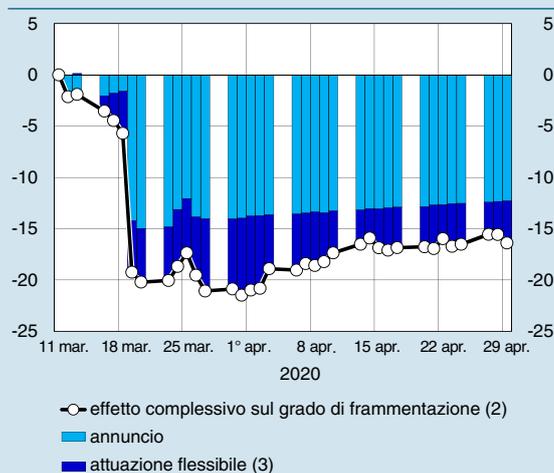
non giustificato dai fondamentali macroeconomici; se necessario, gli acquisti possono essere estesi ai titoli del settore privato. L'attivazione e la modalità di attuazione del TPI dipendono dalla valutazione complessiva, da parte del Consiglio direttivo, dei rischi per la trasmissione della politica monetaria e del rispetto di specifici criteri volti a stabilire che i paesi interessati perseguano politiche fiscali e macroeconomiche solide e sostenibili (per maggiori dettagli, cfr. *Il Transmission Protection Instrument: il nuovo strumento della BCE per proteggere la trasmissione della politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 4, 2022). Non sono definiti ex ante limiti temporali o quantitativi sull'entità degli acquisti, che sarebbero condotti in modo tale da non generare un impatto persistente sul bilancio consolidato dell'Eurosistema e da non interferire, quindi, con l'orientamento della politica monetaria. Dopo l'annuncio dell'istituzione del TPI si è osservata una riduzione nella reattività degli spread sovrani alle variazioni dei livelli attesi dei tassi di interesse ufficiali (desumibile dalla diminuzione della pendenza delle linee tratteggiate nella figura A), un'evidenza coerente con l'ipotesi che l'introduzione del nuovo strumento sia stata efficace.

Una caratteristica rilevante sia del TPI sia delle modalità di reinvestimento attualmente previste per il PEPP è la flessibilità nell'attuazione, ossia la possibilità di concentrare gli acquisti in specifici segmenti di mercato e deviare temporaneamente dalla loro conduzione a ritmo costante, anticipandoli nel tempo. Nostre analisi degli acquisti effettuati nell'ambito dell'APP e del PEPP durante la fase acuta della pandemia confermano che la flessibilità ha avuto un impatto favorevole sull'andamento di alcune delle principali variabili finanziarie, in aggiunta a quello prodotto dagli annunci riguardo alla dimensione complessiva dei programmi<sup>3</sup> (che hanno tuttavia

Figura B

**Effetto dei programmi di acquisto di titoli pubblici sul grado di frammentazione nella fase acuta della crisi pandemica (1)**

(dati giornalieri; punti base; contributi alla variazione dal livello osservato l'11 marzo 2020)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg e Refinitiv.

(1) La scomposizione dell'effetto complessivo dei programmi nei contributi associati rispettivamente all'annuncio e all'attuazione flessibile è ottenuta mediante un modello vettoriale autoregressivo; il modello è identificato attraverso una combinazione di variabili strumentali e di restrizioni basate sia sul segno dei coefficienti sia sull'analisi storica degli eventi. Il grado di frammentazione delle condizioni finanziarie è misurato dal differenziale tra la media (ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2021) dei rendimenti dei titoli benchmark a dieci anni di Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna e il tasso OIS a 10 anni in euro. Valori normalizzati a zero in corrispondenza dell'11 marzo 2020. – (2) Differenza tra l'andamento osservato e quello controfattuale del grado di frammentazione delle condizioni finanziarie, in assenza dei programmi di acquisto varati dalla BCE per contrastare gli effetti della pandemia (PEPP e dotazione temporanea aggiuntiva per l'APP; cfr. sul sito della Banca d'Italia: *I programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*). – (3) Differenza tra l'andamento osservato e quello controfattuale del grado di frammentazione delle condizioni finanziarie, in presenza dei programmi di acquisto varati dalla BCE per contrastare gli effetti della pandemia indicati alla nota 2, ma in assenza di una loro attuazione flessibile.

<sup>3</sup> M. Bernardini e A.M. Conti, *Announcement and implementation effects of central bank asset purchases*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. L'analisi utilizza gli scostamenti dalle attese sui programmi di acquisto (rilevate nelle indagini presso gli analisti di mercato) e i dati giornalieri relativi al valore dei titoli comprati per identificare gli effetti dell'annuncio degli importi da acquistare e quelli degli acquisti effettivi dei titoli.

esercitato effetti più persistenti). Simulazioni controfattuali<sup>4</sup> indicano che, tra l'11 marzo e il 29 aprile del 2020, la flessibilità negli acquisti effettuati nell'ambito dei programmi annunciati nel marzo dello stesso anno ha contribuito a ridurre lo spread tra il rendimento medio decennale dei titoli di Stato dei principali paesi e l'OIS di durata analoga – una misura del grado di frammentazione delle condizioni di finanziamento – per circa 7 punti base, quasi un terzo dell'impatto complessivo (figura B)<sup>5</sup>. Nella fase più acuta della crisi pandemica, la flessibilità ha inoltre prodotto un netto calo del rendimento medio dei titoli di Stato a dieci anni dei maggiori paesi dell'area, ha sostenuto significativamente le quotazioni azionarie delle imprese e contrastato la discesa delle attese di inflazione; per queste tre variabili, l'attuazione flessibile degli acquisti spiega circa la metà dell'impatto totale dei programmi, rivelandosi un fattore cruciale nel ridurre il grado di frammentazione delle condizioni di finanziamento e nel preservare la regolare trasmissione degli impulsi di politica monetaria.

I risultati presentati suggeriscono che la BCE dispone di strumenti in grado di contrastare l'eventuale insorgere di fenomeni di frammentazione delle condizioni finanziarie, associati all'attuale fase di restrizione monetaria e al processo di riduzione del bilancio dell'Eurosistema (*quantitative tightening*).

<sup>4</sup> Si ipotizza un andamento giornaliero costante degli acquisti, in luogo di quello osservato. Per ulteriori dettagli sulla metodologia econometrica adottata, cfr. L. Kilian e H. Lütkepohl, *Structural vector autoregressive analysis*, Cambridge-New York-Melbourne, Cambridge University Press, 2017, e i riferimenti contenuti nel volume.

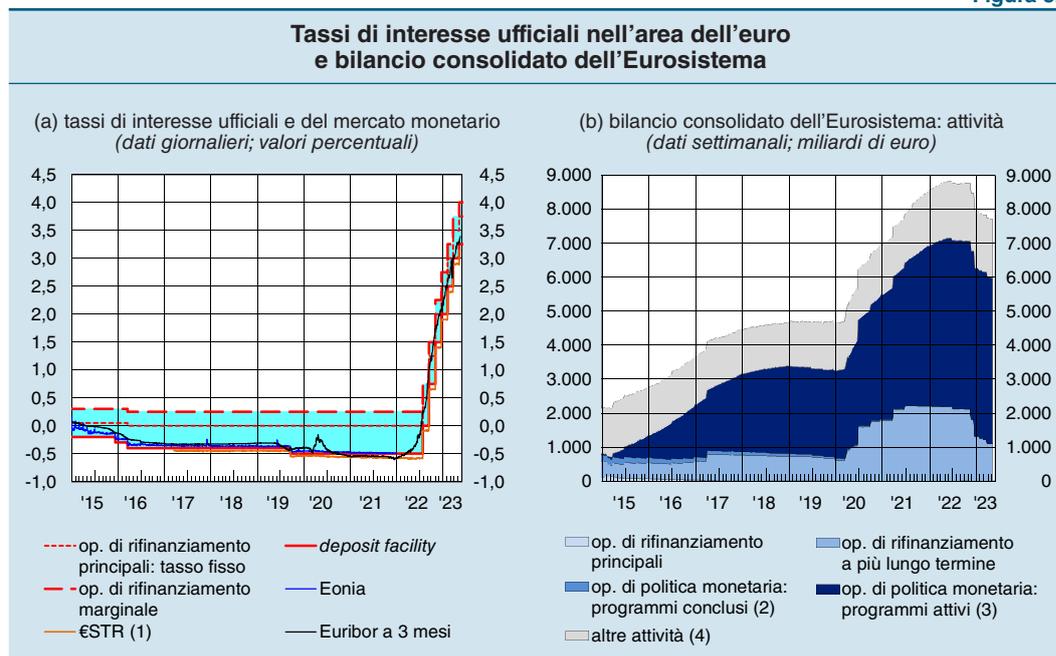
<sup>5</sup> Tra l'11 marzo e il 29 aprile del 2020, in concomitanza con il rapido estendersi della pandemia e con le relative forti tensioni sui mercati finanziari, sono stati effettuati acquisti di titoli per un importo superiore di circa 60 miliardi di euro a quello coerente con un ritmo giornaliero costante. Una volta avviata la progressiva distensione delle condizioni di finanziamento e garantita la stabilizzazione dei mercati, gli acquisti sono stati condotti a ritmi inferiori, così da ritornare complessivamente in linea con l'ammontare originariamente annunciato nell'ambito dell'APP e del PEPP.

In estate l'ulteriore aumento sia dell'inflazione realizzata sia di quella attesa a breve termine hanno indotto il Consiglio direttivo ad avviare un percorso di rapido aumento dei tassi di interesse ufficiali. Tra luglio e dicembre sono stati decisi quattro rialzi, che hanno portato il tasso sui depositi presso la banca centrale (*deposit facility*) al 2,0 per cento (da -0,5 alla fine del 2021; fig. 3.1).

Sono state inoltre adottate misure volte a una graduale riduzione della dimensione del bilancio dell'Eurosistema, al fine di uniformare l'orientamento di tutti gli strumenti di politica monetaria a quello implicito nei tassi ufficiali. Nella riunione di ottobre sono state rese meno favorevoli le condizioni di costo applicate ai finanziamenti ancora in essere della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), con l'obiettivo di rafforzare la trasmissione degli incrementi dei tassi ufficiali alle condizioni di offerta del credito bancario<sup>1</sup>. A seguito di questa misura, diverse controparti hanno rimborsato anticipatamente una quota della liquidità ottenuta (cfr. il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*).

<sup>1</sup> BCE, *ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term*, comunicato stampa del 27 ottobre 2022.

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 a quella data, viene riportato il tasso pre-€STR. Dal 2 ottobre 2019 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 e, dal 26 marzo 2020, il PEPP. L'APP include: (a) il terzo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme, CBPP3*); (b) il programma di acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (*Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP*); (c) il programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*); (d) il programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme, CSPP*). – (4) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera.

In dicembre è stato annunciato l'avvio, da marzo del 2023, del ridimensionamento delle consistenze in titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP, attraverso una riduzione dei reinvestimenti a un ritmo misurato e prevedibile. Sino alla fine del prossimo giugno il calo delle consistenze sarà pari in media a 15 miliardi al mese.

Nella prima parte del 2023 l'inflazione al consumo, sebbene in calo in seguito alla discesa dei prezzi dell'energia, è rimasta elevata anche nella componente di fondo; le proiezioni della BCE di marzo indicavano che si sarebbe mantenuta al di sopra dell'obiettivo di stabilità dei prezzi almeno sino alla fine del 2024. Il Consiglio ha pertanto aumentato di altri 50 punti base i tassi di interesse ufficiali sia nella riunione di febbraio sia in quella di marzo e di 25 in quella di maggio. Considerando anche queste decisioni, l'aumento complessivo dei tassi ufficiali dall'avvio dell'attuale fase di restrizione è stato il più ampio e rapido mai deciso dalla BCE; il rendimento sul mercato monetario a brevissimo termine, che segue da vicino i tassi ufficiali, è salito al 3,2 per cento, un valore in linea con la media del primo decennio dell'Unione economica e monetaria. Il Consiglio si attende di interrompere il reinvestimento dei titoli nell'ambito dell'APP nel prossimo luglio.

Anche per effetto dell'accresciuta incertezza e dell'elevata volatilità dei mercati a seguito degli episodi di dissesto bancario negli Stati Uniti e in Svizzera, il Consiglio adotterà le future decisioni sui tassi ufficiali alla luce dei dati che si renderanno disponibili di volta in volta.

## Le operazioni di politica monetaria

La consistenza dei fondi erogati alle istituzioni creditizie attraverso le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema si è dimezzata rispetto alla fine del 2021: ad aprile del 2023 ammontava a 1.102 miliardi di euro nel complesso dell'area (318 in Italia; tav. 3.1). La riduzione è stata determinata principalmente dai rimborsi volontari delle operazioni TLTRO3, pari a 1.013 miliardi (117 in Italia), in gran parte successivi alla modifica (decisa dal Consiglio direttivo a ottobre del 2022) dei termini e delle condizioni in senso meno favorevole agli intermediari. Sono inoltre venuti a scadenza 3,4 miliardi di fondi erogati tramite le operazioni a più lungo termine connesse con l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO), le cui consistenze si sono azzerate. Il ricorso alle operazioni di rifinanziamento principali e a quelle a più lungo termine con scadenza a tre mesi è aumentato, nell'insieme, di 3 miliardi.

Tavola 3.1

Operazioni di rifinanziamento (1) (miliardi di euro)						
	Area dell'euro			Italia		
	31.12.2021	30.12.2022	30.04.2023	31.12.2021	30.12.2022	30.04.2023
Totale (2)	2.202	1.324	1.102	453	356	318
di cui: TLTRO3	2.198	1.318	1.098	452	354	317
MRO	0,4	2,4	1,9	0,0	0,7	0,5

Fonte: Banca d'Italia e BCE.  
(1) Volumi complessivi erogati alle date indicate nella tavola. – (2) Include il totale delle operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations*, MRO) e quelle a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) a 3 mesi, TLTRO2, TLTRO3 e PELTRO.

L'ammontare dei titoli complessivamente detenuti dall'Eurosistema a fini di politica monetaria è cresciuto nella prima metà del 2022 di circa 250 miliardi, portandosi poco al di sotto dei 5.000 miliardi alla fine dell'anno (tav. 3.2). Da marzo del 2023 il portafoglio del programma APP si è ridotto di 30 miliardi per effetto del reinvestimento solo parziale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Tavola 3.2

Titoli detenuti per fini di politica monetaria (1) (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 2021	3.123	2.487	429	386
Dicembre 2022	3.254	2.585	444	399
Aprile 2023	3.216	2.558	442	397
<b>PEPP (4)</b>				
Novembre 2021	1.536	1.486	251	225
Novembre 2022	1.683	1.631	287	257
Marzo 2023	1.676	1.624	290	260

Fonte: Banca d'Italia e BCE.  
(1) I dati si riferiscono all'ultimo giorno del mese. – (2) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (3) Differenza tra i valori al prezzo di acquisto e gli importi nominali dei titoli giunti a scadenza. – (4) Le voci di dettaglio relative al PEPP sono pubblicate su base bimestrale; l'ultima osservazione disponibile si riferisce a marzo del 2023.

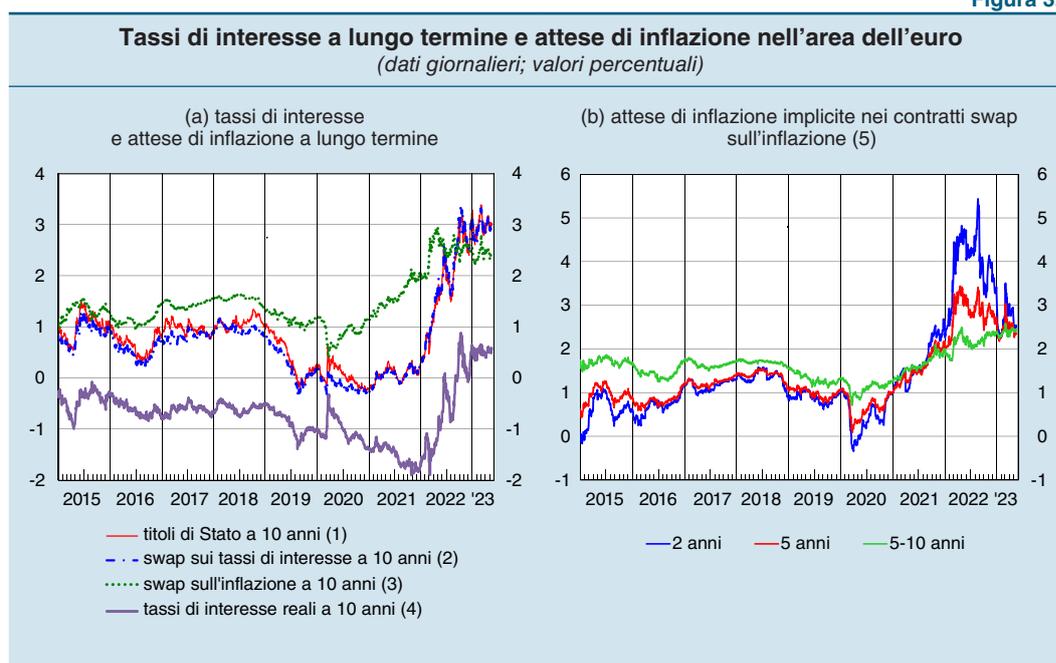
La liquidità in eccesso detenuta dal sistema bancario dell'area è circa 4.100 miliardi, in linea con i valori di fine 2021; in Italia è scesa a 287 miliardi (da 385).

### *I tassi di interesse, le aspettative di inflazione e il cambio dell'euro*

I rialzi dei tassi ufficiali si sono trasmessi in modo ordinato ai rendimenti sul mercato monetario; in particolare, l'aumento di quelli a brevissimo termine è stato analogo alla variazione del tasso sulla *deposit facility*.

I tassi di interesse nominali a dieci anni sono fortemente cresciuti nei primi mesi del 2022, in linea con le attese sui rialzi dei tassi ufficiali. Dopo il calo osservato in estate, in connessione con i crescenti timori di recessione globale, sono ulteriormente aumentati, raggiungendo valori superiori al 3 per cento alla metà di novembre (da 0,3 alla fine del 2021; fig. 3.2.a). Nei mesi successivi hanno avuto forti oscillazioni, riflettendo l'incertezza sulla persistenza dell'elevata inflazione e sulle possibili ripercussioni sull'evoluzione della politica monetaria delle tensioni connesse con gli episodi di dissesto bancario negli Stati Uniti e in Svizzera. I rendimenti reali a lungo termine si sono portati su valori positivi per la prima volta da gennaio del 2014.

**Figura 3.2**

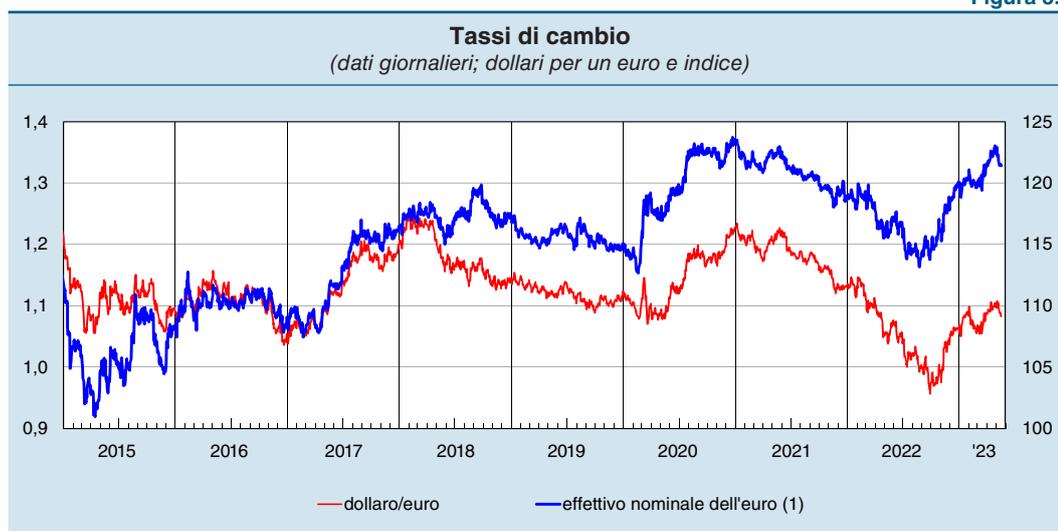


Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni di Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna, ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2022. – (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.

Dai primi mesi del 2022 le aspettative di inflazione a breve termine desunte dai contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi dell'area dell'euro hanno avuto ampie fluttuazioni, dovute principalmente all'andamento dei prezzi dei beni energetici (fig. 3.2.b). Sull'orizzonte tra 5 e 10 anni le aspettative si sono mantenute su valori coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema.

Figura 3.3



Fonte: Refinitiv.

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

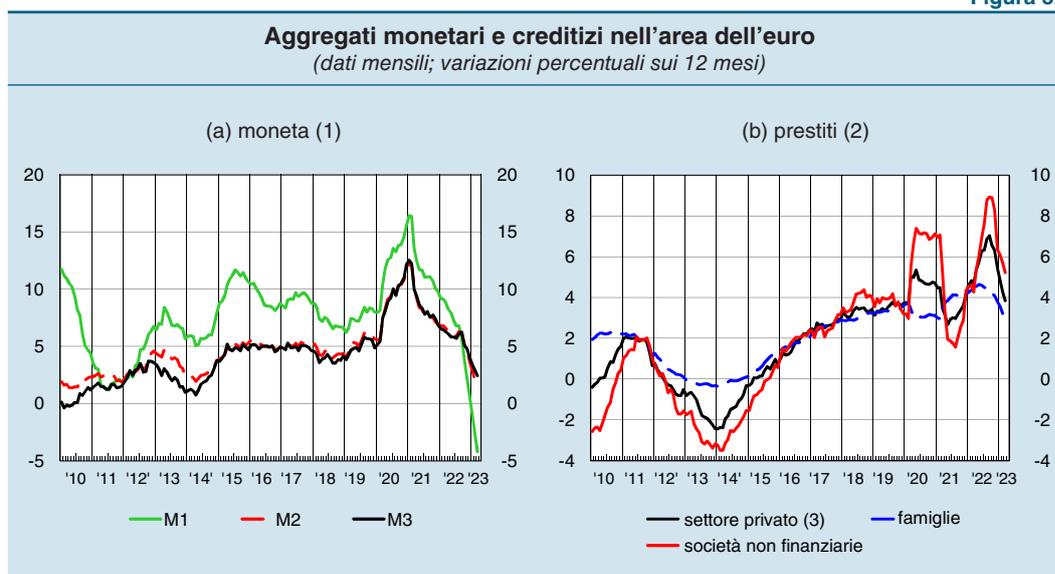
Il cambio dell'euro si è deprezzato nella prima parte del 2022, sia nei confronti del dollaro sia in termini effettivi nominali, rispecchiando soprattutto il più rapido avvio della restrizione monetaria negli Stati Uniti (fig. 3.3). Dopo l'estate il cambio è tornato ad apprezzarsi, riportandosi in maggio, nei confronti del dollaro, su valori di poco inferiori a quelli della fine del 2021.

### *La moneta e il credito*

Nel 2022 la dinamica della moneta M3 si è fortemente indebolita, per effetto del marcato rallentamento dell'aggregato M1, la cui variazione sui dodici mesi è divenuta negativa per la prima volta dall'avvio della UEM (-4,2 per cento in marzo; fig. 3.4.a). La decelerazione degli aggregati monetari ha risentito sia del maggiore costo opportunità di detenere attività liquide nel contesto di tassi crescenti sia del rallentamento del credito bancario.

Nei primi nove mesi dell'anno i prestiti delle banche alle società non finanziarie hanno accelerato, sospinti soprattutto dal maggiore fabbisogno di liquidità indotto dall'aumento del costo degli input produttivi; nei mesi successivi l'espansione si è ridotta (5,2 per cento sui dodici mesi terminanti a marzo del 2023; fig. 3.4.b), riflettendo prevalentemente l'incremento dei tassi di interesse e la più bassa domanda di credito per investimenti fissi. La crescita dei prestiti alle famiglie nell'area dell'euro si è gradualmente indebolita dall'inizio del 2022 (scendendo al 2,9 per cento lo scorso marzo), in connessione con il progressivo aumento dei tassi praticati sui nuovi mutui, con la minore fiducia dei consumatori e con il deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali.

In termini congiunturali, la dinamica del credito nei primi tre mesi del 2023 è stata nulla per le società non finanziarie e pari all'1,3 per cento per le famiglie (da 10,6 e 4,5 per cento a dicembre del 2021, sulla base di dati destagionalizzati e in ragione d'anno).



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.

Il costo del credito alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato considerevolmente nei principali paesi dell'area, in linea con l'inasprimento delle condizioni monetarie (cfr. il riquadro: *La trasmissione della restrizione monetaria al costo del credito*).

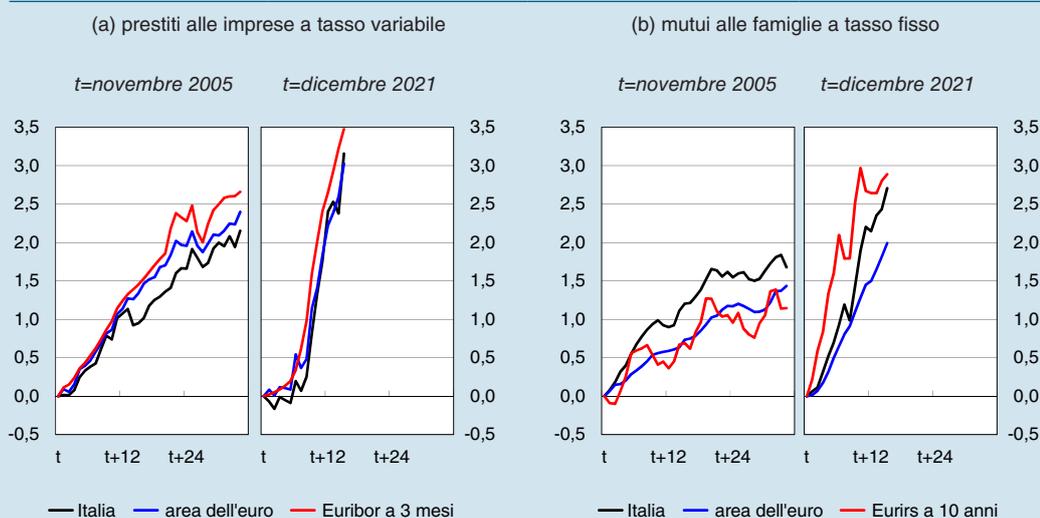
Il rialzo dei tassi sui prestiti si è associato a una restrizione delle condizioni di offerta da parte delle banche. Secondo i risultati dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), le politiche di concessione dei prestiti e le condizioni applicate ai finanziamenti erogati si sarebbero gradualmente irrigidite nel 2022 e nel primo trimestre del 2023, sia per le imprese sia per le famiglie, in risposta al maggiore rischio percepito dagli intermediari, alla minore disponibilità a tollerarlo e, in misura più contenuta, a un peggioramento delle proprie condizioni di raccolta. Secondo le aspettative degli intermediari, l'inasprimento delle politiche di offerta per le imprese proseguirà nel trimestre in corso.

#### LA TRASMISSIONE DELLA RESTRIZIONE MONETARIA AL COSTO DEL CREDITO

Attraverso le proprie decisioni, la Banca centrale europea influenza i tassi di interesse di mercato, il costo della raccolta delle banche e le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese, incidendo in tal modo sulle loro scelte di consumo e investimento.

I rendimenti di mercato sono aumentati dall'inizio del 2022 in coincidenza con l'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria e con il consolidarsi delle attese di rialzi dei tassi ufficiali. Tra la fine del 2021 e marzo del 2023 il tasso a breve termine (Euribor a tre mesi) è salito di 350 punti base, al 2,9 per cento; nello stesso periodo il rendimento nominale privo di rischio a lungo termine (Eurirs a dieci anni) è cresciuto di 290 punti base, al 3,0 per cento.

### Tassi di interesse sui nuovi prestiti bancari e relativi tassi di riferimento di mercato (dati medi mensili; variazioni cumulate in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv.

Il forte aumento dei tassi di mercato si è tradotto in un netto incremento del costo del credito per famiglie e imprese. I tassi di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie a tasso variabile, solitamente indicizzati ai rendimenti di mercato a breve termine, sono saliti nello stesso periodo di 315 e 300 punti base, rispettivamente in Italia e nell'area dell'euro; quelli sui nuovi mutui alle famiglie a tasso fisso, stabiliti sulla base dei rendimenti a lungo termine, sono cresciuti di 270 e 200 punti base, rispettivamente (figura A).

L'entità della trasmissione al costo del credito può essere valutata attraverso il confronto con quanto accaduto nel corso della restrizione monetaria iniziata alla fine del 2005. Nell'attuale fase ciclica, caratterizzata da un aumento repentino e assai maggiore dell'inflazione, i rialzi dei tassi ufficiali sono stati più frequenti e marcati e hanno determinato incrementi negli oneri dei nuovi finanziamenti a famiglie e imprese molto superiori rispetto a quelli precedenti<sup>1</sup>. Tuttavia, confrontando la variazione cumulata dei tassi sui nuovi prestiti con quella dei relativi tassi di riferimento, nella corrente restrizione la trasmissione dell'inasprimento delle condizioni monetarie al costo del credito è stata finora in linea con quella osservata nel ciclo avviato alla fine del 2005 per i prestiti alle società non finanziarie e inferiore per i mutui.

La trasmissione si è accompagnata a una minore risposta del costo della raccolta bancaria ai rialzi dei tassi di interesse ufficiali. In particolare i rendimenti dei depositi in conto corrente, principale fonte di provvista delle banche, sono finora aumentati

<sup>1</sup> Considerando un orizzonte temporale analogo a quello trascorso dall'avvio dell'attuale fase restrittiva (pari a 15 mesi), dalla fine del 2005 agli inizi del 2007 i tassi a breve e a lungo termine erano aumentati di 145 e 70 punti base, rispettivamente. Nello stesso periodo l'incremento del costo del credito alle società non finanziarie a tasso variabile in Italia e nell'area dell'euro era stato di 95 e 135 punti base rispettivamente; quello dei mutui a tasso fisso di 120 e 75 punti base.

in misura molto contenuta, mantenendosi su livelli prossimi allo zero sia in Italia sia nell'area (figura B). Ciò può essere dipeso da due fattori. In primo luogo, la forte accumulazione di liquidità da parte di famiglie e imprese durante la pandemia può avere contribuito ad attenuare la concorrenza tra le banche per la raccolta di depositi in conto corrente. In secondo luogo, all'inizio dell'attuale fase ciclica i rendimenti di questi depositi si collocavano su livelli relativamente più elevati rispetto ai tassi di riferimento, poiché solo alcune banche avevano applicato tassi negativi alla propria clientela<sup>2</sup>.

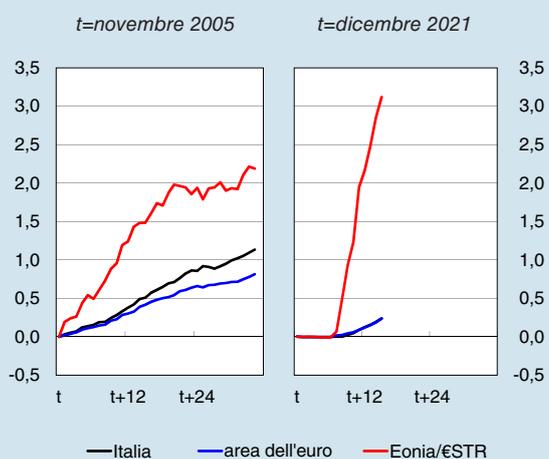
Durante la restrizione monetaria in corso il costo della raccolta bancaria ha inoltre beneficiato dell'ampia disponibilità di fondi ottenuti tramite le TLTRO3 a condizioni complessivamente più favorevoli rispetto ad altre forme di provvista, quali le obbligazioni.

In prospettiva, se la riduzione dei volumi di depositi in conto corrente osservata di recente determinasse una maggiore competizione tra le banche per questa forma di raccolta, oppure se il rifinanziamento ottenuto mediante le TLTRO3 venisse sostituito con strumenti di provvista più onerosi, il costo del credito per famiglie e imprese potrebbe salire ulteriormente, anche in assenza di nuovi aumenti dei tassi ufficiali.

<sup>2</sup> Il differenziale tra il rendimento sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese e il tasso di riferimento overnight per il mercato monetario (tasso €STR dal 1° ottobre 2019 e tasso Eonia per il periodo precedente) era pari a 50 punti base a dicembre del 2021, rispetto a una media di -100 punti base tra il 2003 e il 2013, ossia prima dell'avvio della politica di tassi di interesse negativi.

Figura B

**Tassi di interesse sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese e relativo tasso di riferimento di mercato**  
(dati medi mensili; variazioni cumulate in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Refinitiv.



# L'ECONOMIA ITALIANA



## 4. IL QUADRO DI INSIEME

*Il 2022.* – Lo scorso anno il PIL dell'Italia è cresciuto del 3,7 per cento, dopo il forte recupero del 2021 (tav. 4.1). La dinamica del prodotto ha beneficiato del miglioramento del quadro sanitario, che ha reso possibile l'eliminazione delle misure di contrasto alla diffusione della pandemia e favorito la marcata ripresa dei servizi turistico-ricreativi e dei trasporti; anche l'attività nel comparto delle costruzioni ha continuato a espandersi, sospinta dagli incentivi fiscali per la riqualificazione e il miglioramento dell'efficienza energetica del patrimonio edilizio; la produzione nella manifattura ha invece ristagnato, nonostante la progressiva attenuazione delle difficoltà di approvvigionamento di input intermedi. Le tensioni internazionali e l'incertezza generate dal conflitto in Ucraina, gli ulteriori rincari delle materie prime energetiche e l'avvio della fase restrittiva dell'orientamento della politica monetaria hanno rallentato il PIL nella seconda metà del 2022.

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia (valori percentuali, salvo dove diversamente indicato)							
VOCI	Peso sul PIL nel 2022 (1)	2021			2022		
		Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)	Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)
		Volumi (2)	Deflatori		Volumi (2)	Deflatori	
<b>Risorse</b>							
PIL	–	7,0	0,6	–	3,7	3,0	–
Importazioni di beni e servizi (4)	32,8	15,2	10,0	-3,9	11,8	21,5	-3,6
<i>di cui:</i> beni	26,4	14,8	12,2	-3,1	9,8	24,8	-2,4
<b>Impieghi</b>							
Domanda nazionale	98,3	7,0	1,9	6,8	4,3	6,4	4,2
Spesa delle famiglie residenti (5)	57,8	4,7	1,5	2,7	4,6	7,4	2,7
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	19,1	1,5	1,3	0,3	..	5,2	..
Investimenti fissi lordi	21,5	18,6	3,1	3,3	9,4	4,1	1,9
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	7,5	16,1	2,2	1,0	8,5	2,5	0,6
prodotti di proprietà intellettuale	3,2	1,4	1,5	..	4,5	1,3	0,1
costruzioni	10,8	27,7	4,2	2,3	11,6	6,1	1,2
Variazione delle scorte (6)	–	–	–	0,4	–	–	-0,4
Esportazioni di beni e servizi (7)	34,5	14,0	4,8	4,1	9,4	10,9	3,1
<i>di cui:</i> beni	28,4	13,8	5,3	3,4	6,1	12,2	1,7
<i>per memoria:</i>							
domanda estera netta	–	–	–	0,2	–	–	-0,5

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. Puntualità 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.

*La domanda interna.* – I consumi delle famiglie hanno continuato a crescere (4,6 per cento); sarebbero stati sostenuti anche dai risparmi accumulati durante la pandemia e dall'espansione del credito al consumo, pur con differenze fra i nuclei a seconda della loro situazione economica. Il reddito disponibile delle famiglie consumatrici è aumentato del 6,2 per cento a valori correnti, ma in termini reali si è ridotto dell'1,2 per cento per effetto dell'alta inflazione. La propensione al risparmio è scesa, portandosi alla fine dell'anno su livelli inferiori a quelli precedenti la crisi sanitaria. L'accumulo di risorse finanziarie non è stato sufficiente a compensare la perdita di valore reale della ricchezza finanziaria netta delle famiglie dovuta all'inflazione (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'inflazione sulla ricchezza finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

#### GLI EFFETTI DELL'INFLAZIONE SULLA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2022 l'elevata inflazione ha inciso significativamente sul valore reale delle attività e delle passività finanziarie di famiglie<sup>1</sup> e imprese. Le prime, che detengono una ricchezza netta positiva, ne sono state penalizzate; le seconde, per le quali i debiti sono tipicamente superiori alle attività finanziarie, hanno invece beneficiato di una diminuzione delle passività nette in termini reali.

Il tasso di risparmio delle famiglie italiane si è ancora ridotto, al 10 per cento del reddito disponibile lordo, dopo il picco raggiunto nel 2020 (17,5 per cento) per effetto dell'eccezionale compressione dei consumi durante la fase più acuta della pandemia. Insieme con gli ingenti trasferimenti in conto capitale (4,2 per cento del reddito disponibile), riconducibili soprattutto ai bonus edilizi, il risparmio ha consentito alle famiglie di effettuare investimenti in attività reali pari al 10,5 per cento e in attività finanziarie nette pari al 3,7 per cento del reddito disponibile. Quest'ultimo avanzo finanziario non ha però compensato il calo (pari al 7,2 per cento del reddito disponibile) del valore reale di quelle componenti della ricchezza (depositi, titoli obbligazionari, prestiti e crediti commerciali) il cui valore nominale è più esposto all'aumento dei prezzi al consumo.

La crescita dei depositi bancari e postali è sensibilmente diminuita (0,6 per cento, dal 5,3 nella media del periodo 2020-21), mentre hanno ripreso vigore gli acquisti di titoli obbligazionari privati e pubblici (aumentati rispettivamente del 9,2 e 44,7 per cento). Dal lato delle passività, i debiti delle famiglie hanno continuato a espandersi, con un rallentamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Nel complesso l'alta inflazione e il forte calo dei prezzi delle attività hanno determinato una riduzione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie, a prezzi costanti, del 14,4 per cento (693 miliardi; figura).

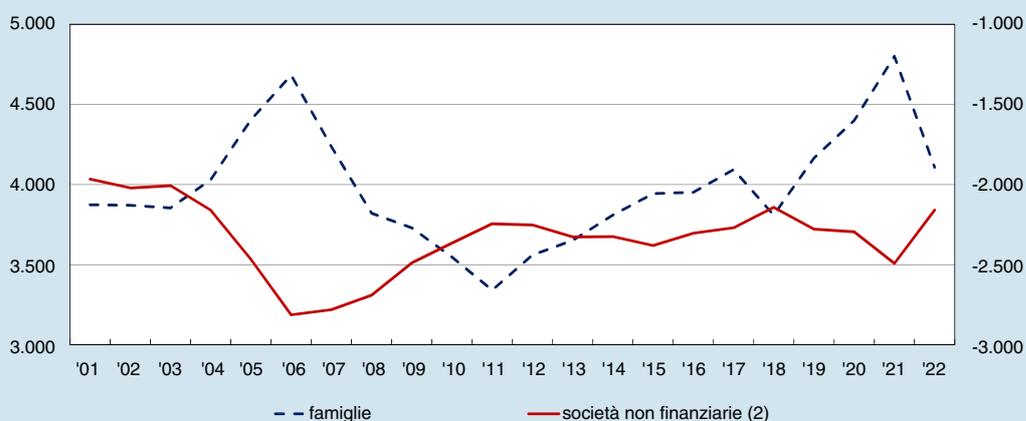
Con riferimento alle imprese, nel 2022 il deciso incremento degli investimenti fissi lordi, più sostenuto di quello dei profitti, ha diminuito l'avanzo finanziario al 3,5 per cento del valore aggiunto, in linea con i livelli precedenti la pandemia e nettamente al di sotto di quelli, particolarmente elevati, osservati nel biennio 2020-21.

<sup>1</sup> Il settore delle famiglie si riferisce alle famiglie consumatrici, alle famiglie produttrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, coerentemente con la definizione del Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC 2010).

Sono tornati positivi gli acquisti netti di titoli obbligazionari (11,3 miliardi, di cui il 42 per cento titoli pubblici) e sono proseguiti gli investimenti in azioni e partecipazioni emesse da società residenti (41 miliardi). I depositi si sono invece ridotti di 8 miliardi, per effetto della ripresa degli investimenti e del venire meno del movente precauzionale che aveva caratterizzato il periodo della pandemia. Ne ha risentito l'indebitamento complessivo, che ha rallentato rispetto ai due anni precedenti, in particolare nella componente dei prestiti bancari (corretti per le cartolarizzazioni), anche a causa dell'incremento dei costi di finanziamento.

Figura

**Ricchezza finanziaria netta delle famiglie e delle società non finanziarie (1)**  
(dati annuali; miliardi di euro a prezzi costanti)



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

(1) La ricchezza finanziaria netta è il saldo tra le consistenze di attività finanziarie attive e quelle passive. I valori sono deflazionati usando l'indice armonizzato dei prezzi al consumo del 2022. – (2) Scala di destra.

Il forte rialzo dei prezzi al consumo si è riflesso in una contrazione del valore reale delle passività maggiore di quella delle attività finanziarie più esposte all'inflazione, per un ammontare pari al 6,3 per cento del valore aggiunto. Ciò ha determinato, insieme con l'avanzo finanziario, un aumento della ricchezza finanziaria netta delle imprese, a prezzi costanti, del 13,3 per cento (332 miliardi).

L'accumulazione di capitale è cresciuta del 9,4 per cento, superando di quasi un quinto il livello del 2019. Si è mantenuto particolarmente rilevante l'incremento degli investimenti in costruzioni, sia per la componente abitativa sia per quella non residenziale; anche gli acquisti di beni strumentali delle imprese sono saliti a un tasso molto superiore a quello del PIL. La variazione delle scorte ha sottratto 0,4 punti percentuali alla crescita del prodotto, fornendo un contributo di segno opposto a quello del 2021.

*La domanda estera netta.* – Le esportazioni hanno continuato a espandersi (9,4 per cento). L'aumento è stato estremamente elevato per la componente dei servizi (28,4 per cento) che, sospinta dalle entrate turistiche, ha interamente recuperato i valori precedenti la pandemia. L'incremento delle vendite all'estero di beni (6,1 per cento), che già nel 2021 avevano di poco superato i livelli del 2019, è stato nettamente più marcato

di quello osservato negli altri principali paesi dell'area dell'euro. Le importazioni sono cresciute dell'11,8 per cento (21,1 per la componente di servizi).

Il saldo di conto corrente è risultato in disavanzo per la prima volta dopo dieci anni (-23 miliardi di euro, pari a -1,2 per cento del PIL). Il peggioramento, di 4,3 punti di prodotto rispetto all'anno precedente, è dipeso per circa tre quarti dall'eccezionale rincaro delle materie prime energetiche, in particolare del gas naturale.

*I conti pubblici.* – Nel 2022 è proseguito il miglioramento dei conti pubblici. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso di 1 punto percentuale, all'8,0 per cento. Il calo ha rispecchiato la diminuzione del disavanzo primario (di circa 2 punti, al 3,6 per cento del prodotto), riconducibile a una dinamica positiva delle entrate (7,9 per cento), maggiore di quella delle spese primarie (4,1 per cento). La spesa per interessi è salita al 4,4 per cento del PIL. Il rapporto tra il debito e il prodotto ha continuato a diminuire (-5,5 punti), al 144,4 per cento: il differenziale particolarmente ampio tra la crescita del PIL in termini nominali, prossima al 7 per cento, e l'onere medio del debito ha più che compensato il disavanzo primario.

Il calo del debito pubblico richiederà in prospettiva il mantenimento di adeguati avanzi primari, insieme a un innalzamento del potenziale di crescita dell'economia. A questo potrà contribuire l'efficace realizzazione dei programmi di riforma e di investimento previsti dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR; cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del PNRR*). Al momento della sua presentazione è stato stimato che i progetti di investimento attivati dal PNRR sarebbero in grado di innalzare il PIL di oltre 2 punti percentuali nell'arco di un quinquennio, grazie allo stimolo diretto e agli effetti di attivazione della domanda aggregata, e di oltre 3 punti tenendo conto delle complementarità tra investimenti pubblici e privati. Le riforme prefigurate nel Piano potrebbero a loro volta avere un impatto positivo aggiuntivo sull'attività economica stimato tra 3 e 6 punti percentuali nell'arco di dieci anni (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2020).

## LO STATO DI ATTUAZIONE DEL PNRR

L'attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* prevede il conseguimento di risultati qualitativi (traguardi o *milestones*) e quantitativi (obiettivi o target), cui è legata l'erogazione su base semestrale delle rate di finanziamento<sup>1</sup>.

Nel primo semestre del 2022 sono stati raggiunti tutti i 45 traguardi e obiettivi concordati a livello europeo, di cui 30 relativi a investimenti e 15 a riforme<sup>2</sup>. Ciò ha comportato l'erogazione, a novembre dello scorso anno, della seconda rata di finanziamento da 21 miliardi. Per i 55 traguardi e obiettivi previsti per la seconda

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* nella *Relazione annuale* sul 2021.

<sup>2</sup> Tra gli interventi del PNRR indicati con il termine "investimenti" rientrano sia le misure per accrescere la dotazione di capitale fisico, sia gli incentivi fiscali, gli esborsi per le assunzioni e le altre risorse necessarie alla realizzazione delle iniziative del Piano.

metà del 2022, la fase di valutazione da parte della Commissione europea è stata prolungata per approfondire l'esame di alcuni provvedimenti e non si è ancora conclusa. Qualora il giudizio della Commissione sul conseguimento di parte degli adempimenti fosse negativo, la terza rata da 19 miliardi sarebbe ridotta di un importo proporzionale al numero e alla rilevanza dei traguardi e obiettivi non raggiunti. Nel complesso l'Italia ha finora ricevuto 66,9 miliardi (37,9 di prestiti e il resto di sovvenzioni), quasi il 35 per cento delle risorse messe a disposizione<sup>3</sup>.

Nello scorso anno sono stati attuati numerosi investimenti, riconducibili soprattutto alle missioni relative alla digitalizzazione e alla transizione ecologica<sup>4</sup>. Le riforme hanno riguardato ambiti rilevanti, come il pubblico impiego, la disciplina dei contratti pubblici, la concorrenza, la giustizia civile e quella penale (cfr. il capitolo 11: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

Secondo nostre stime, alla fine del 2022 il costo dei progetti inclusi nel Piano era salito in media di circa il 10 per cento rispetto a quanto inizialmente preventivato, a causa dell'aumento dell'inflazione. Gli incrementi più rilevanti hanno interessato le iniziative connesse con la transizione ecologica e con la costruzione di infrastrutture. Alcuni provvedimenti legislativi hanno però compensato buona parte dei maggiori costi dei lavori attraverso risorse nazionali<sup>5</sup>: i progetti che non hanno ricevuto copertura sarebbero al momento di importo nel complesso limitato; tale importo potrebbe tuttavia crescere qualora l'inflazione rimanesse sostenuta.

Per risolvere le residue difficoltà legate al rialzo dei prezzi, nonché per fare fronte ai ritardi nella realizzazione di alcuni investimenti, il Governo ha manifestato l'intenzione di chiedere alla Commissione europea l'autorizzazione ad apportare alcune modifiche al PNRR; ne potranno conseguire variazioni degli importi delle rate di finanziamento semestrali che l'Italia prevede di ricevere per l'anno in corso e per i prossimi. Alle modifiche si affiancherà la proposta di inserimento di nuovi progetti nell'ambito del programma dell'Unione europea per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e accelerare la transizione verde (*REPowerEU*; cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*).

In attesa di conoscere lo sviluppo di queste richieste, restano in vigore le scadenze precedentemente concordate. I traguardi e gli obiettivi previsti per il 2023 sono 96, quasi il 70 per cento dei quali relativi a investimenti (figura, pannello a): l'importo delle due rate semestrali legate al rispetto di tutti gli impegni è pari a 16 e a 18 miliardi di euro. Gli investimenti programmati sono ancora in buona parte

<sup>3</sup> Sono inclusi 24,9 miliardi ricevuti dall'Italia ad agosto del 2021 a titolo di prefinanziamento.

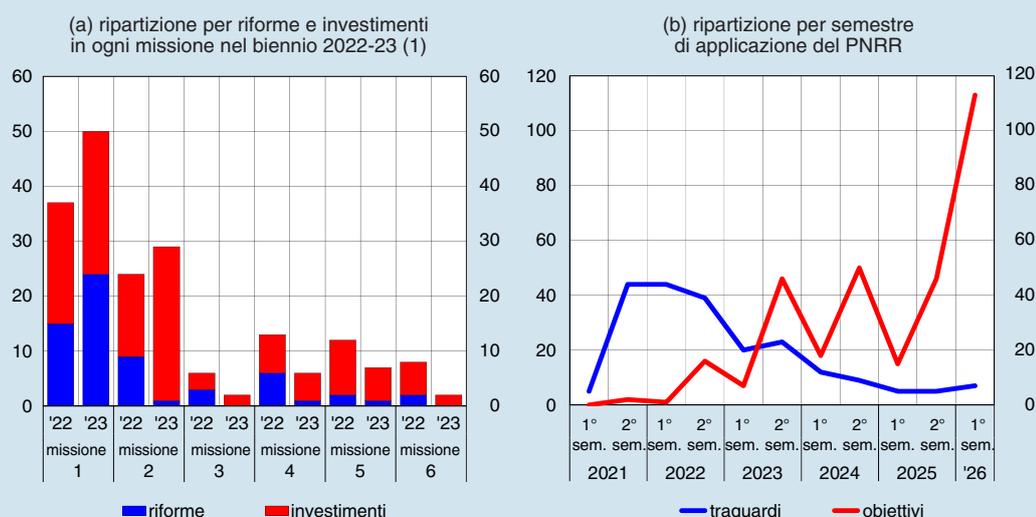
<sup>4</sup> Si segnalano ad esempio: la costruzione di reti per connessioni veloci e la digitalizzazione della Pubblica amministrazione; lo sviluppo di energie rinnovabili, batterie e impianti per la produzione di idrogeno; la costruzione di reti ferroviarie; l'accelerazione della transizione digitale delle scuole; la rigenerazione urbana. Per la definizione di missioni, cfr. la nota 1 della figura.

<sup>5</sup> Maggiori informazioni sulle misure adottate sono contenute nella seconda Relazione sullo stato di attuazione del PNRR, trasmessa dal Governo al Parlamento lo scorso 5 ottobre. Di particolare rilevanza è il Fondo per l'avvio delle opere indifferibili, istituito dal DL 50/2022; allo stanziamento iniziale di 7,5 miliardi, il DL 115/2022 e la legge di bilancio per il 2023 hanno aggiunto rispettivamente ulteriori 1,3 e 10 miliardi.

concentrati nelle aree della digitalizzazione e della transizione ecologica e includono in particolare azioni in materia di informatizzazione della Pubblica amministrazione, mobilità sostenibile, impianti idrici ed energetici; sono previsti inoltre interventi per asili nido e scuole dell'infanzia<sup>6</sup>, borse di studio universitarie, infrastrutture per le Zone economiche speciali. Il completamento entro i termini di tutti gli adempimenti richiederà un considerevole impegno delle strutture preposte.

Figura

### Traguardi e obiettivi previsti dal PNRR (unità)



Fonte: portale Italia Domani.

(1) Sono considerati congiuntamente traguardi e obiettivi. Le missioni sono gli ambiti tematici cui afferiscono i provvedimenti del PNRR. 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.

Con l'adozione del Codice degli appalti<sup>7</sup> e della normativa secondaria di attuazione delle riforme del processo civile e penale (cfr. il capitolo 11: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*), entro giugno verranno completati gli interventi principali del programma di riforme contenuto nel PNRR. Successivamente dovranno comunque essere garantite sia la continuità del processo riformatore, a partire dalla nuova legge annuale per il mercato e la concorrenza, sia la stabilità degli atti adottati in passato.

A causa del progressivo esaurimento delle attività normative e di progettazione, nonché della contestuale espansione delle fasi legate all'effettiva realizzazione degli investimenti, dalla seconda metà del 2023 gli adempimenti di carattere quantitativo cominceranno a superare quelli qualitativi (figura, pannello b). La capacità di rispettare le

<sup>6</sup> La procedura di aggiudicazione dei bandi per le opere di asili nido e scuole dell'infanzia, da completare entro giugno di quest'anno, presenta alcuni ritardi. Per maggiori dettagli, cfr. UPB, *Piano asili nido e scuole dell'infanzia: prime evidenze dall'analisi delle graduatorie*, Ufficio parlamentare di bilancio, Focus tematico, 9, 2022. Si prospetta la possibilità di chiedere alla Commissione europea una rimodulazione di questo traguardo.

<sup>7</sup> Già portata a termine con l'emanazione del D.lgs. 36/2023.

scadenze e di spendere efficacemente le risorse a disposizione assumerà pertanto sempre maggiore rilevanza. Di recente sono stati apportati alcuni cambiamenti alle strutture di governo del Piano, accentrando i compiti di coordinamento, indirizzo e raccordo con la Commissione europea in capo a una nuova struttura tecnica di missione<sup>8</sup>. L'adozione del nuovo assetto comporterà necessariamente un periodo di adattamento, che dovrà comunque garantire il rispetto dei serrati tempi di attuazione previsti.

<sup>8</sup> La struttura di governo del PNRR è stata modificata dal DL 13/2023.

*Il risparmio e gli investimenti lordi.* – Grazie alla forte crescita, nel 2022 gli investimenti lordi sono tornati a rappresentare il 21,6 per cento del reddito nazionale lordo disponibile, un valore in linea con quello del periodo 1991-2010 e ben superiore a quello del decennio 2011-2020 (tav. 4.2). In rapporto al reddito disponibile, il risparmio nazionale è invece sceso al 20,7 per cento per il calo del risparmio privato, in particolare quello delle famiglie, mentre il disavanzo corrente delle Amministrazioni pubbliche è risultato pressoché invariato.

**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	Media 2011-2020	2019	2020	2021	2022
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche (A) (1)	-6,6	-3,3	0,7	0,1	1,7	-4,4	-1,4	-1,3
Risparmio del settore privato (B)	28,8	24,6	19,5	19,4	19,9	25,9	24,9	22,0
di cui: famiglie consumatrici (2)	20,0	14,0	7,8	5,9	5,2	10,6	8,6	5,2
Risparmio nazionale lordo (C=A+B)	22,3	21,3	20,2	19,5	21,6	21,5	23,6	20,7
Investimenti lordi (D)	23,2	20,5	21,4	18,3	18,2	17,7	20,5	21,6
<i>per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo (E=C-D)	-0,9	0,9	-1,3	1,2	3,3	3,8	3,1	-0,9

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.

*Il mercato del lavoro e la produttività.* – Nel 2022 sono nettamente cresciuti sia il numero di persone occupate (1,7 per cento, secondo dati di contabilità nazionale), sia le ore lavorate in media pro capite (2,2), recuperando i livelli precedenti la pandemia. L'espansione si è attenuata nella seconda parte dell'anno, in linea con il peggioramento del quadro macroeconomico. L'incremento dell'occupazione si è concentrato fra i lavoratori dipendenti ed è stato diffuso tra i settori. A differenza del 2021, l'aumento dei rapporti di lavoro alle dipendenze è stato quasi interamente dovuto alla crescita di quelli a tempo indeterminato.

Il tasso di partecipazione è salito in tutte le classi di età; quello delle donne ha raggiunto i livelli più elevati da quando sono iniziate le rilevazioni dei dati. Ciò nonostante, l'invecchiamento della popolazione ha determinato una riduzione delle forze di lavoro superiore alle 500.000 unità nell'ultimo triennio; tale flessione non è stata compensata dai flussi migratori netti degli stranieri, risultati in lieve ripresa.

Nel 2022 il tasso di disoccupazione è fortemente diminuito, all'8,1 per cento, il valore più basso dell'ultimo decennio, per effetto della positiva dinamica occupazionale e della riduzione delle forze di lavoro. Il calo è stato particolarmente marcato fra i più giovani: nella fascia tra 15 e 34 anni è sceso al 14,4 per cento, dal 18,2 nel 2019.

La più intensa dinamica dell'occupazione rispetto a quella del valore aggiunto ha comportato la diminuzione della produttività oraria del lavoro nel settore privato non agricolo (-0,7 per cento), rimasta comunque su valori superiori nel confronto con il periodo precedente la pandemia. L'incremento di 3 punti percentuali sul 2019 è maggiore degli incrementi registrati in Germania e Spagna.

L'aumento del costo del lavoro si è mantenuto moderato (1,8 per cento nella media dell'anno per il settore privato non agricolo), anche per le caratteristiche del sistema di contrattazione collettiva: in particolare la durata pluriennale dei contratti e l'utilizzo, come parametro di riferimento per la determinazione degli incrementi salariali, dell'inflazione al netto dei prezzi dei beni energetici importati, con l'esclusione quindi della componente cresciuta più intensamente.

*Prezzi e margini di profitto.* – L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è salita in media d'anno all'8,7 per cento, dall'1,9 nel 2021. I rialzi dei prezzi dei beni energetici hanno inciso, direttamente o indirettamente, per circa due terzi sull'inflazione complessiva; gli interventi governativi hanno attenuato per oltre un punto percentuale la crescita dei prezzi al consumo. L'inflazione è aumentata marcatamente anche al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari), al 3,3 per cento in media d'anno (0,8 nel 2021); sull'incremento hanno influito sia la graduale trasmissione ai prezzi al dettaglio dei rincari delle materie prime e dei beni intermedi, sia il recupero della domanda.

L'aumento dei prezzi ha avuto un impatto più deciso sulle famiglie appartenenti alle fasce più basse della distribuzione della spesa per consumi. Tenuto conto del diverso paniere di consumo, il divario dei tassi di inflazione fra il primo e l'ultimo quinto della distribuzione si è gradualmente ampliato nel corso dell'anno fino a 8,5 punti percentuali: circa la metà dei consumi delle famiglie del primo quinto è infatti rappresentata da beni energetici e alimentari, a fronte di circa un quarto per i nuclei dell'ultimo. Il rialzo dei prezzi dei servizi ha invece colpito più intensamente le famiglie dell'ultimo quinto, per effetto della maggiore incidenza dei servizi ricreativi e di trasporto nel loro paniere.

Il netto rincaro dei prodotti energetici e dei beni intermedi, non interamente riversato sui prezzi di vendita, ha determinato una compressione dei margini di profitto

delle imprese (mark up), definiti dalla frazione di prezzo eccedente i costi variabili unitari. Nonostante la riduzione dei mark up, l'espansione delle vendite ha causato un incremento dei profitti complessivi maggiore di quello del costo del lavoro. È quindi salita la quota dei profitti sul valore aggiunto; la crescita di quest'ultimo è stata nel 2022 nettamente inferiore a quella del valore della produzione.

*L'attività bancaria.* – I prestiti delle banche alla clientela residente sono saliti dell'1,8 per cento, un valore lievemente inferiore a quello dell'anno precedente. Dopo un aumento nella prima parte dell'anno, il tasso di crescita si è ridotto a partire dal secondo semestre, in concomitanza con il rialzo dei tassi di interesse deciso dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea, che si è riflesso in un indebolimento della domanda e in un irrigidimento dei criteri di offerta (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023). La dinamica del credito alle imprese è stata eterogenea; i prestiti a quelle più rischiose sono diminuiti. I finanziamenti alle famiglie hanno registrato un'espansione: quelli per l'acquisto di abitazioni hanno rallentato, il credito al consumo ha invece accelerato.

La redditività delle banche è migliorata, portandosi sui livelli più elevati dall'avvio della crisi finanziaria globale, grazie alla crescita del margine di interesse e, in misura minore, al calo delle rettifiche di valore sui prestiti. La patrimonializzazione è lievemente aumentata per effetto della riduzione delle attività ponderate per il rischio, che ha più che compensato il calo del patrimonio.

*I primi mesi del 2023.* – Dopo una marginale caduta nello scorcio del 2022, nel primo trimestre di quest'anno il PIL è tornato a salire (0,5 per cento rispetto al periodo precedente, secondo la stima preliminare), sospinto dall'espansione dell'attività nell'industria e nei servizi. L'inflazione è scesa, in concomitanza con la forte flessione delle quotazioni del gas e del petrolio; tuttavia l'inflazione di fondo è rimasta elevata (5,3 in aprile), risentendo ancora della trasmissione dei rincari energetici del 2022. Sulla base di nostre valutazioni, la dinamica del prodotto si manterrebbe positiva anche nel secondo trimestre; potrebbe tuttavia risentire, in misura ancora difficile da quantificare, dei danni delle alluvioni che hanno colpito l'Emilia-Romagna. Il calo dell'inflazione proseguirebbe gradualmente nel corso dell'anno, grazie all'ulteriore decelerazione dei prezzi alla produzione.

Nel 2022 e nel primo trimestre del 2023 l'espansione dell'attività economica ha interessato tutte le aree del Paese (cfr. il riquadro: *Gli andamenti territoriali*).

## GLI ANDAMENTI TERRITORIALI

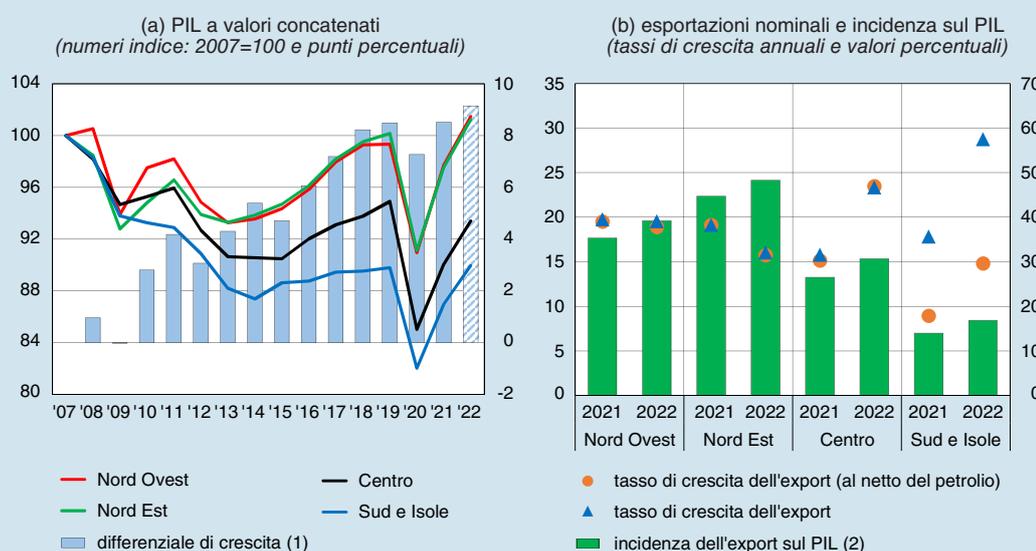
Secondo l'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER) elaborato dalla Banca d'Italia<sup>1</sup>, nel 2022 il prodotto è aumentato del 3,8 per cento nel Nord Ovest, del 3,7 nel Nord Est e al Centro e del 3,4 nel Mezzogiorno.

<sup>1</sup> 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.

Tutte le macroaree, ad eccezione del Centro, avrebbero recuperato i livelli di attività economica precedenti la pandemia (figura, pannello a). Il Mezzogiorno ha tuttavia perso ulteriore terreno nel confronto con il resto dell'Italia, proseguendo una tendenza ormai di lungo periodo: il prodotto è ancora 10 punti sotto i livelli osservati prima della crisi del 2008-09 nelle regioni meridionali e oltre 6 punti inferiore in quelle centrali, mentre ha superato i valori del 2007 al Nord. Considerando i diversi andamenti demografici, i differenziali di crescita tra le due aree sono meno marcati: rispetto al 2007 il PIL pro capite è inferiore del 3,4 per cento nel Centro Nord e del 6,4 nel Mezzogiorno, dove è pari al 55 per cento di quello del resto del Paese (un valore pressoché stabile nell'ultimo quinquennio, ma circa 2 punti più basso rispetto al 2007).

Figura

### PIL ed esportazioni delle macroaree italiane



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat, *Conti economici territoriali* fino al 2021 e stime ITER per il 2022; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat.

(1) Differenziale tra il tasso di crescita cumulato del PIL del Centro Nord e quello del Sud e Isole. Il tasso di crescita è cumulato a partire dal 2007. Scala di destra. – (2) L'indicatore è calcolato, per i due anni riportati nel grafico, utilizzando rispettivamente il PIL del 2020 e del 2021. Scala di destra.

Le esportazioni di merci, valutate a prezzi correnti, sono aumentate in tutte le macroaree (figura, pannello b). L'andamento è stato positivo per la quasi totalità delle classi merceologiche; l'eccezione più rilevante riguarda la lieve flessione (-1,9 per cento) dell'export di autoveicoli dal Mezzogiorno. In nessuna macroarea la diminuzione delle vendite in Russia, Bielorussia e Ucraina ha avuto un impatto significativo sugli andamenti complessivi. L'incremento delle esportazioni è stato particolarmente sostenuto al Centro, trainato per oltre la metà dalle vendite della farmaceutica, e nel Sud e nelle Isole, grazie al contributo dei prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio; al netto di questi ultimi le esportazioni meridionali sono tuttavia cresciute meno che nel resto del Paese. Nostre elaborazioni indicano che le vendite all'estero di beni sono salite in tutte le macroaree anche in termini reali e superano quelle del 2019 pure nel Mezzogiorno, dove la ripresa è stata meno intensa.

Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel 2022 l'occupazione è cresciuta del 2,4 per cento nel Centro Nord e del 2,5 nel Mezzogiorno<sup>2</sup>, recuperando il calo registrato durante la crisi pandemica in entrambe le aree. L'incremento ha riguardato principalmente i lavoratori dipendenti e quelli a tempo pieno; nel Centro Nord sono comunque aumentati anche i rapporti part-time e il numero dei lavoratori indipendenti, mentre nelle regioni meridionali queste due categorie di lavoratori si sono ridotte. L'incremento dell'occupazione è stato particolarmente consistente fra i giovani di età compresa fra 15 e 24 anni, soprattutto nel Centro Nord; è stato maggiore nei servizi e, in particolare nel Mezzogiorno, nelle costruzioni. Permangono forti differenze territoriali nel tasso di occupazione: nel 2022 nella fascia 15-64 anni è stato del 46,7 per cento nelle regioni meridionali, a fronte del 67,1 in quelle centro-settentrionali. Il tasso di disoccupazione è sceso (di 1,1 e di 2,1 punti percentuali, rispettivamente nel Centro Nord e nel Mezzogiorno) e si è espansa la partecipazione al mercato del lavoro. Nel Sud e nelle Isole il tasso di disoccupazione (pari al 14,3 per cento) rimane più che doppio rispetto al resto del Paese (5,6 per cento); quello di lunga durata permane su un livello triplo rispetto al Centro Nord.

Nel 2022 gli investimenti delle imprese industriali con almeno 20 addetti, rilevati nell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), sono saliti in tutte le macroaree ad eccezione del Nord Ovest. La domanda di credito finalizzata all'accumulazione di capitale da parte delle aziende, stimata nell'indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*), sarebbe cresciuta nella prima parte dell'anno in tutte le macroaree, particolarmente nelle regioni meridionali, indebolendosi poi nel secondo semestre.

Sulla base delle stime diffuse da Prometeia, nel 2022 la spesa per consumi delle famiglie sul territorio economico sarebbe aumentata del 5,6 per cento nel Centro Nord e del 5,3 nelle regioni meridionali, restando in entrambe le aree ancora inferiore ai livelli del 2019.

Secondo l'ITER, nei primi tre mesi del 2023 l'attività economica sarebbe cresciuta di circa mezzo punto percentuale rispetto alla fine del 2022 in tutte le macroaree.

<sup>2</sup> Il dato complessivo per l'Italia commentato nel testo del capitolo (1,7 per cento) è di fonte contabilità nazionale. Gli andamenti disaggregati per area territoriale di questa fonte non sono ancora disponibili. Per questo motivo nel riquadro si utilizzano i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, che tuttavia non sono direttamente comparabili con quelli di contabilità nazionale per differenze nella metodologia di stima.

## 5. LE FAMIGLIE

Il reddito disponibile delle famiglie è cresciuto nel 2022, ma l'alta inflazione ne ha eroso il valore reale, con maggiore intensità nella seconda metà dell'anno. L'aumento dell'occupazione, in particolare quella meno qualificata, e le misure governative di contrasto ai rincari dell'energia hanno sostenuto il reddito dei nuclei meno abbienti e hanno mitigato le caratteristiche regressive del rialzo dei prezzi. Dal prossimo anno il reddito di cittadinanza sarà sostituito come misura di contrasto alla povertà e all'esclusione sociale dal più selettivo assegno di inclusione; quest'ultimo sarà rivolto solo a una parte dei nuclei in condizione di difficoltà economica individuati in base ad alcune caratteristiche anagrafiche o di disabilità.

Seppure frenato dall'inflazione, dal calo della fiducia e dall'incertezza acuita dalla guerra in Ucraina, è proseguito il recupero dei consumi, soprattutto in primavera e in estate, principalmente per le voci di spesa colpite più duramente dalla crisi sanitaria. La propensione al risparmio è scesa progressivamente nel corso dell'anno, fino a raggiungere livelli inferiori a quelli del 2019.

La ricchezza netta delle famiglie è diminuita, per effetto del calo della ricchezza finanziaria lorda, che ha risentito della marcata svalutazione delle attività. Gli investimenti finanziari si sono indirizzati in special modo verso obbligazioni pubbliche italiane.

I debiti delle famiglie nei confronti di banche e società finanziarie si sono ampliati meno del reddito disponibile; rimangono assai contenuti nel confronto internazionale. I mutui immobiliari hanno lievemente rallentato, tranne che per gli intestatari più giovani; il credito al consumo ha invece accelerato.

La ricchezza detenuta in attività reali è cresciuta, benché nella seconda parte dell'anno il mercato delle abitazioni si sia indebolito, risentendo della restrizione delle condizioni di offerta di nuovi prestiti e degli effetti dell'alta inflazione.

### *Il reddito e la sua distribuzione*

Nel 2022 il reddito disponibile delle famiglie consumatrici è salito del 6,2 per cento a prezzi correnti (tav. 5.1). Il suo valore espresso in termini di potere d'acquisto di beni e servizi è tuttavia diminuito (-1,2 per cento), per effetto dell'elevata inflazione (cfr. il capitolo 8: *I prezzi e i costi*), e si è portato poco al di sotto dei livelli precedenti la pandemia; la riduzione è ancora più intensa se vi si aggiungono le perdite che l'inflazione genera sulle attività finanziarie con valore nominale fisso, come i depositi bancari o i titoli non indicizzati (al netto dei corrispondenti guadagni sulle passività). Tutte le componenti del reddito sono aumentate a prezzi correnti: sono cresciuti in particolare i redditi da lavoro dipendente, sospinti soprattutto dalla ripresa dell'occupazione, e quelli da lavoro autonomo (cfr. il capitolo 7: *Il mercato del lavoro*). Anche i redditi netti da proprietà, trainati da quelli derivanti dai beni immobiliari e dagli interessi netti,

hanno fornito un contributo significativo. Nonostante il minore ricorso a misure di integrazione salariale, intensificatesi durante la pandemia, le prestazioni sociali hanno continuato a salire per effetto dei provvedimenti di contrasto ai rincari energetici e di sostegno alle famiglie (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica*).

Tavola 5.1

<b>Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1)</b> (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2022	2020	2021	2022
<b>Variazioni percentuali</b>				
Redditi da lavoro dipendente	63,7	-5,8	7,5	7,1
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	4,2	0,3	3,4
Redditi da lavoro autonomo (2)	23,0	-11,6	7,1	5,5
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	3,8	-1,3	2,3
Redditi netti da proprietà (3)	21,3	-4,3	1,6	6,7
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	34,9	11,0	0,4	2,3
<i>di cui:</i> prestazioni sociali nette	–	9,7	0,7	2,8
Contributi sociali netti (-)	24,3	-4,9	7,3	6,1
<i>di cui:</i> a carico del datore di lavoro	–	-5,3	7,7	6,4
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,6	-2,9	7,6	1,8
<b>Reddito lordo disponibile</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>3,5</b>	<b>6,2</b>
in termini reali (4)	–	-2,3	1,9	-1,2
in termini reali e corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-1,6	-0,8	-8,1
in termini reali e corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-1,8	-0,6	-7,5
<b>Rapporti percentuali</b>				
<b>Propensione media al risparmio (7)</b>	–	<b>15,6</b>	<b>13,2</b>	<b>8,1</b>

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 netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie consumatrici. – (5) Reddito lordo disponibile in termini reali, al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate sulla base dell'inflazione attesa rilevata da Consensus Economics. – (6) Reddito lordo disponibile in termini reali al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate sulla base dell'inflazione realizzata. – (7) Rapporto tra il risparmio lordo e il reddito lordo disponibile rettificato per la variazione dei diritti pensionistici.

Gli interventi governativi hanno sostenuto in misura più marcata i nuclei con redditi inferiori, particolarmente esposti all'inflazione a causa del maggiore peso nel proprio paniere di consumo dei beni energetici e alimentari, che hanno subito i rincari più pronunciati. Questa caratteristica regressiva dell'inflazione è stata mitigata anche dalla ripresa dell'occupazione, che ha favorito i lavoratori meno qualificati e le loro famiglie, caratterizzate in media da bassi livelli di reddito: ciò è avvenuto nel 2021 (cfr. il riquadro: *La distribuzione dei redditi da lavoro tra le famiglie italiane*), ma presumibilmente anche nel 2022, quando è diminuita sia la quota di individui che vivono in nuclei senza occupati sia, grazie alla crescita dell'occupazione femminile e giovanile, quella di persone appartenenti a famiglie con due o più adulti in cui vi è un solo lavoratore<sup>1</sup>.

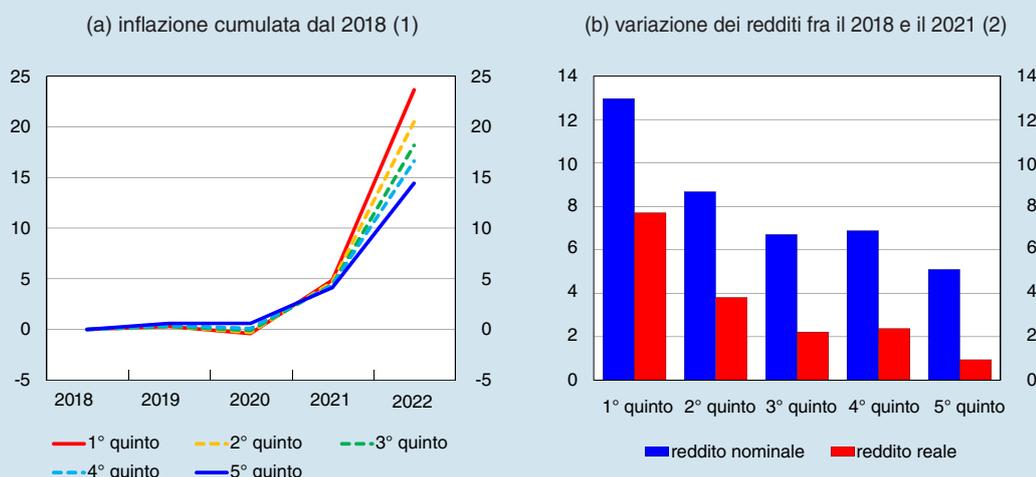
<sup>1</sup> I dati si riferiscono alle famiglie senza pensionati e nelle quali la persona di riferimento ha tra 15 e 64 anni. La maggiore incidenza di individui che vivono in nuclei in cui la quantità di lavoro complessivamente prestata è medio-bassa è tra i principali fattori che spiegano la più elevata disuguaglianza del reddito da lavoro equivalente lordo osservata in Italia rispetto a Francia e Germania, sulla base dell'indagine Eurostat sul reddito e le condizioni di vita (*European Union statistics survey on income and living conditions, EU-SILC*) del 2018. Per maggiori dettagli, cfr. G. Bovini, E. Ciani, M. De Philippis e S. Romano, *Labour income inequality and in-work poverty: cross-country evidence from the European survey on income and living conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

## LA DISTRIBUZIONE DEI REDDITI DA LAVORO TRA LE FAMIGLIE ITALIANE

L'aumento dei prezzi osservato dalla seconda metà del 2021 ha colpito in misura maggiore le famiglie nel quinto più basso della distribuzione della spesa equivalente a causa della diversa composizione del paniere dei loro consumi<sup>1</sup>. Tenuto conto del diverso paniere di consumo, il tasso di inflazione annuo è stato per quei nuclei pari al 5,3 per cento nel dicembre 2021 e al 17,9 nello stesso periodo del 2022, contro il 3,5 e il 9,9 per cento per le famiglie appartenenti al quinto più alto della spesa (figura A, pannello a, dove sono riportati i tassi cumulati dell'inflazione dal 2018 per quinti di spesa). Nel 2021 (anno a cui risalgono gli ultimi dati disponibili) anche i redditi familiari lordi da lavoro dipendente in termini nominali sono aumentati di più, in media, per le famiglie appartenenti

Figura A

### Inflazione e redditi da lavoro dipendente familiari lordi per quinto di spesa equivalente (valori percentuali)



Fonte: per il pannello (a) elaborazione su dati Istat; per il pannello (b) elaborazione su dati Eurostat (EU-SILC del 2019), INPS e Istat (*Indagine sulle spese delle famiglie* del 2019). Cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice le voci *Indagine EU-SILC* e *Indagine sulle spese delle famiglie*.

(1) Inflazione cumulata nel dicembre di ogni anno a partire dal 2018, per quinto della distribuzione della spesa familiare equivalente. – (2) Differenza percentuale fra la media dei redditi familiari del 2021 e quella del 2018, per quinto della distribuzione della spesa familiare equivalente. Il campione utilizzato comprende le famiglie che hanno risposto al questionario EU-SILC del 2019 nelle quali, nel corso del 2018, nessun membro aveva redditi da lavoro autonomo, aveva più di 58 anni o era pensionato. La spesa è imputata con metodi statistici sulla base della spesa di famiglie con caratteristiche simili nell'*Indagine sulle spese delle famiglie* del 2019. L'assegnazione di una famiglia al quinto di spesa corrispondente si basa su un campione rappresentativo del totale delle famiglie italiane e non dei soli nuclei inclusi nell'esercizio. I redditi considerati sono quelli da lavoro dipendente soggetti a contributi a fini pensionistici. Il tasso di inflazione utilizzato per calcolare i redditi reali alla fine del periodo è quello cumulato fra dicembre del 2018 e dicembre del 2021, riportato nel pannello (a).

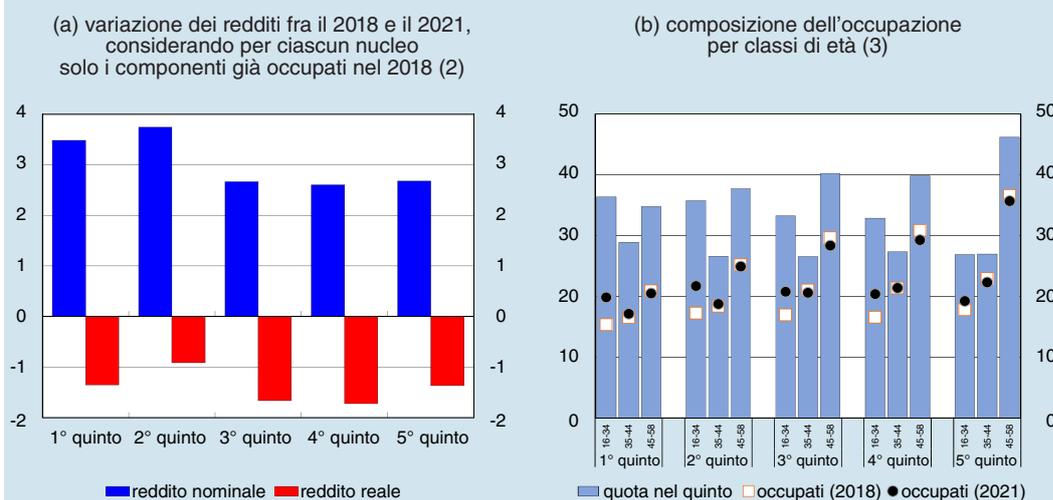
<sup>1</sup> L'Istat calcola i tassi di inflazione per classi (quinti) di spesa familiare, utilizzando le informazioni sulla composizione dei consumi tratte dall'*Indagine sulle spese delle famiglie*. La spesa familiare considerata viene standardizzata per tenere conto del diverso numero di componenti in ogni famiglia ("spesa familiare equivalente"). Per ulteriori dettagli, cfr. l'approfondimento sulla misura dell'inflazione per classi di spesa delle famiglie in Istat, *Giugno 2022. Prezzi al consumo. Dati definitivi*, Statistiche flash, 15 luglio 2022 e N. Curci, M. Savegnago, G. Zevi e R. Zizza, *The redistributive effects of inflation: a microsimulation analysis for Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 738, 2022.

ai quinti di spesa più bassi<sup>2</sup>: rispetto al 2018 l'incremento è stato del 13 per cento nel primo quinto, mentre nell'ultimo è stato del 5 (figura A, pannello b). Di conseguenza i redditi reali medi sono saliti maggiormente tra le famiglie collocate nei quinti più bassi della distribuzione della spesa, nonostante la più alta inflazione sopportata.

Il più marcato aumento dei redditi medi da lavoro nel primo quinto è dovuto principalmente al maggiore incremento del numero di occupati nei nuclei più poveri (nei quali il numero medio di percettori di reddito è passato da 1,12 a 1,23 fra il 2018 e il 2021, mentre è rimasto costante a 1,13 nelle famiglie più ricche), favorito dalla ripresa del mercato del lavoro dopo la pandemia (cfr. il capitolo 7: *Il mercato del lavoro*); di contro i salari e le ore lavorate non sono cresciuti nel

Figura B

**Redditi familiari lordi da lavoro dipendente e occupazione per quinto di spesa equivalente (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat (EU-SILC del 2019), INPS e Istat (*Indagine sulle spese delle famiglie* del 2019). Cfr. nella sezione Glossario dell'Appendice le voci *Indagine EU-SILC* e *Indagine sulle spese delle famiglie*.

(1) Il campione utilizzato comprende le famiglie che hanno risposto al questionario EU-SILC 2019 nelle quali nel 2018 nessun membro aveva redditi da lavoro autonomo, aveva più di 58 anni o era pensionato. La spesa è imputata con metodi statistici sulla base della spesa di famiglie con caratteristiche simili nell'*Indagine sulle spese delle famiglie* del 2019. L'assegnazione di una famiglia al quinto di spesa si basa su un campione rappresentativo del totale delle famiglie italiane e non delle sole famiglie incluse nell'esercizio. – (2) Differenza percentuale fra la media dei redditi familiari del 2021 e quella del 2018, per quinto della distribuzione della spesa familiare equivalente. I redditi considerati, nel 2018 e nel 2021, sono quelli da lavoro dipendente soggetti a contributi a fini pensionistici e sono relativi solo agli individui che avevano un reddito positivo nel 2018. Il tasso di inflazione utilizzato per calcolare i redditi reali alla fine del periodo è quello cumulato fra dicembre del 2018 e dicembre del 2021, riportato nel pannello (a) della figura A. – (3) I valori sull'asse orizzontale indicano le fasce d'età, per quinto di spesa. La voce "quota nel quinto" indica la quota di individui per fascia di età all'interno di ogni quinto della distribuzione della spesa familiare equivalente nel 2018. Le voci "occupati" indicano la quota di individui per fascia di età che erano occupati nei due anni considerati.

<sup>2</sup> G. Dachille, A. Dalla Zuanna, M. Paiella ed E. Viviano, *The distributional impact of employment growth. An analysis of household real labour income after the pandemic*, di prossima pubblicazione. Lo studio ha ricostruito le dinamiche dei redditi da lavoro dipendente per le diverse categorie di famiglie, abbinando i dati relativi a un campione rappresentativo delle famiglie italiane tratto dall'indagine EU-SILC del 2019 con quelli degli archivi INPS sulle retribuzioni individuali fra il 2018 e il 2021 e dell'*Indagine sulle spese delle famiglie* del 2019 dell'Istat. L'analisi qui riportata considera solo i nuclei in cui non sono presenti pensionati o lavoratori autonomi (il 36 per cento delle famiglie italiane): i primi sono esclusi poiché i redditi da pensione sono parzialmente indicizzati all'inflazione, i secondi per mancanza di dati.

periodo<sup>3</sup>. Senza il contributo delle retribuzioni degli individui che non erano occupati nel 2018 ma che hanno iniziato a lavorare negli anni successivi, nel 2021 i redditi da lavoro reali delle famiglie più povere si sarebbero ridotti dell'1,3 per cento, in misura simile a quelli delle famiglie più abbienti (figura B, pannello a).

La dinamica positiva dell'occupazione nelle famiglie nel quinto di spesa più basso è dovuta in gran parte alle caratteristiche della ripresa economica del 2021 e alla composizione sociale e demografica di questi nuclei. L'incremento del numero di posizioni attivate nei servizi a basso valore aggiunto e nelle costruzioni ha infatti favorito i redditi di tale tipologia di famiglie, nelle quali si concentrano le persone che più rispondono a un aumento della domanda di lavoro in quei settori. Nei quinti di spesa più bassi è maggiore anche la quota di individui tra 16 e 34 anni (figura B, pannello b), per i quali nel periodo considerato il tasso di occupazione è cresciuto in maniera più decisa (dal 40,6 per cento nell'ultimo trimestre del 2018 al 42,7 nello stesso periodo del 2021).

I dati attualmente disponibili non consentono di analizzare l'evoluzione dei redditi delle diverse tipologie di famiglie nel 2022, ma è probabile che il buon andamento del mercato del lavoro e la composizione settoriale della crescita occupazionale abbiano attenuato gli effetti dei più elevati tassi di inflazione sui redditi dei nuclei con minore spesa.

<sup>3</sup> I risultati non tengono conto dell'effetto delle misure introdotte dalla fine del 2021 per mitigare l'impatto dei rincari dell'energia, che hanno ulteriormente contribuito a sostenere i redditi reali soprattutto per le famiglie più povere (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2022).

Lo scorso anno la fase ciclica positiva ha ridotto il numero dei nuclei percettori del reddito di cittadinanza (RdC) a quasi 1,7 milioni<sup>2</sup>, il 4,6 per cento in meno rispetto all'anno precedente; il calo è proseguito nei primi mesi del 2023. Con la legge di bilancio per il 2023 il Governo ha modificato la disciplina dell'RdC, limitando per l'anno in corso la durata del beneficio a sette mesi per le famiglie in cui non siano presenti componenti minorenni, o con più di 59 anni, o disabili. Il DL 48/2023 ha introdotto nuove misure di contrasto alla povertà che sostituiranno l'RdC dal prossimo anno (cfr. il riquadro: *La revisione delle misure di contrasto alla povertà*), oltre a prorogare fino a dicembre del 2023 l'erogazione dell'RdC per i percettori che, prima della scadenza dei sette mesi, siano stati presi in carico dai servizi sociali in quanto non attivabili al lavoro.

#### LA REVISIONE DELLE MISURE DI CONTRASTO ALLA POVERTÀ

Con il DL 48/2023 il Governo ha ridisegnato le misure di contrasto alla povertà e all'esclusione sociale introducendo l'assegno di inclusione (AdI), che dal 2024 sostituirà l'RdC.

Anche l'AdI sarà un sussidio a integrazione del reddito familiare fino alla soglia di 6.000 euro annui per i nuclei formati da una sola persona, un valore aumentato

<sup>2</sup> Il dato si riferisce ai nuclei che hanno beneficiato di almeno una mensilità dell'RdC nel 2022. Si includono anche i percettori di pensione di cittadinanza.

con prefissati coefficienti di equivalenza per i nuclei di dimensione e composizione differenti. Rispetto all'RdC, i coefficienti saranno più alti per gli individui disabili, ma più bassi per gli adulti tra 18 e 59 anni senza carichi di cura e per i minori<sup>1</sup>; tuttavia le famiglie con figli a carico fino a 21 anni che beneficiano dell'assegno unico e universale (AUU) godranno della piena cumulabilità tra quest'ultimo e l'AdI; nella legislazione vigente invece la parte di RdC relativa ai figli che hanno diritto all'AUU è decurtata dall'importo del medesimo. I nuclei che vivono in affitto continueranno a ricevere anche un contributo a copertura del canone di locazione, fino a un massimo di 3.360 euro annui. L'AdI sarà erogato per un periodo continuativo di 18 mesi e, dopo un mese di sospensione, sarà rinnovabile<sup>2</sup>.

A differenza dell'RdC, l'AdI sarà destinato solo alle famiglie che rispettano alcune condizioni anagrafiche o di disabilità, ossia quelle con almeno un componente minorenni, o di età superiore a 59 anni, oppure disabile. Potranno ottenere il beneficio i nuclei che risiedono in Italia da almeno 5 anni, invece dei 10 previsti dall'RdC<sup>3</sup>. L'accesso alla misura rimarrà condizionato alla verifica della situazione economica. La soglia del requisito relativo all'ISEE non cambierà (9.360 euro), ma altri requisiti saranno più restrittivi: per quanto riguarda il patrimonio immobiliare verrà introdotto un vincolo sul valore ai fini dell'Imu dell'abitazione di proprietà; per le famiglie che vivono in affitto la soglia del reddito familiare per ricevere l'AdI non sarà più incrementata di oltre la metà, come invece avviene attualmente per tenere in considerazione i costi connessi con la locazione<sup>4</sup>.

Per favorire la partecipazione al mercato del lavoro degli adulti tra 18 e 59 anni senza carichi di cura e in condizione di disagio economico, il DL 48/2023 ha introdotto il supporto per la formazione e il lavoro (SFL), che sarà erogato da settembre del 2023. Nel caso di partecipazione a programmi formativi o a progetti utili per la collettività, l'SFL prevederà l'erogazione di un'indennità in somma fissa (350 euro mensili), per un periodo non superiore a 12 mesi e non rinnovabile. L'accesso all'SFL sarà riservato a coloro che hanno un ISEE non superiore a 6.000 euro.

Per incoraggiare il reinserimento nel mercato del lavoro sia dei percettori dell'AdI ritenuti occupabili dai servizi sociali sia dei beneficiari dell'SFL, anche le nuove misure prevederanno l'obbligo di partecipare a percorsi di attivazione

<sup>1</sup> In particolare il coefficiente dei componenti disabili o non autosufficienti salirà a 0,5 da 0,4. Il coefficiente scenderà a 0 (da 0,4) per gli adulti tra 18 e 59 anni, oltre il primo, in famiglie nelle quali non sono presenti né minori di 3 anni, né tre o più minorenni, né persone disabili o non autosufficienti. Per quanto riguarda i componenti minorenni, il coefficiente sarà di 0,15 per i primi due e di 0,10 dal terzo in poi; nella scala di equivalenza dell'RdC il coefficiente è per tutti pari a 0,20. Aumenterà infine il limite massimo della scala di equivalenza (a 2,3 da 2,2). La soglia del reddito familiare (da moltiplicare per il coefficiente di equivalenza) sarà innalzata a 7.560 euro annui per i nuclei in cui tutti gli individui hanno almeno 67 anni oppure soffrono di una condizione di disabilità.

<sup>2</sup> Ciascun rinnovo dell'AdI avrà durata pari a 12 mesi (18 nell'RdC).

<sup>3</sup> Modifica introdotta a seguito dell'avvio della procedura di infrazione da parte della Commissione europea nei confronti dell'Italia, in quanto il requisito di residenza di 10 anni è stato ritenuto contrario al regolamento UE/2011/492 e alla direttiva UE/2004/38 in tema di parità di condizioni di trattamento per i cittadini dell'Unione europea.

<sup>4</sup> Per accedere all'RdC la soglia del reddito familiare da moltiplicare per il coefficiente di equivalenza è pari a 6.000 euro per le famiglie che vivono in un'abitazione di proprietà e a 9.360 per i nuclei che vivono in affitto; la soglia per l'accesso all'AdI sarà invece fissata a 6.000 euro per entrambe le tipologie di famiglie.

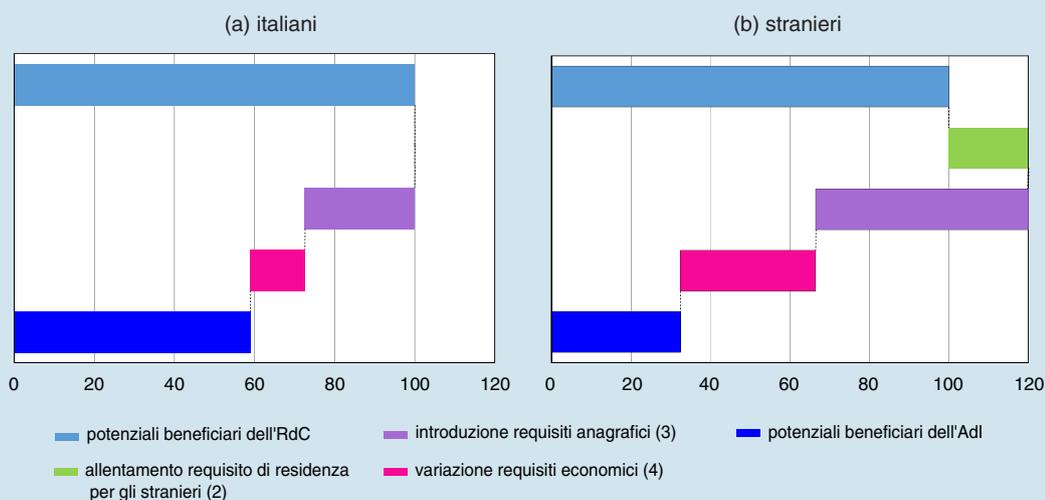
e quello di accettare offerte di impiego che soddisfano specifiche condizioni, cui si aggiungerebbero incentivi ai beneficiari e ai datori di lavoro in caso di avvio di un'attività lavorativa.

Nel prossimo biennio, secondo le stime ufficiali del Governo, le nuove misure impiegherebbero risorse per 7 miliardi all'anno; l'RdC, senza le modifiche previste dall'ultima legge di bilancio, avrebbe comportato una spesa annua di circa 8,8 miliardi.

Utilizzando il modello di microsimulazione della Banca d'Italia (BIMic), si stima che, per le famiglie di residenti di nazionalità italiana, l'introduzione dei requisiti anagrafici<sup>5</sup> riduca la platea dei nuclei potenzialmente beneficiari dell'AdI di quasi il 30 per cento rispetto a quella dell'RdC e che la variazione dei requisiti economici comporti un'ulteriore diminuzione di circa il 10 per cento (figura A, pannello a). Per le famiglie di stranieri, l'estensione della platea derivante dall'allentamento del requisito di residenza in Italia (stimabile in circa il 20 per cento) sarebbe più che controbilanciata dall'irrigidimento delle altre regole di accesso all'AdI, poiché questi nuclei soddisfano con più difficoltà i nuovi requisiti anagrafici e più spesso vivono in affitto; complessivamente il numero di famiglie straniere beneficiarie si ridurrebbe di

Figura A

**Variatione della platea di potenziali beneficiari nel passaggio dall'RdC all'AdI (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) Si ipotizza un tasso di adesione pieno. La platea di potenziali beneficiari delle misure potrebbe essere sottostimata per mancanza di informazioni relative alla condizione di disabilità nell'IBF, utilizzata come base dati del modello BIMic. La stima non tiene conto dell'SFL. In questo esercizio si simula l'effetto di ogni requisito in maniera incrementale: dopo avere introdotto l'unico criterio che amplia la platea dei nuclei eleggibili, si considerano gli interventi che la restringono, a partire da quelli che interessano una platea più estesa sino a quelli che coinvolgono un numero di famiglie più contenuto. L'ordine delle simulazioni, che rileva ai fini della stima degli effetti dei singoli interventi (un nucleo potrebbe infatti essere escluso dall'AdI per mancanza di più di un requisito), non influisce sulla stima della variazione complessiva della platea. – (2) Per l'RdC il requisito è pari a 10 anni; per l'AdI sarà di 5. – (3) Presenza nel nucleo di minori o di anziani di età pari o superiore a 60 anni. – (4) Variazione della scala di equivalenza ed eliminazione dell'incremento della soglia reddituale per i nuclei affittuari previsto per l'RdC. L'altra variazione dei requisiti economici, ossia il vincolo sul valore ai fini dell'Imu dell'abitazione di residenza introdotto con l'AdI, non comporta modifiche nella platea di beneficiari.

<sup>5</sup> Nei dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) della Banca d'Italia utilizzati dal modello di microsimulazione BIMic non è disponibile l'informazione sulla condizione di disabilità. La riduzione della platea di aventi diritto all'AdI per effetto dei requisiti anagrafici è pertanto lievemente sovrastimata.

due terzi rispetto all'RdC (figura A, pannello b). Va peraltro tenuto conto che alcuni dei nuclei percettori dell'RdC privi dei requisiti per accedere all'AdI potrebbero richiedere l'SFL.

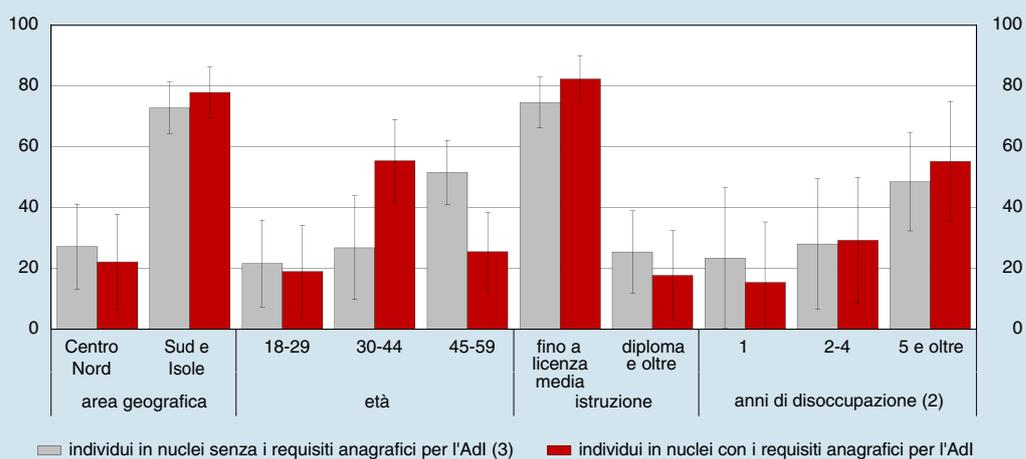
Le modifiche alla scala di equivalenza, oltre ad agire sull'accesso alla misura, avranno un impatto sugli importi mensili dell'AdI. Benché non siano disponibili al momento stime dettagliate per ciascuna tipologia di famiglia, il beneficio dovrebbe in media risultare più elevato per i nuclei con figli sotto i tre anni: la modesta penalizzazione nella scala di equivalenza dei minori in questa fascia di età sarebbe più che compensata dalla piena cumulabilità con l'AUU. Questa compensazione potrebbe non essere sufficiente per alcune famiglie con due genitori e uno o due figli di età superiore a due anni: in questo caso la scala di equivalenza penalizza fortemente gli adulti oltre il primo, ai quali le nuove norme non riconoscono più carichi di cura.

Pur con alcuni margini di approssimazione dovuti alla ridotta numerosità campionaria, i dati dell'IBF riferiti alle persone tra 18 e 59 anni che dichiaravano di percepire l'RdC nel 2019 o nel 2020 consentono di confrontare le caratteristiche di due gruppi di individui: quelli inseriti in nuclei che soddisfano i requisiti anagrafici per richiedere l'AdI e quelli appartenenti alle famiglie che non li soddisfano (i componenti di tali famiglie potranno eventualmente accedere solo all'SFL).

Tra i due gruppi vi è una marcata differenza solo nell'età media, dovuta al fatto che i criteri anagrafici escludono dall'AdI soprattutto le persone nelle classi centrali di età (figura B). Rispetto ai percettori dell'RdC in nuclei con i requisiti anagrafici per richiedere l'AdI, quelli in famiglie senza questi requisiti non hanno

Figura B

**Caratteristiche degli individui appartenenti ai nuclei percettori dell'RdC, con e senza i requisiti anagrafici per accedere all'AdI (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, IBF sul 2020, Archivio storico (versione 11.3, marzo 2023); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

(1) I dati si riferiscono agli individui tra 18 e 59 anni che dichiaravano di percepire l'RdC nel 2019 o nel 2020. Stime puntuali e intervalli di confidenza al 95 per cento. – (2) La domanda sui periodi di disoccupazione dall'inizio dell'attività lavorativa è posta al sottoinsieme di individui che dichiarano di essere disoccupati al momento dell'intervista oppure che rispondono di essere stati disoccupati per almeno 6 mesi in precedenza. – (3) Nell'IBF non sono disponibili informazioni sulla condizione di disabilità. Pertanto gli individui con i requisiti per accedere all'AdI sono definiti come quelli appartenenti a nuclei dove almeno un componente è minorenne o ha più di 59 anni.

caratteristiche tali da prefigurare una probabilità di reinserimento occupazionale significativamente migliore: entrambi i gruppi presentano livelli di istruzione mediamente bassi e non mostrano differenze apprezzabili nella durata dei periodi di disoccupazione<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Questi risultati sono in linea con quanto emerge dalle analisi dell’Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL): tra i percettori dell’RdC attivabili al lavoro e senza un impiego alla fine del 2022, circa sette su dieci possedevano al massimo la licenza media e tre quarti non avevano mai lavorato nei tre anni precedenti.

Dal 2022 le famiglie con figli a carico sotto i 21 anni percepiscono l’assegno unico e universale, il cui importo per alcune tipologie di nuclei è stato aumentato dalla legge di bilancio (cfr. il riquadro: *Le principali misure per le famiglie introdotte con la legge di bilancio per il 2023: effetti redistributivi e sugli incentivi monetari all’offerta di lavoro* del capitolo 10)<sup>3</sup>. La misura, che ha superato la selettività e la frammentazione dei sussidi previgenti e ha contribuito a ridurre la povertà minorile<sup>4</sup>, ha avuto un tasso di adesione molto elevato, riguardando oltre 9,6 milioni di figli (l’88 per cento della platea di riferimento). Sono stati inoltre potenziati gli strumenti di conciliazione tra i carichi di cura e di lavoro per i nuclei con prole (cfr. il capitolo 14: *Le donne nel mercato del lavoro*). Per i dipendenti è diventata strutturale l’estensione fino a dieci giorni del congedo di paternità obbligatorio e sono stati accresciuti l’indennità, la durata e il periodo di fruizione di quello parentale facoltativo indennizzato; è stato inoltre riconosciuto il diritto al congedo parentale ai padri con lavoro autonomo.

## I consumi

Nonostante il calo del reddito disponibile reale, nel 2022 il recupero della spesa delle famiglie residenti è proseguito con intensità analoga all’anno precedente (4,6 per cento a prezzi costanti; tav. 5.2 e fig. 5.1); sarebbe stato sostenuto anche dai risparmi accumulati durante la pandemia e dall’espansione del credito al consumo, pur con differenze fra i nuclei a seconda della loro situazione economica. Dopo una crescita significativa in primavera e in estate, nell’ultimo trimestre i consumi si sono ridotti; in media d’anno si sono collocati su livelli di poco inferiori a quelli del 2019. L’aumento della spesa è stato più marcato per i beni semidurevoli e per i servizi, particolarmente colpiti durante la crisi sanitaria<sup>5</sup>. La spesa per alberghi e ristoranti è salita di circa un quarto, ma è rimasta di oltre il 10 per cento inferiore ai livelli precedenti la pandemia. Anche i consumi in Italia dei non residenti hanno avuto un incremento molto consistente, collegato alla ripresa del turismo (cfr. il capitolo 9: *L’interscambio con l’estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti*).

<sup>3</sup> L’importo dell’assegno è stato aumentato del 50 per cento per: i figli di età inferiore all’anno; la prole di età compresa tra uno e tre anni, nelle famiglie con almeno tre figli e con ISEE inferiore alla soglia massima. Per i nuclei con almeno quattro figli la maggiorazione forfetaria è stata incrementata del 50 per cento.

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli, 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 nella *Relazione annuale* sul 2021.

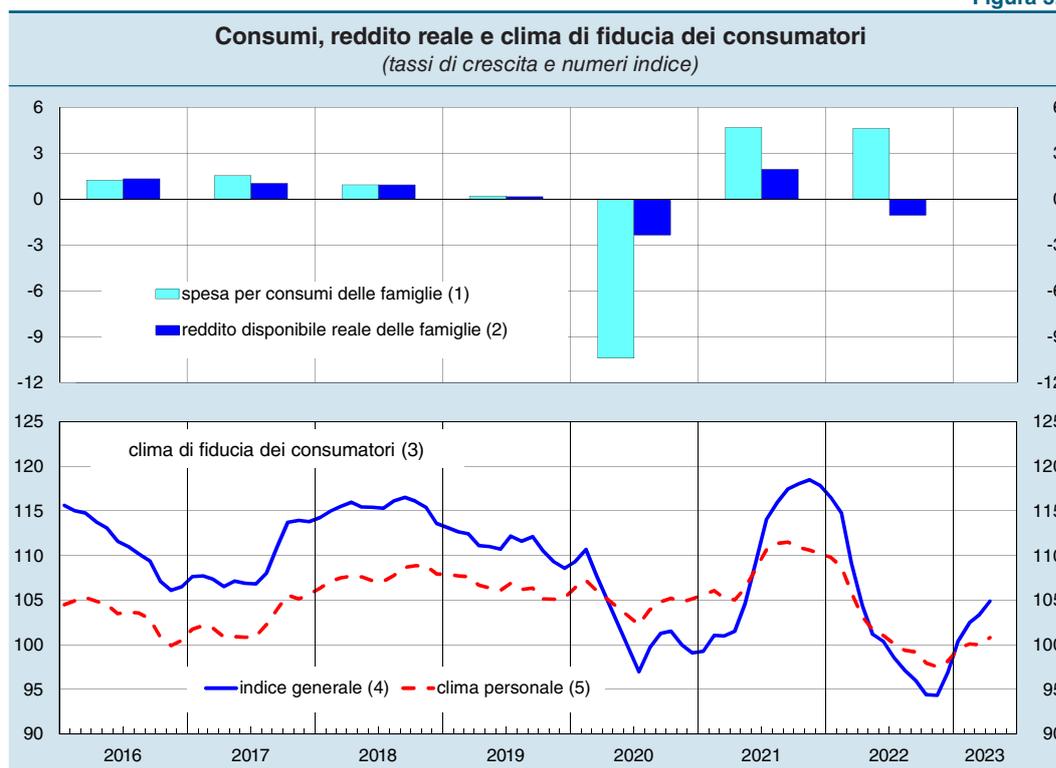
<sup>5</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. S. Emiliozzi, C. Rondinelli e S. Villa, *Consumption during the Covid-19 pandemic: evidence from Italian credit cards*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 769, 2023.

Tavola 5.2

Spesa delle famiglie italiane (valori concatenati e variazioni percentuali)					
VOCI	Peso percentuale nel 2022 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2019	2020	2021	2022
Beni	49,0	0,3	-6,2	5,6	2,4
beni non durevoli	31,3	0,3	-2,8	2,6	0,3
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	14,2	0,5	1,0	0,1	-3,7
beni semidurevoli	9,3	-2,2	-15,3	9,9	12,3
di cui: vestiario e calzature	5,9	-2,3	-21,5	7,1	14,8
beni durevoli	8,4	2,7	-9,1	13,5	0,5
Servizi	51,0	0,4	-15,9	4,1	8,8
di cui: alberghi e ristoranti	9,4	0,9	-41,4	18,9	26,3
istruzione	0,9	0,7	-8,5	10,0	-1,2
<b>Totale spesa interna</b>	<b>100,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-11,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>
Spesa all'estero dei residenti in Italia (1)		3,6	-65,3	20,3	79,5
Spesa in Italia dei non residenti (1)		5,6	-60,8	20,3	83,2
<b>Totale spesa nazionale (2)</b>		<b>0,2</b>	<b>-10,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
<i>per memoria:</i>					
deflatore della spesa nazionale		0,6	0,1	1,5	7,4

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 2022, rispettivamente, all'1,5 e al 3,6 per cento della spesa interna complessiva. – (2) La spesa nazionale è la spesa effettuata dai residenti in Italia, sia all'interno del territorio italiano sia all'estero; è definita come la spesa interna cui viene sommata la spesa all'estero dei residenti in Italia e sottratta la spesa in Italia dei non residenti.

Figura 5.1



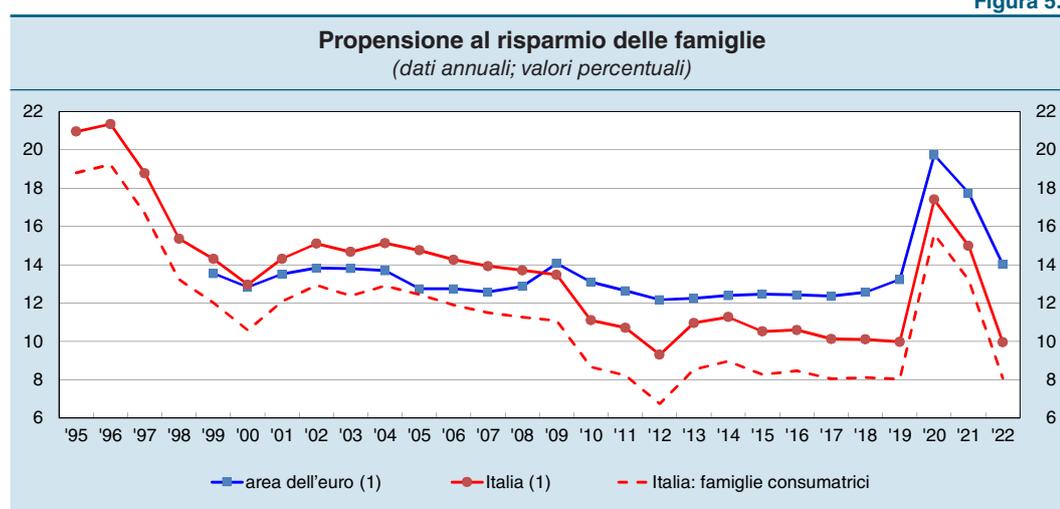
Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

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

A fronte di una dinamica dei consumi più sostenuta di quella dei redditi, dopo il forte aumento del 2020 la propensione al risparmio è caduta: in media d'anno è scesa di 5 punti percentuali (all'8,1 per cento; fig. 5.2); nel quarto trimestre si è collocata su valori inferiori a quelli precedenti la pandemia. Secondo le indagini dell'Istat l'indicatore del clima di fiducia si è nettamente deteriorato a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina e ha continuato a scendere nei mesi successivi in connessione con i rialzi dei prezzi e con il peggioramento delle prospettive economiche; i consumatori ritengono che sia molto opportuno risparmiare, ma segnalano che si è ridotta la loro capacità di farlo. I piani di spesa possono risentire negativamente anche delle aspettative di inflazione elevata, come emerge da analisi sui dati di un sondaggio sperimentale condotto dalla Banca d'Italia nell'estate del 2022. È salita inoltre l'incertezza sulla propria situazione economica rilevata dalle inchieste coordinate dalla Commissione europea, come pure quella misurata sulla base della dispersione delle risposte nelle indagini dell'Istat.

Dalla fine dello scorso anno il clima di fiducia dei consumatori è tornato a migliorare, grazie a giudizi più favorevoli sulla situazione economica generale, nonché ad attese di rafforzamento del mercato del lavoro e di rallentamento dei prezzi. Tuttavia si sta gradualmente esaurendo il sostegno proveniente dalla maggiore liquidità accumulata durante la pandemia.

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; unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp.

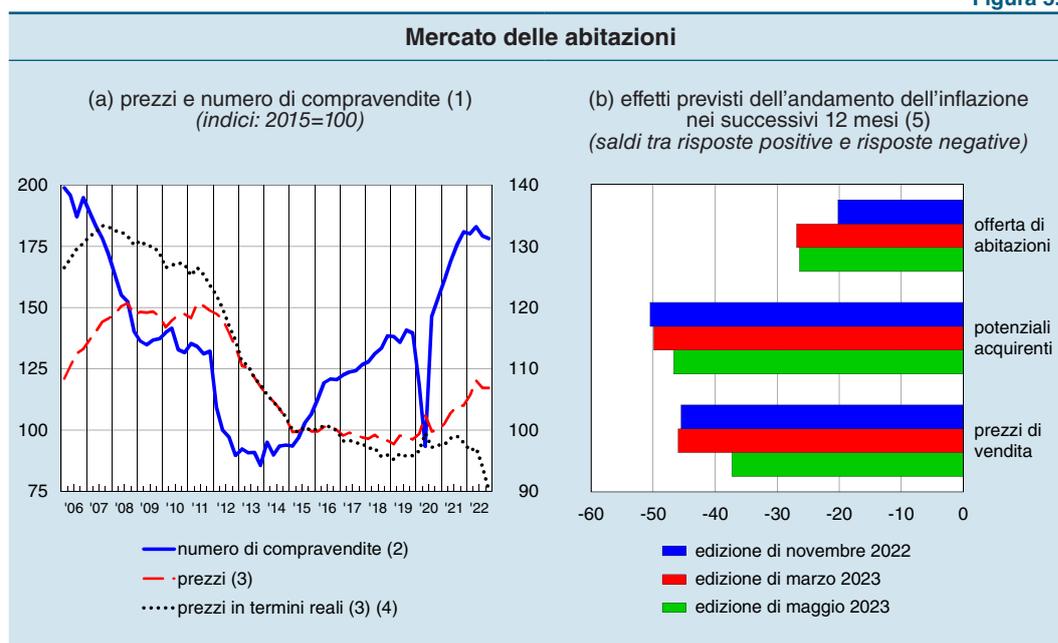
### La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

Secondo nostre stime, nel 2022 la ricchezza delle famiglie detenuta sotto forma di attività reali (prevalentemente abitazioni) è aumentata dell'1,6 per cento in termini nominali. L'espansione del mercato immobiliare è stata più contenuta rispetto al 2021, risentendo della progressiva restrizione delle condizioni di offerta del credito, soprattutto nella seconda parte dell'anno. Le compravendite di abitazioni, dopo il forte rialzo nel 2021 (circa un quarto in più rispetto al 2019), sono cresciute poco meno del 5 per cento; alla fine dell'anno si collocavano tuttavia sui livelli più alti degli ultimi

quindici anni (fig. 5.3.a). I prezzi delle case sono ancora saliti (3,8 per cento), ma ben al di sotto dell'inflazione al consumo.

Sulla base dei sondaggi condotti dalla Banca d'Italia, nel corso dell'anno le aspettative degli agenti immobiliari sull'andamento del mercato si sono nettamente deteriorate; vi ha contribuito l'alta inflazione che nelle valutazioni degli operatori ha un impatto negativo particolarmente pronunciato sulle intenzioni di acquisto di abitazioni, esercitando pressioni al ribasso sui prezzi (fig. 5.3.b). Nostre elaborazioni sui dati relativi agli annunci sulla piattaforma digitale Immobiliare.it indicano che la domanda ha continuato a indebolirsi nei primi mesi del 2023.

Figura 5.3



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) Risposte alle corrispondenti domande del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* nelle edizioni di novembre del 2022, marzo del 2023 e maggio del 2023.

### La ricchezza e gli investimenti finanziari

Nostre valutazioni indicano che nel 2022 la ricchezza totale netta delle famiglie, pari al valore delle attività finanziarie e di quelle reali al netto delle passività, è diminuita a 8,2 volte il reddito disponibile, da 8,8 del 2021. Il calo è dovuto alla forte riduzione della ricchezza finanziaria lorda (-5,1 per cento) in seguito alla marcata svalutazione delle attività (-6,6 per cento), nonostante gli investimenti finanziari siano rimasti positivi (tav. 5.3). Il rapporto tra la ricchezza finanziaria lorda e il reddito disponibile è sceso a 4,0, un valore che resta ancora leggermente superiore alla media dell'ultimo decennio; la contrazione è stata simile a quella dell'area dell'euro (fig. 5.4.a).

I flussi per investimenti finanziari si sono quasi dimezzati, frenati dall'incertezza e dall'accresciuta volatilità dei mercati. Le scelte delle famiglie si sono indirizzate verso

Tavola 5.3

<b>Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2022	Composizione percentuale		2021	2022
		2021	2022		
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Biglietti e monete	204.247	3,7	4,0	12.914	6.149
Depositi (3)	1.429.160	26,2	27,8	57.266	8.791
italiani	1.405.847	25,8	27,4	57.266	8.791
depositi a vista	994.775	18,0	19,4	71.793	20.637
altri depositi	411.073	7,8	8,0	-14.527	-11.846
Titoli obbligazionari	260.001	4,4	5,1	-19.428	64.782
italiani	187.973	3,0	3,7	-10.737	58.610
<i>di cui:</i> pubblici	148.520	2,2	2,9	-6.295	54.207
bancari	30.556	0,5	0,6	-6.220	7.791
esteri	72.028	1,4	1,4	-8.691	6.172
Quote di fondi comuni	663.999	14,1	12,9	49.835	-4.576
italiani	197.451	4,2	3,8	630	-5.560
esteri	466.548	9,9	9,1	49.205	984
Azioni e partecipazioni	1.321.325	26,2	25,7	-8.173	-25.451
italiane	1.213.897	24,0	23,6	-10.771	-29.034
estere	107.428	2,1	2,1	2.598	3.582
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.065.324	22,4	20,7	27.255	12.554
<i>di cui:</i> riserve ramo vita	751.432	16,4	14,6	20.901	9.422
Altre attività emesse dai residenti (4)	194.312	3,2	3,8	23.461	17.840
<b>Totale attività</b>	<b>5.138.370</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>143.130</b>	<b>80.089</b>
<i>per memoria:</i> risparmio gestito (5)	1.536.649	32,9	29,9	74.056	7.399
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine (6)	48.330	4,6	4,7	2.549	3.709
<i>di cui:</i> bancari	44.812	4,3	4,3	2.152	3.545
Debiti a medio e a lungo termine (7)	748.248	72,5	72,6	25.109	24.116
<i>di cui:</i> bancari	635.834	61,8	61,7	19.815	17.729
Altre passività (8)	234.535	22,9	22,7	8.415	4.535
<b>Totale passività</b>	<b>1.031.112</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>36.074</b>	<b>32.360</b>
<b>SALDO</b>	<b>4.107.258</b>			<b>107.056</b>	<b>47.729</b>

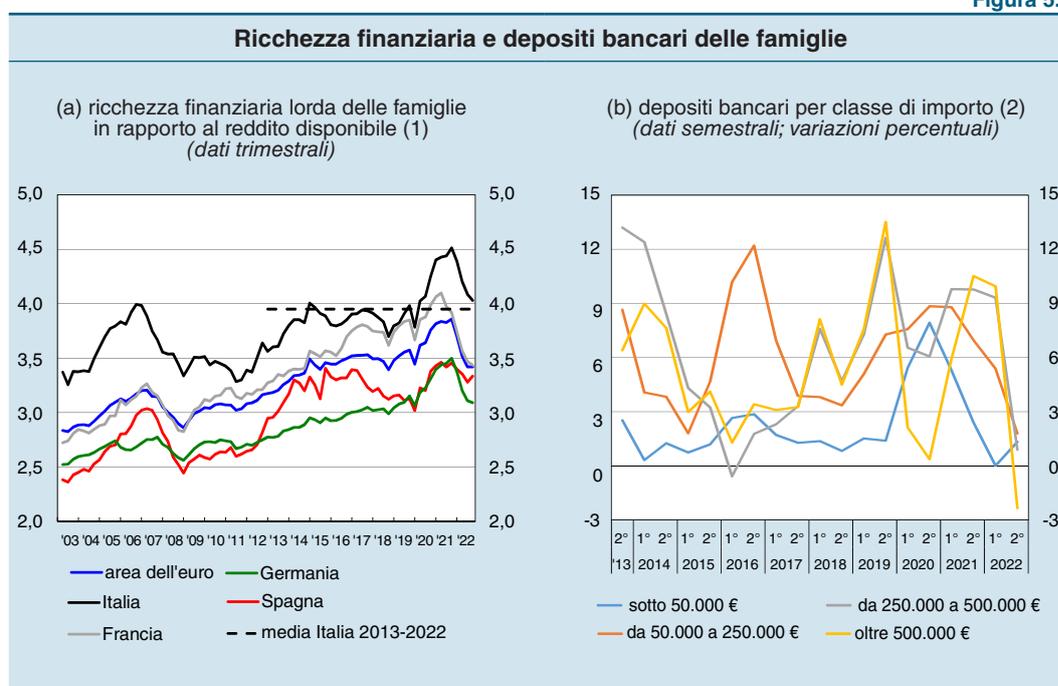
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. 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 attività oggetto di investimento attraverso le gestioni patrimoniali sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include i conti correnti Bancoposta e le passività della Cassa depositi e prestiti. – (4) Crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (5) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, gestioni patrimoniali, fondi pensione e pensioni integrative; è escluso il TFR. – (6) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (7) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e i prestiti da altri residenti. – (8) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

titoli obbligazionari, soprattutto pubblici italiani: nel 2022 gli acquisti netti di questi ultimi hanno superato 54 miliardi di euro (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'inflazione sulla ricchezza finanziaria delle famiglie e delle imprese* del capitolo 4), a fronte della vendita netta di azioni in atto dal 2016.

La crescita dei depositi si è assai indebolita nella seconda parte del 2022 e nelle classi di importo più alto (fig. 5.4.b), risentendo anche del limitato adeguamento dei saggi di remunerazione (cfr. il riquadro: *La trasmissione della restrizione monetaria al costo del credito* del capitolo 3). Per la prima volta dal 2011 si è osservato un lieve deflusso di risorse dai fondi comuni e, dopo più di dieci anni di espansione, la quota di ricchezza finanziaria riconducibile agli strumenti del risparmio gestito è scesa di 3 punti percentuali, al 29,9 per cento, un valore comparabile a quello del 2015 e inferiore alla media dei paesi dell'area (35,0 per cento). Gli investimenti in polizze assicurative hanno rallentato (cfr. il capitolo 12: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

Figura 5.4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), Istat, BCE e segnalazioni di vigilanza.  
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*. – (2) Dati riferiti alle famiglie consumatrici. Variazioni sul periodo corrispondente.

Investendo in quote di fondi comuni<sup>6</sup>, nel tempo le famiglie hanno accresciuto la propria esposizione verso i mercati finanziari globali<sup>7</sup>. Secondo nostre stime basate sul metodo del *look-through*<sup>8</sup>, nel corso del triennio 2020-22, periodo caratterizzato

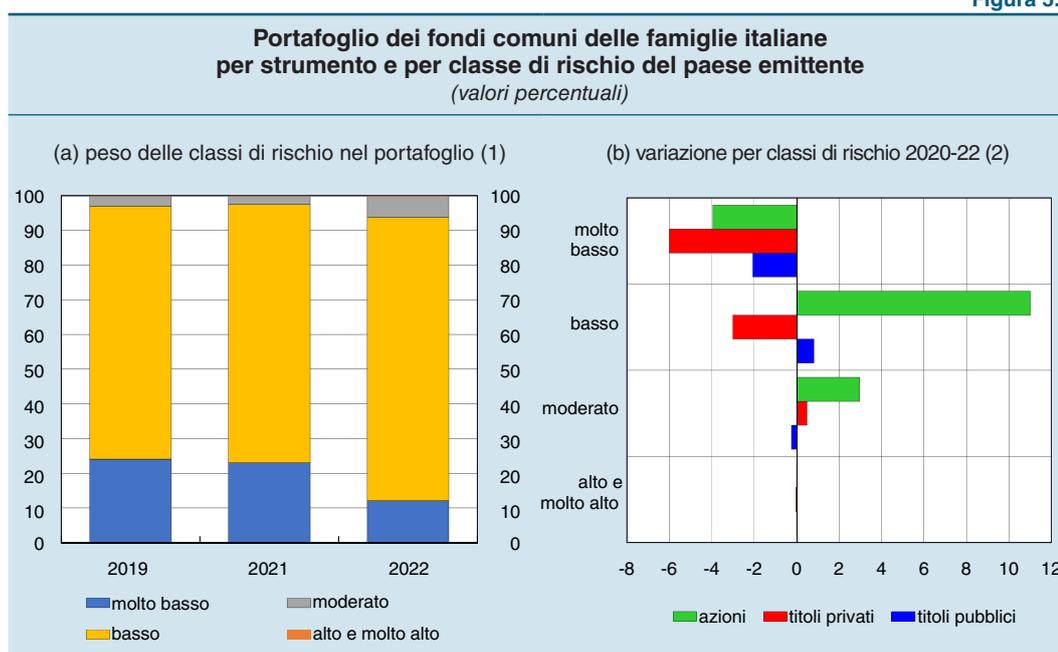
<sup>6</sup> Alla fine del 2022 i fondi comuni detenuti dalle famiglie italiane rappresentavano il 12,9 per cento della loro ricchezza finanziaria e investivano in attività estere l'87 per cento del proprio portafoglio.

<sup>7</sup> Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito* del capitolo 7 e il riquadro: *Un'analisi del portafoglio dei fondi comuni esteri detenuti dalle famiglie* del capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2018.

<sup>8</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Metodo del look-through*.

da eccezionale instabilità, il rischio paese<sup>9</sup> associato agli investimenti sottostanti alle quote dei fondi comuni è lievemente aumentato (fig. 5.5.a), soprattutto a causa della transizione di alcuni paesi dalla classe di rischio molto basso a quelle a rischio basso o moderato. Si è inoltre osservata una ricomposizione del portafoglio verso le azioni emesse da paesi a rischio minore (fig. 5.5.b). Gli investimenti in titoli di capitale sono prevalentemente attribuibili a società con sede negli Stati Uniti; il peso di questi investimenti sul totale dei fondi comuni detenuti dalle famiglie è passato dal 16 al 23 per cento. È rimasta pressoché nulla la quota investita in attività finanziarie emesse dai paesi più rischiosi.

Figura 5.5



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza, Morningstar Direct, PRS Group (*composite risk rating* dell'ICRG).

(1) Composizione degli strumenti finanziari detenuti dai fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane; sono inclusi i titoli detenuti dai fondi di fondi. – (2) Variazione in punti percentuali del peso degli strumenti nel portafoglio.

## L'indebitamento

Nel 2022 l'indebitamento delle famiglie consumatrici italiane verso banche e società finanziarie è cresciuto del 4,6 per cento (tav. 5.4); a fronte di un leggero rallentamento dei mutui immobiliari (4,7 per cento), il credito al consumo ha accelerato (al 5,9). Alla fine dell'anno i debiti finanziari delle famiglie erano pari al 62,5 per cento del reddito disponibile, circa 2 punti percentuali in meno del 2021 e oltre 30 punti inferiori alla media dell'area dell'euro (fig. 5.6).

I prestiti per l'acquisto delle abitazioni continuano a rappresentare la passività più importante per le famiglie italiane. Dal 2007 la loro quota sul totale del debito è

<sup>9</sup> I rischi sono misurati attraverso l'utilizzo della valutazione complessiva del profilo di rischio paese (*composite risk rating*) dell'*International Country Risk Guide* (ICRG) elaborata da PRS Group. L'ICRG copre oltre 140 tra paesi e centri finanziari offshore. Il *composite risk rating* è calcolato come media pesata del rischio politico, finanziario ed economico assegnato a ogni paese.

Tavola 5.4

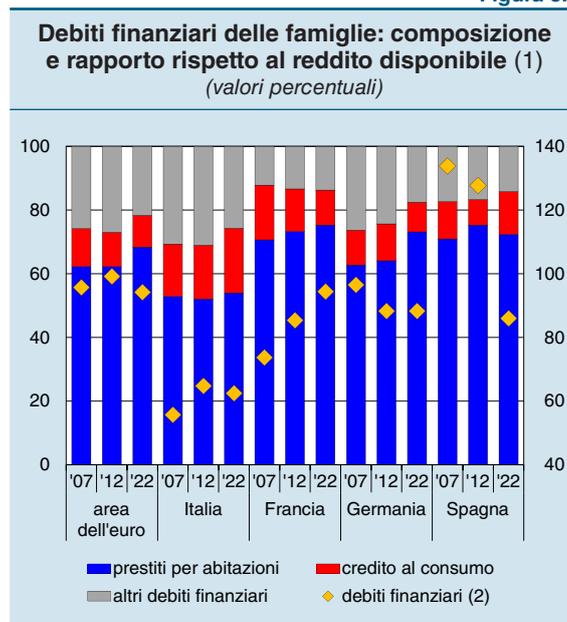
<b>Credito alle famiglie consumatrici (1)</b> (dati di fine periodo; valori percentuali e milioni di euro)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2023 (2)
	2019	2020	2021	2022	marzo 2023	
<b>Prestiti per l'acquisto di abitazioni</b>						
Banche	2,5	2,3	5,0	4,7	3,3	414.274
<b>Credito al consumo</b>						
Totale	8,5	0,5	3,2	5,9	6,1	161.429
banche	8,5	-0,6	1,0	2,8	3,2	117.691
società finanziarie	8,5	3,7	9,7	15,0	14,4	43.739
<b>Altri prestiti (3)</b>						
Banche	0,5	0,1	3,2	1,8	-1,2	100.120
<b>Totale</b>						
<b>Totale banche e società finanziarie</b>	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>	<b>675.823</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.

stabile (poco oltre il 50 per cento), rimanendo contenuta nel confronto internazionale; alla fine dello scorso anno oltre il 60 per cento dei mutui era a tasso fisso.

Secondo i dati delle rilevazioni Taxia, nel 2022 il numero di mutui è cresciuto esclusivamente per la classe di mutuatari in cui l'intestatario principale del contratto aveva un'età inferiore a 35 anni, arrivando a rappresentare quasi il 40 per cento delle nuove erogazioni<sup>10</sup>, la quota massima dal 2007 (fig. 5.7.a). I debitori più giovani hanno continuato a beneficiare della garanzia pubblica per l'acquisto della prima casa. Secondo i dati della Concessionaria servizi assicurativi pubblici (Consap), i finanziamenti con garanzia a valere sul Fondo prima casa a richiedenti di età inferiore a 36 anni sono saliti a circa 84.000, per un valore di quasi 10,8 miliardi (da poco meno di 4 nel 2021); queste garanzie rappresentano circa i tre quarti delle coperture complessivamente concesse.

Figura 5.6

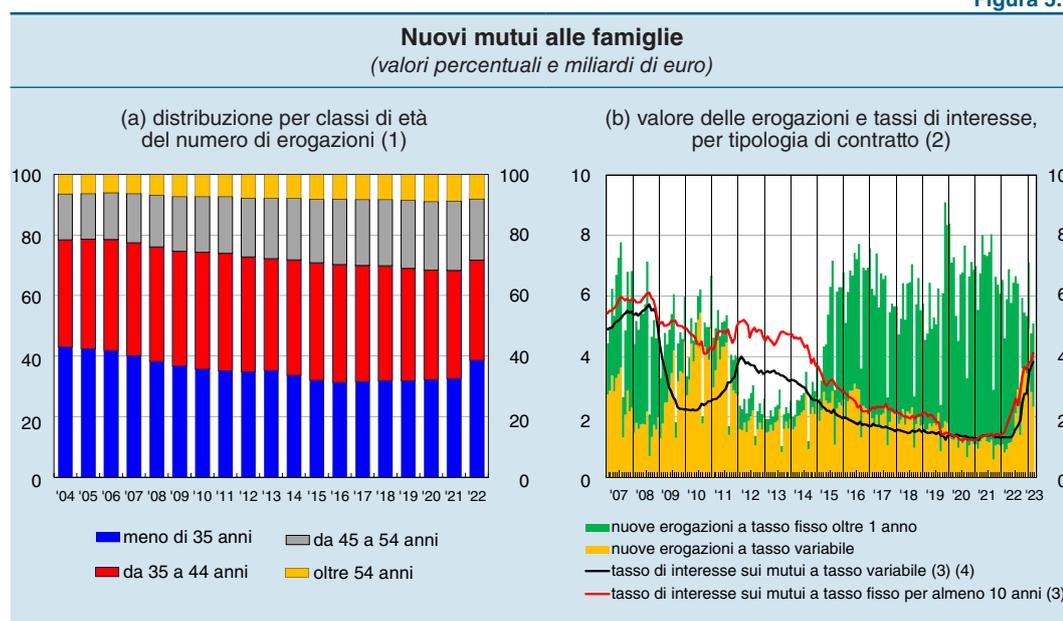


<sup>10</sup> In termini di valore, nel 2022 le nuove erogazioni in favore dei giovani hanno rappresentato il 38,1 per cento del totale.

Nel corso dell'anno le erogazioni complessive sono diminuite per effetto del graduale irrigidimento delle condizioni di offerta e del marcato rialzo dei tassi applicati alle nuove operazioni (fig. 5.7.b). Le attese di una politica monetaria progressivamente più restrittiva hanno determinato dalla primavera un rialzo dei costi dei finanziamenti a tasso fisso (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), che ha spinto le famiglie a preferire i mutui a tasso variabile. Nei primi mesi del 2023, quando il differenziale di costo tra le due tipologie di contratti si è ridotto, le nuove erogazioni di mutui a tasso fisso hanno ripreso ad aumentare.

Tra il 2015 e il 2019 il credito al consumo è cresciuto soprattutto per l'acquisto di beni durevoli, favorito dall'allentamento delle condizioni di offerta. L'incremento è stato trainato dai nuclei appartenenti alle classi di reddito più elevate, che tendono a detenere un ammontare limitato di attività liquide<sup>11</sup>. L'indebitamento per finalità di consumo si è poi contratto con la pandemia, riflettendo principalmente l'andamento della domanda. Nel 2022 la dinamica del credito al consumo si è riportata su tassi di crescita in linea con quelli prevalenti nel periodo precedente la crisi sanitaria: l'incidenza di questi finanziamenti rispetto al reddito disponibile si è collocata al 12,7 per cento, a fronte del 9,4 della media dell'area dell'euro. Nei primi mesi del 2023 l'espansione è proseguita, risentendo del continuo miglioramento del clima di fiducia dei consumatori<sup>12</sup>.

Figura 5.7



(1) Dati riferiti a finanziamenti alle famiglie consumatrici con valore dell'accordato o dell'utilizzato pari o superiore a 75.000 euro. – (2) Dati riferiti alle nuove operazioni a famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. – (3) Scala di destra. – (4) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

<sup>11</sup> S. Magri, V. Michelangeli, S. Pastorelli e R. Pico, *The expansion of consumer credit in Italy and in the euro area: what are the drivers and the risks?*, "European Review", 30, 3, 2022, pp. 322-352, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 500, 2019.

<sup>12</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023.

## 6. LE IMPRESE

Nel 2022 il valore aggiunto è cresciuto del 3,9 per cento; è stato sostenuto dalla ripresa della domanda e ha beneficiato, in alcuni settori, di significativi interventi pubblici. L'attività ha continuato a espandersi nei servizi, in particolare grazie all'ulteriore forte crescita di taluni comparti più penalizzati dalla crisi pandemica come il commercio, i trasporti, l'alloggio e la ristorazione. Il valore aggiunto nella manifattura è rimasto sostanzialmente stazionario, in parte frenato dai notevoli incrementi della spesa energetica. Nel settore delle costruzioni la crescita è stata molto marcata, anche grazie agli incentivi pubblici.

Si sono ridotte le difficoltà di approvvigionamento degli input intermedi, mentre sono aumentate le pressioni sui costi connesse con i rincari dell'energia, il cui impatto è stato attenuato dalle politiche di sostegno pubblico e dalle strategie di contenimento adottate dalle imprese.

Nella media dell'anno gli investimenti hanno continuato ad aumentare, anche al netto delle costruzioni; le imprese ne prefigurano nel complesso un'espansione per il 2023, guidata soprattutto dalle aziende di servizi.

Le domande di brevetti sono diminuite, mentre si è rafforzata l'attività in ricerca e sviluppo. Prosegue la trasformazione digitale, sebbene permangano alcune aree di ritardo, in particolare nell'utilizzo dei big data, dell'intelligenza artificiale e delle misure di sicurezza informatica.

I rialzi dei prezzi delle materie prime energetiche e la semplificazione dei processi autorizzativi hanno fornito un impulso al raggiungimento degli obiettivi di produzione di energia rinnovabile fissati dal *Piano per la transizione ecologica*. Nella stessa direzione potrà andare l'attuazione del programma europeo per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia (*REPowerEU*).

Le imprese hanno accresciuto la redditività e mantenuto ampie scorte di liquidità. La leva finanziaria, anche se in aumento per effetto della diminuzione del valore del patrimonio a prezzi di mercato, resta su livelli contenuti nel confronto storico; il rapporto tra debito delle aziende e PIL è inferiore a quello medio dell'area dell'euro.

Si è arrestata la crescita dei prestiti bancari e sono aumentati i tassi di interesse applicati dagli intermediari, riflettendo il processo di normalizzazione della politica monetaria. La dinamica del credito è stata eterogenea e il calo dei finanziamenti ha interessato soltanto le imprese più rischiose. Recenti provvedimenti annunciati dal Governo per favorire lo sviluppo del mercato dei capitali potranno contribuire a sostenere la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese.

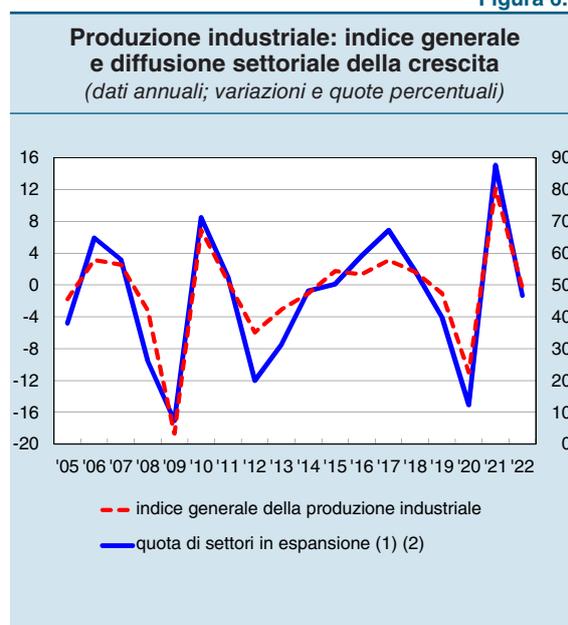
## Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo

*Il valore aggiunto e la produzione.* – Nel 2022 il valore aggiunto dell'economia è aumentato del 3,9 per cento, superando di quasi il 2 per cento il livello del 2019. L'attività è cresciuta soprattutto nelle costruzioni e in modo più contenuto nei servizi, mentre è rimasta pressoché invariata nella manifattura ed è diminuita nell'agricoltura.

La produzione industriale si è ridotta dello 0,4 per cento, dopo essere salita del 12,1 nel 2021. Sul ristagno dell'attività hanno inciso i rincari di gas ed elettricità, che hanno incrementato i costi di produzione soprattutto nei settori a più alta intensità energetica<sup>1</sup>, come la metallurgia e la chimica. La quota dei comparti in espansione è scesa sotto il 50 per cento (fig. 6.1).

Nella media dell'anno la produzione industriale è risultata ancora lievemente inferiore rispetto al 2019. Tra i settori che non hanno ancora recuperato i livelli di attività precedenti la pandemia, pur crescendo nel 2022, figurano quello del tessile e dell'abbigliamento (-15,6 per cento), nonché il comparto della fabbricazione di mezzi di trasporto (-5,4).

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.

Nelle costruzioni il valore aggiunto ha continuato ad aumentare a ritmi elevati (al 10,2 per cento dal 20,7 nel 2021), superando del 25,3 per cento il livello del 2019. Nell'edilizia residenziale l'attività è stata sostenuta dagli incentivi fiscali per la riqualificazione del patrimonio abitativo e il miglioramento dell'efficienza energetica. Secondo l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), condotta dalle Filiali della Banca d'Italia tra febbraio e maggio di quest'anno, circa il 55 per cento delle imprese con almeno dieci addetti beneficerà nel 2023 del Superbonus 110 per cento introdotto dal DL 34/2020 (per una valutazione dell'impatto di questo incentivo, inclusi i costi per le finanze pubbliche, cfr. il riquadro: *I recenti incentivi fiscali in materia edilizia* del capitolo 10). Anche l'espansione dell'attività nel comparto non residenziale ha usufruito delle misure pubbliche a sostegno degli interventi di ristrutturazione del patrimonio edilizio. Per quasi tre imprese su cinque tra quelle intervistate a settembre e ottobre del 2022 nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e*

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. F. Corsello, M. Flaccadoro e S. Villa, *Quantity versus price dynamics: the role of energy and bottlenecks in the Italian industrial sector*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

dei servizi (Sondtel)<sup>2</sup>, il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) potrebbe inoltre determinare nei prossimi dodici mesi un incremento delle commesse di opere pubbliche (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del PNRR* del capitolo 4).

Il valore aggiunto nei servizi è aumentato del 4,8 per cento, portandosi appena sopra il livello precedente la pandemia, nonostante i rincari energetici abbiano colpito anche le imprese del settore. L'espansione, più intensa nel secondo e nel terzo trimestre, si è pressoché arrestata nello scorcio dell'anno. I comparti con gli incrementi più marcati sono stati quelli legati alle attività turistiche e ricreative, che avevano sofferto maggiormente durante la crisi sanitaria. I servizi di alloggio e ristorazione sono cresciuti del 27,0 per cento (dal 22,2 nel 2021), i trasporti del 17,0 (dall'11,2), le attività artistiche, di intrattenimento e divertimento e altri servizi dell'8,1 (dal 2,4).

Secondo le stime preliminari diffuse dall'Istat, nel primo trimestre del 2023 il prodotto interno lordo è salito dello 0,5 per cento sul periodo precedente, mentre la produzione industriale è rimasta sostanzialmente stazionaria. Gli indicatori del clima di fiducia delle aziende e gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' indices*, PMI) prefigurano una moderata espansione dell'attività nei prossimi mesi. Sulla base dell'ultima *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi con almeno 50 addetti, le aziende si attendono un miglioramento delle proprie condizioni operative nel secondo trimestre rispetto alla precedente rilevazione; il contributo della ripresa della domanda e dell'attenuarsi delle difficoltà legate agli elevati prezzi energetici e alla fornitura di input intermedi più che compenserebbe quello, di segno opposto, dell'inasprimento delle condizioni di accesso al credito. Segnali positivi arrivano anche dalla produzione nelle costruzioni, che è aumentata dell'1,1 per cento nel primo trimestre dell'anno in corso.

*L'approvvigionamento dei beni intermedi.* – I problemi di approvvigionamento di beni intermedi di cui hanno sofferto le imprese dalla metà del 2021 sono in corso di risoluzione. L'indice PMI relativo ai tempi di consegna è progressivamente migliorato e, per la prima volta in tre anni, a marzo del 2023 è tornato sopra la soglia che indica una riduzione dei tempi di fornitura. Sulla base dei dati raccolti con l'indagine Sondtel, nei primi nove mesi del 2022 le difficoltà di approvvigionamento hanno riguardato principalmente l'aumento del costo dei beni intermedi (secondo il 61 per cento delle imprese, dall'84 nello stesso periodo del 2021). Circa un terzo delle aziende intervistate ha dichiarato di avere problemi legati alla indisponibilità di input produttivi (dall'81 per cento nel 2021). Per circa il 50 per cento delle imprese le difficoltà di approvvigionamento hanno comportato un incremento del prezzo di vendita dei propri prodotti o servizi e per la metà di queste anche una compressione dei margini di profitto. Considerando l'insieme di tutte le imprese, i margini sarebbero scesi per il 50 per cento di quelle intervistate. Secondo l'indagine Invind, per rispondere ai problemi di approvvigionamento, nel 2022 circa il 41 per cento delle aziende ha adeguato la rete dei propri fornitori; nell'anno in corso questa strategia si concentrerebbe sull'ampliamento della rete stessa (cfr. il riquadro: *L'autonomia strategica del settore produttivo italiano*).

<sup>2</sup> Per approfondimenti, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi (Sondtel)*.

L'esperienza della pandemia e la recente crisi energetica hanno ravvivato il dibattito sui rischi derivanti da un'alta dipendenza dall'estero per l'approvvigionamento di materie prime e beni intermedi<sup>1</sup>, in particolare di quelle energetiche; tale dipendenza espone infatti il settore produttivo ai rischi di possibili interruzioni nelle forniture e di ampi rialzi dei prezzi (cfr. il riquadro: *Fonti e utilizzi dell'energia in Italia e nell'Unione europea* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2021). In questo contesto l'Unione europea ha promosso il concetto di *open strategic autonomy*, che prevede una maggiore indipendenza negli approvvigionamenti di input nei settori strategici pur mantenendo una forte integrazione nel commercio internazionale<sup>2</sup>.

La Commissione europea ha elaborato una metodologia per identificare i beni rispetto ai quali le produzioni dell'Unione sono particolarmente esposte al rischio di indisponibilità<sup>3</sup>. In questo modo sono individuati gli input produttivi che, per la notevole concentrazione dell'offerta o per la limitata sostituibilità, danno luogo a una elevata dipendenza dall'estero<sup>4</sup>. Adattando all'Italia questa metodologia, si può simulare l'impatto sul valore aggiunto manifatturiero di una riduzione delle importazioni di questi input da paesi ad alto rischio geopolitico, secondo una logica di stress test<sup>5</sup>.

Gli input di materie prime non energetiche, beni intermedi e beni capitali<sup>6</sup> a rischio sono identificati dalla compresenza di tre condizioni: (a) elevata concentrazione delle importazioni per paese fornitore (indice di Herfindahl superiore a 0,4); (b) quota di importazioni da paesi extra UE superiore al 50 per cento; (c) difficoltà di sostituzione delle importazioni con beni prodotti in paesi della UE (rapporto tra importazioni ed esportazioni superiore a 1).

In base a questi criteri, nel 2019 gli input vulnerabili erano 333, pari al 3,4 per cento delle importazioni totali di circa 5.000 beni considerati. I principali

<sup>1</sup> E. Di Stefano, *Covid-19 and global value chains: the ongoing debate*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 618, 2021.

<sup>2</sup> Commissione europea, *Europe's moment. Repair and prepare for the next generation*, COM(2020) 456 final, 2020.

<sup>3</sup> Commissione europea, *Strategic dependencies and capacities*, SWD(2021) 352 final, 2021: si tratta del documento di lavoro che accompagna *Updating the 2020 new industrial strategy: building a stronger single market for Europe's recovery*, COM(2021) 350 final, 2021.

<sup>4</sup> La Commissione europea ha individuato anche un'altra metodologia concentrata esclusivamente sulle materie prime – non energetiche e non agricole – che vengono classificate come critiche se economicamente rilevanti e a elevato rischio di difficoltà nell'approvvigionamento (ad es. quelle impiegate in tecnologie strategiche o caratterizzate da riserve scarse a livello globale; cfr. Commissione europea, *Study on the critical raw materials for the EU 2023. Final Report*, 2023).

<sup>5</sup> A. Borin, G. Cariola, E. Gentili, A. Linarello, M. Mancini, L. Panon ed E. Sette, *Identifying strategic dependencies using customs data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> I prodotti sono definiti sulla base della classificazione Nomenclatura combinata a otto cifre (NC8) del commercio estero (secondo la classificazione Broad Economic Categories delle Nazioni Unite del 2019). L'analisi esclude i beni le cui importazioni sono inferiori a un milione di euro in un anno, data la loro limitata rilevanza quantitativa. Per maggiori dettagli, cfr. nelle *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: misurazione dell'autonomia strategica del settore produttivo italiano*.

input per valore delle importazioni includono alcuni prodotti della metallurgia (3,0 miliardi di euro), della chimica (2,4 miliardi) e delle materie prime alimentari (2,0 miliardi). Per 57 prodotti, che rappresentano il 17 per cento del valore delle importazioni di beni vulnerabili, la capacità di sostituzione dei fornitori esteri potrebbe essere limitata dalla concentrazione dell'offerta a livello internazionale<sup>7</sup>; le importazioni di beni vulnerabili provengono per un terzo da paesi classificabili ad alto rischio geopolitico<sup>8</sup>.

Tra i primi dieci comparti per quota di valore aggiunto sul totale dell'economia, si collocano al di sopra dell'incidenza media nazionale delle importazioni di beni vulnerabili sul totale (3,4 per cento) i settori del commercio al dettaglio, della fabbricazione di prodotti in metallo (esclusi macchinari e attrezzature), del magazzinaggio e attività di supporto ai trasporti, dei lavori di costruzione specializzati, e il comparto del commercio all'ingrosso<sup>9</sup>; questi cinque settori rappresentano oltre un quarto del valore aggiunto complessivo (figura, pannello a).

Nella manifattura, a seconda delle ipotesi sull'elasticità di sostituzione di input vulnerabili con altri non vulnerabili nei processi produttivi<sup>10</sup>, si stima che una riduzione del 25 per cento delle importazioni dei beni vulnerabili provenienti dai paesi ad alto rischio geopolitico, non compensata da acquisti da altri paesi, comporterebbe un minore valore aggiunto compreso tra lo 0,2 e lo 0,9 per cento; con un calo del 50 per cento, la diminuzione dell'attività sarebbe nettamente più intensa, compresa tra lo 0,6 e il 6 per cento. L'impatto sul valore aggiunto dipende dall'interazione tra l'entità del calo delle importazioni dei beni vulnerabili e la difficoltà delle imprese di sostituirli nel processo produttivo: i due fattori si rafforzano vicendevolmente, determinando una forte incertezza riguardo alla dimensione degli effetti sul valore aggiunto.

I comparti maggiormente esposti sono quelli del tessile, dell'elettronica, della farmaceutica e della metallurgia (figura, pannello b), sia per l'elevata incidenza della spesa per beni vulnerabili su quella per beni intermedi sia per la maggiore dipendenza delle importazioni da paesi ad alto rischio geopolitico. Queste stime non considerano gli effetti indiretti sul valore aggiunto, attraverso le catene del valore interne, che potrebbero amplificare lo shock iniziale. Viceversa, nel medio termine l'aumento della capacità di sostituire gli input vulnerabili o di adeguare la tecnologia per ridurne il consumo attenuerebbe le conseguenze sul valore aggiunto.

<sup>7</sup> L'analisi si basa sui dati della Base pour l'analyse du commerce international (BACI) del Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII). Il valore di concentrazione dell'offerta in base alla Nomenclatura combinata a sei cifre (NC6) usato come soglia per definire l'elevata concentrazione dell'offerta corrisponde a un indice di Herfindahl superiore al 40 per cento.

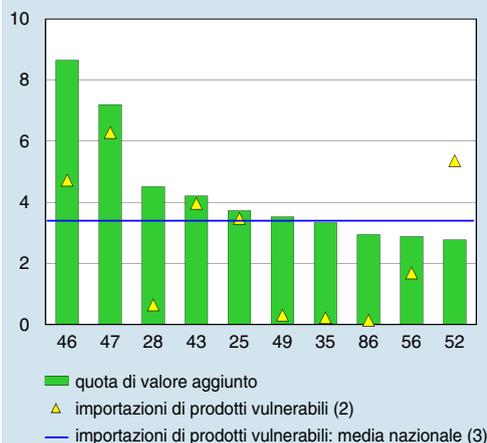
<sup>8</sup> Utilizzando il criterio proposto da un recente studio (B. Javorcik, L. Kitzmüller, H. Schweiger, M. Yildirim, *Economic costs of friend-shoring*, CEPR Discussion Paper, 17764, 2022), sono stati classificati come ad alto rischio geopolitico i paesi che hanno espresso un voto nelle assemblee generali delle Nazioni Unite diverso da quello dei principali paesi occidentali, compresa l'Italia, nella votazione della risoluzione dell'assemblea generale delle Nazioni Unite del 23 febbraio 2023 sulla pace in Ucraina.

<sup>9</sup> Le aziende del comparto del commercio all'ingrosso e, in misura minore, di quello al dettaglio potrebbero importare prodotti vulnerabili e rivenderli poi a imprese di altri settori che li utilizzano nei processi produttivi. Non avendo modo di identificare questi flussi intersettoriali, la stima rappresenta un'approssimazione dell'esposizione settoriale effettiva agli input vulnerabili.

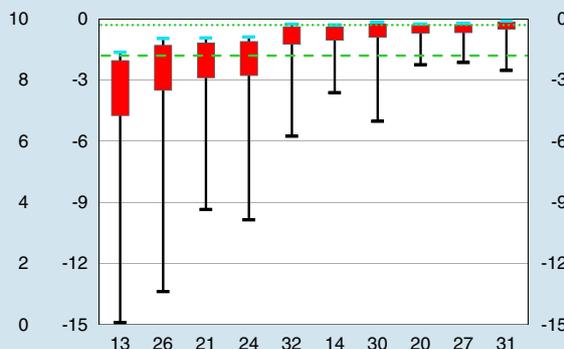
<sup>10</sup> Si ipotizza che l'elasticità di sostituzione degli input vulnerabili con input non vulnerabili possa assumere valori compresi tra 0,04 e 0,2.

### Importazioni complessive di prodotti vulnerabili e valore aggiunto manifatturiero a rischio in Italia (1) (valori percentuali)

(a) quota del valore aggiunto sul totale e incidenza delle importazioni vulnerabili per settore delle imprese importatrici



(b) valore aggiunto a rischio per settore delle imprese manifatturiere importatrici (4)



Fonte: Istat, Agenzia delle Dogane e dei monopoli, Cerved e Infocamere.

(1) I valori sono calcolati su dati al 2019. I numeri sull'asse delle ascisse si riferiscono alle attività della classificazione a 2 cifre nelle divisioni Ateco: 13 industrie tessili; 14 confezione di articoli di abbigliamento, confezione di articoli in pelle e pelliccia; 20 fabbricazione di prodotti chimici; 21 fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e di preparati farmaceutici; 24 metallurgia; 25 fabbricazione di prodotti in metallo (esclusi macchinari e attrezzature); 26 fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica, apparecchi elettromedicali, apparecchi di misurazione e di orologi; 27 fabbricazione di apparecchiature elettriche e apparecchiature per uso domestico non elettriche; 28 fabbricazione di macchinari e apparecchiature n.c.a.; 30 fabbricazione di altri mezzi di trasporto; 31 fabbricazione di mobili; 32 altre industrie manifatturiere; 35 fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata; 43 lavori di costruzione specializzati; 46 commercio all'ingrosso (escluso quello di autoveicoli e di motocicli); 47 commercio al dettaglio (escluso quello di autoveicoli e di motocicli); 49 trasporto terrestre e trasporto mediante condotte; 52 magazzino e attività di supporto ai trasporti; 56 attività dei servizi di ristorazione; 86 assistenza sanitaria. – (2) Quota delle importazioni di prodotti vulnerabili sul totale delle importazioni di beni intermedi e capitali non energetici effettuate dalle imprese del settore. Le importazioni di prodotti vulnerabili sono ripartite in base al settore di appartenenza delle imprese importatrici. – (3) L'incidenza media nazionale è calcolata come media delle incidenze settoriali pesate per le quote di valore aggiunto. – (4) Il pannello mostra i primi 10 settori manifatturieri per calo del valore aggiunto. Gli estremi delle barre rappresentano l'impatto massimo e minimo (in base a diverse ipotesi sull'ampiezza dello shock e dell'elasticità di sostituzione) sul valore aggiunto, mentre gli estremi dell'area rossa indicano il 25° e il 75° percentile della distribuzione. La linea orizzontale a punti indica la riduzione media del valore aggiunto per il totale manifatturiero nello scenario di riduzione del 25 per cento delle importazioni dei beni vulnerabili provenienti dai paesi ad alto rischio geopolitico, quella tratteggiata la riduzione nel caso di una riduzione del 50 per cento.

*Il rincaro dei beni energetici.* – Secondo elaborazioni su dati Eurostat, i prezzi dell'elettricità e del gas corrisposti dalle imprese italiane sono cresciuti in media rispettivamente del 46 e del 77 per cento nel primo semestre del 2022 nel confronto con quello precedente, del 29 e del 41 per cento nel secondo. Questi aumenti tengono conto della riduzione di imposte e oneri, ma non degli aiuti pubblici erogati sotto forma di credito di imposta, introdotti all'inizio del 2022 per le sole aziende energivore e successivamente prorogati ed estesi a una platea più ampia di imprese (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica*). Sulla base dell'ultima indagine Invind, il 59 per cento delle aziende intervistate ha beneficiato di quei provvedimenti attraverso una riduzione del prezzo dell'elettricità e del gas effettivamente pagato nel 2022 in media del 13 e del 18 per cento, rispettivamente. Allo stesso tempo, le imprese hanno adottato diverse misure per limitare gli effetti dei rincari (cfr. il riquadro: *L'impatto della crisi energetica sulle imprese industriali italiane con almeno 50 addetti*).

Con il progressivo calo delle quotazioni all'ingrosso dei beni energetici (cfr. il capitolo 1: *L'economia mondiale e le relazioni internazionali*), nel 2023 le pressioni

sui costi delle aziende dovrebbero allentarsi. Sulla base dell'ultima *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, la quota delle imprese la cui attività nel primo trimestre dell'anno ha risentito dei livelli ancora elevati dei prezzi è scesa al 51 per cento, dall'86 nel periodo corrispondente del 2022. I cambiamenti strutturali avviati dalla crisi energetica tuttavia proseguirebbero: le imprese, soprattutto quelle di maggiore dimensione, prevedono di continuare a investire in macchinari più efficienti e di aumentare il ricorso all'autoproduzione di energia.

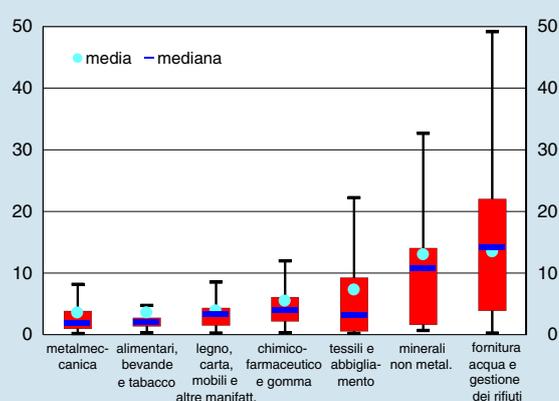
## L'IMPATTO DELLA CRISI ENERGETICA SULLE IMPRESE INDUSTRIALI ITALIANE CON ALMENO 50 ADDETTI

Nel recente passato le imprese italiane hanno sostenuto costi per l'energia in media superiori a quelli dei principali concorrenti europei, a causa del più costoso mix di input energetici utilizzato e della maggiore incidenza di tasse e oneri<sup>1</sup>; le conseguenze per la competitività sono state tuttavia limitate dal peso contenuto di questi costi su quelli di produzione. Secondo l'indagine Invind nel primo semestre del 2021, prima della crisi energetica, l'incidenza media dei costi per l'energia non raggiungeva il 5 per cento tra le imprese industriali<sup>2</sup> con almeno 50 addetti; superava l'11 per cento solo per un decimo delle aziende (che rappresentavano l'8 per cento del fatturato totale). Il peso relativo della spesa energetica era molto diverso nei singoli settori produttivi (figura).

I rincari dei prezzi all'ingrosso dalla metà del 2021 hanno avuto ripercussioni graduali e solo parziali sui prezzi dell'energia al dettaglio, per effetto sia dei provvedimenti governativi che hanno ridotto le componenti delle tariffe riconducibili a imposte e oneri di sistema, sia per il diffuso utilizzo di contratti di acquisto a prezzo fisso della durata di almeno dodici mesi. Nel secondo semestre del 2021 ad esempio i costi unitari medi dell'elettricità e del gas naturale sono aumentati del 21 e del 40 per cento sul periodo precedente, sensibilmente meno

Figura

### Distribuzione dell'incidenza della spesa energetica sui costi di produzione (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Invind.

(1) I dati sono relativi al 1° semestre del 2021. Per ogni settore la linea inferiore (superiore) del rettangolo rappresenta il 1° (3°) quartile, la linea blu all'interno indica la mediana. Il punto azzurro rappresenta la media. I baffi raffigurano i valori adiacenti inferiori e superiori. Il valore adiacente inferiore è pari al massimo tra il minimo della distribuzione e il 1° quartile meno una volta e mezza lo scarto interquartile; il valore adiacente superiore è pari al minimo tra il massimo della distribuzione e il 3° quartile più una volta e mezza lo scarto interquartile. La spesa energetica include solo l'elettricità e il gas. I costi includono quelli derivanti dall'acquisto di beni e servizi e dalla variazione delle loro rimanenze.

<sup>1</sup> I. Faiella e A. Mistretta, *Spesa energetica e competitività delle imprese italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 214, 2014.

<sup>2</sup> Sono escluse le imprese appartenenti ai settori Ateco 19: fabbricazione di coke e prodotti derivati dalla raffinazione del petrolio e Ateco 35: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata.

dei rispettivi incrementi del 49 e del 69 per cento dei costi medi al netto delle imposte e degli oneri; grazie alla precedente sottoscrizione di contratti a prezzo fisso o di altri strumenti assicurativi, circa metà delle imprese ha subito rincari inferiori di 20 punti percentuali per l'elettricità e di 14 punti per il gas nel confronto con le imprese che non avevano alcuna forma di copertura<sup>3</sup>.

Si stima che per le imprese industriali con almeno 50 addetti nel 2021 le elasticità al prezzo della domanda di elettricità e di gas naturale siano state in media molto vicine a zero e che i rincari non abbiano determinato una diminuzione dei consumi<sup>4</sup>. Per il sottoinsieme costituito dalle grandi consumatrici di gas naturale soggette al Sistema per lo scambio delle quote di emissione dell'Unione europea (*European Union Emissions Trading System*, EU-ETS)<sup>5</sup>, l'elasticità è stata invece elevata, con una contrazione della domanda compresa tra il 5 e il 10 per cento a fronte di un incremento del 10 per cento del prezzo; secondo elaborazioni su dati dell'Istituto superiore di protezione e ricerca ambientale (ISPRA), queste aziende hanno ridotto i consumi di gas, sostituendolo parzialmente con altri combustibili fossili. Al contrario, le imprese elettrivore<sup>6</sup> hanno mostrato un'elasticità della domanda al prezzo pressoché nulla.

Il quadro è mutato radicalmente nel 2022, dopo l'inizio del conflitto in Ucraina e la forte accelerazione dei prezzi dei beni energetici: è diminuito il grado di protezione offerto da contratti di fornitura a prezzo fisso, derivati o altri strumenti, mentre è aumentato il ricorso alla sostituzione tra fonti energetiche. La quota di aziende almeno parzialmente assicurate è scesa di circa 12 punti percentuali, al 36 per cento (30 per cento considerando tutte le imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti). Il 10 per cento delle aziende che utilizzava gas naturale ha dichiarato di averlo sostituito almeno in parte con altri input energetici; fra le imprese soggette all'EU-ETS quella quota era oltre il doppio. Infine il 36 per cento delle aziende ha indicato di avere prodotto autonomamente parte dell'elettricità consumata utilizzando prevalentemente o esclusivamente fonti di energia rinnovabile; per queste imprese la quota di autoproduzione è stata pari al 22 per cento.

Per quanto concerne la trasmissione dei rincari, vi è evidenza che dall'inizio della crisi le aziende a più alta intensità energetica hanno aumentato i prezzi dei beni da loro prodotti in misura maggiore rispetto alle altre imprese industriali. Questo differenziale è stato mitigato dalla diffusione di contratti di acquisto dell'energia a prezzo fisso solo nel 2021.

<sup>3</sup> Le stime si basano su dati dell'Eurostat e dell'indagine Invind.

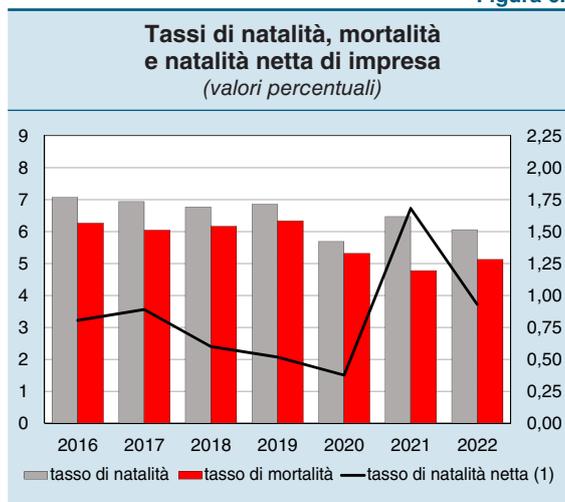
<sup>4</sup> M. Alpino, L. Citino e A. Frigo, *The effects of the 2021 energy crisis on medium-sized and large industrial firms: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro: *Gli stabilimenti soggetti all'Emissions Trading System della UE* del capitolo 2, in *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 22, 2022.

<sup>6</sup> Sono definite elettrivore le imprese industriali a forte consumo di energia elettrica individuate dal decreto del Ministro dello Sviluppo economico del 21 dicembre 2017.

*La demografia di impresa.* – Il tasso di natalità netta delle imprese, dopo il picco del 2021, è sceso allo 0,9 per cento, un valore di poco superiore alla media del periodo precedente l'emergenza sanitaria (fig. 6.2). Vi hanno contribuito sia una riduzione del tasso di natalità (al 6,1 per cento, dal 6,5), sia un aumento di quello di mortalità (al 5,1, dal 4,8). Il calo della natalità ha interessato le imprese di tutte le forme giuridiche, mentre l'incremento della mortalità è interamente attribuibile alle ditte individuali. Entrambi i tassi rimangono su livelli inferiori rispetto al 2019: la mortalità contenuta potrebbe essere in parte attribuibile agli interventi di sostegno alle imprese e alla marcata ripresa degli ultimi due anni (cfr. il capitolo 11: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*). Per quanto riguarda la natalità, l'incertezza sulle prospettive economiche graverebbe sul rallentamento già in atto prima della pandemia.

Figura 6.2



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

(1) Il tasso di natalità netta è calcolato come la differenza tra il tasso di natalità e quello di mortalità. Scala di destra.

## Gli investimenti

Nel 2022 l'accumulazione lorda di capitale si è ampliata del 9,4 per cento (tav. 6.1), superando di quasi un quinto il livello del 2019. Gli investimenti in costruzioni hanno continuato a crescere a un ritmo elevato, sospinti sia dalla componente abitativa sia da quella non residenziale. Sono aumentati anche gli

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia (valori concatenati; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2022 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2020	2021	2022	2007	2022
Costruzioni	50,3	-6,5	27,7	11,6	11,4	10,8
Abitazioni (2)	26,1	-7,8	37,2	10,3	5,7	5,6
Altre costruzioni (2)	24,2	-5,2	18,4	12,9	5,7	5,2
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	34,7	-12,9	16,1	8,5	7,6	7,5
di cui: mezzi di trasporto	5,5	-26,9	8,6	8,2	1,5	1,2
Prodotti di proprietà intellettuale	15,0	-0,2	1,4	4,5	2,5	3,2
<b>Totale investimenti fissi lordi</b>	<b>100,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>18,6</b>	<b>9,4</b>	<b>21,6</b>	<b>21,5</b>
Totale escluse le abitazioni	–	-7,9	13,2	9,1	15,9	15,9
Totale escluse le costruzioni	–	-9,0	11,1	7,3	10,1	10,7

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.

acquisti di beni strumentali, sebbene la componente dei mezzi di trasporto, la cui offerta ha risentito delle difficoltà di approvvigionamento dei beni intermedi, sia rimasta ancora al di sotto dei valori precedenti la pandemia. La quota degli investimenti sul PIL è salita al 21,5 per cento, in linea con quella antecedente la crisi finanziaria globale. Gli investimenti al netto degli ammortamenti hanno ripreso a espandersi nella maggior parte dei settori, dopo due anni di contrazione.

La rilevazione Invind condotta dalla Banca d'Italia su un campione di circa 600 imprese edili conferma per lo scorso anno un incremento della realizzazione di opere pubbliche che, secondo le attese, proseguirebbe nel 2023.

*Gli investimenti nell'indagine Invind.* – Secondo l'indagine Invind, nel 2022 gli investimenti sono cresciuti soprattutto fra le imprese dei servizi con un numero di addetti compreso tra 200 e 499 (tav. 6.2). Sia nel settore dell'industria in senso stretto sia nel comparto dei servizi la spesa effettiva è risultata sostanzialmente in linea con i piani precedentemente formulati.

I programmi delle aziende per il 2023 prefigurano nel complesso una prosecuzione dell'aumento della spesa in conto capitale, con andamenti eterogenei tra settori: al consistente rialzo per le imprese dei servizi si contrapporrebbe una decisa flessione per la manifattura, frenata in particolare dalla minore spesa delle aziende più piccole.

**Tavola 6.2**

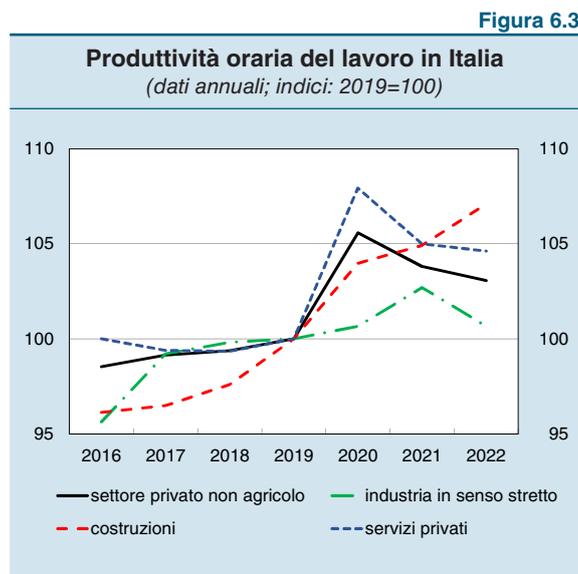
<b>Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia (1)</b> (variazioni percentuali a prezzi 2022, salvo diversa indicazione)									
VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta
<b>Industria in senso stretto</b>									
Consuntivo per il 2022	1,5	2,5	3,7	2,1	-0,3	0,4	2,0	-1,5	4,3
Tasso di realizzo (4)	103,5	117,5	115,8	100,2	95,1	101,0	105,0	101,7	105,1
Programmi per il 2023	-4,8	-11,6	-10,0	0,2	-1,4	-8,1	-3,5	-7,5	-1,6
<i>di cui: manifattura</i>									
consuntivo per il 2022	-0,8	1,3	3,7	1,5	-7,7	-2,5	0,3	-8,5	5,8
tasso di realizzo (4)	104,7	115,1	116,7	103,5	89,6	101,2	107,2	100,4	107,6
programmi per il 2023	-5,9	-10,1	-12,2	-0,2	0,1	-7,0	-5,2	-10,5	-2,2
<b>Servizi (5)</b>									
Consuntivo per il 2022	4,8	6,6	8,6	16,9	0,0	....	....	-0,4	9,7
Tasso di realizzo (4)	100,0	105,1	101,8	117,2	92,0	....	....	94,4	105,0
Programmi per il 2023	8,7	2,2	9,1	2,8	14,2	....	....	5,1	11,0
<b>Totale</b>									
Consuntivo per il 2022	3,1	4,8	5,8	7,1	-0,2	....	....	-1,0	6,9
Programmi per il 2023	1,9	-3,6	-0,9	1,3	6,2	....	....	-2,3	5,6

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. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sotto (basso/bassa) o al di sopra (alto/alta) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi. Per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo il valore mediano è calcolato sul 2022; per i programmi sul 2023. – (3) Riferito alle sole imprese industriali. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine dello scorso anno) per il 2022. – (5) Servizi privati non finanziari.

## La produttività e l'innovazione

*La produttività.* – Nel 2022 la produttività oraria del lavoro del settore privato non agricolo è lievemente diminuita (-0,7 per cento); risulta tuttavia superiore del 3,0 per cento rispetto al livello precedente la crisi sanitaria, un incremento superiore a quello di Germania e Spagna (2,5 e 1,1 per cento, rispettivamente).

Gli andamenti sono stati diversi fra comparti (fig. 6.3): nelle costruzioni la crescita è stata molto sostenuta dal 2016, ma non sufficiente a recuperare la riduzione accumulata dall'inizio degli anni duemila. Nell'industria si è verificato il primo calo dal 2009, che ha interessato principalmente i settori più esposti allo shock energetico (fabbricazione di prodotti chimici, attività metallurgiche, fabbricazione di prodotti delle lavorazioni di minerali non metalliferi, industria del legno e della carta e fornitura di gas ed elettricità). La produttività oraria è invece aumentata nei settori manifatturieri tradizionalmente più produttivi (farmaceutica, fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica, autoveicoli e fabbricazione di macchinari e apparecchiature).



Fonte: Istat, Conti economici nazionali.

Nei servizi sono proseguite le dinamiche di aggiustamento allo shock pandemico, che hanno interrotto un periodo di crescita iniziato dopo la crisi finanziaria. Il valore aggiunto per ora lavorata è sceso per il secondo anno consecutivo, ma a un tasso inferiore rispetto al 2021, mantenendosi al di sopra del livello del 2019. È proseguito il recupero nei servizi di trasporto e magazzinaggio e, in misura più moderata, in quelli di alloggio e ristorazione (cfr. il capitolo 9: *L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti*). La produttività ha continuato invece a diminuire nei servizi di informazione e comunicazione, nelle attività finanziarie e assicurative e in quelle immobiliari, professionali e di supporto alle imprese, comparti che nel 2020 avevano registrato un forte incremento.

*L'innovazione.* – Nel 2022 gli investimenti lordi in prodotti della proprietà intellettuale sono saliti al tasso più elevato dal 2016 (4,5 per cento, dall'1,4 nel 2021), più che in Germania (2,1 per cento) ma meno che in Spagna e in Francia (5,5 e 7,5 per cento, rispettivamente). Il contributo principale è stato fornito dagli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S), cresciuti del 5,8 per cento (2,7 nel 2021). Nonostante i recenti miglioramenti, permangono i divari nel confronto internazionale: nel 2021, ultimo anno disponibile, la spesa per R&S in rapporto al PIL risultava pari all'1,5 per cento, circa 1,7 e 0,7 punti percentuali in meno di Germania e Francia, rispettivamente.

Secondo i dati dell'Ufficio europeo dei brevetti (European Patent Office, EPO), le domande di brevetto da parte dei richiedenti italiani, dopo la crescita nel biennio 2020-21, sono scese dell'1,1 per cento nel 2022, a fronte di un aumento di quelle complessivamente depositate all'EPO del 2,5 per cento. Alla contrazione hanno contribuito soprattutto le domande relative all'area tecnologica della strumentazione e misurazione, diminuite del 7,9 per cento, mentre sono rimasti positivi, seppure in misura modesta, i contributi dell'ingegneria meccanica e di quella elettronica.

*La transizione digitale.* – In base all'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI), negli ultimi anni l'Italia ha nettamente migliorato la sua performance e nel 2022 si è collocata all'ottava posizione tra i 27 Stati membri della UE nell'adozione delle tecnologie digitali da parte delle imprese<sup>3</sup>. I progressi riguardano soprattutto l'utilizzo della fatturazione elettronica e delle tecnologie cloud. Permangono tuttavia dei ritardi nella diffusione del commercio elettronico, soprattutto tra le imprese di minore dimensione, e nello sfruttamento di tecnologie avanzate come i big data e l'intelligenza artificiale, in particolare per quest'ultimo ambito tra le imprese di media e grande dimensione.

L'incremento nell'utilizzo della connessione di rete e di strumenti e applicazioni da remoto espongono le imprese a rischi crescenti di attacchi informatici. Secondo la rilevazione sulle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT) condotta nel 2022 dall'Istat tra le imprese con almeno 10 addetti, circa il 16 per cento delle aziende ha subito nel corso del 2021 questo tipo di intrusione (10 per cento nel 2019). È aumentata sensibilmente la quota di imprese che dispongono di protocolli relativi a misure, pratiche o procedure connesse con la sicurezza informatica (48 per cento nel 2022, dal 34 nel 2019) e di quelle che hanno contratti di assicurazione contro incidenti legati alla sicurezza ICT (16 per cento, dal 13). La diffusione di misure di protezione basilari, come password forti e backup dei dati, è superiore alla media europea, mentre rimangono ritardi per quelle più avanzate, come la crittografia di dati e documenti e l'autenticazione basata su metodi biometrici.

*La transizione ecologica.* – Dalla seconda metà del 2021 il forte rialzo del prezzo del gas naturale ha accresciuto la convenienza relativa dell'utilizzo di fonti di energia rinnovabile per la generazione di elettricità. Il loro impiego è stato agevolato dai provvedimenti di semplificazione del processo autorizzativo alla costruzione di nuovi impianti eolici e fotovoltaici<sup>4</sup>, alcuni dei quali adottati in applicazione del PNRR.

<sup>3</sup> Per una lista degli indicatori presi in considerazione, cfr. Commissione europea, *Digital economy and society index (DESI) 2022. Integration of digital technology*, 2022.

<sup>4</sup> Si fa riferimento ai seguenti provvedimenti: DL 77/2021, D.lgs. 199/2021, DL 17/2022, DL 21/2022, DL 50/2022, e DL 13/2023. Per evidenza sull'effetto positivo delle semplificazioni amministrative sulla capacità installata, cfr. F. Daniele, A. Pasquini, S. Clò ed E. Maltese, *Unburdening regulation: the impact of regulatory simplification on photovoltaic adoption in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1387, 2022.

Secondo i dati di fonte Terna, nel 2022 la capacità installata degli impianti eolici è aumentata del 4,6 per cento (3,7 nel 2021), corrispondente a circa 0,5 gigawatt, principalmente per effetto della costruzione di impianti di grande dimensione (potenza superiore a 10 megawatt) nel Mezzogiorno. Per quanto riguarda il fotovoltaico, l'incremento rispetto al 2021 è stato dell'11,0 per cento (4,3 nel 2021), pari a 2,5 gigawatt, con un contributo sostanziale (1,1 gigawatt) degli impianti più piccoli, in parte finalizzati all'autoconsumo.

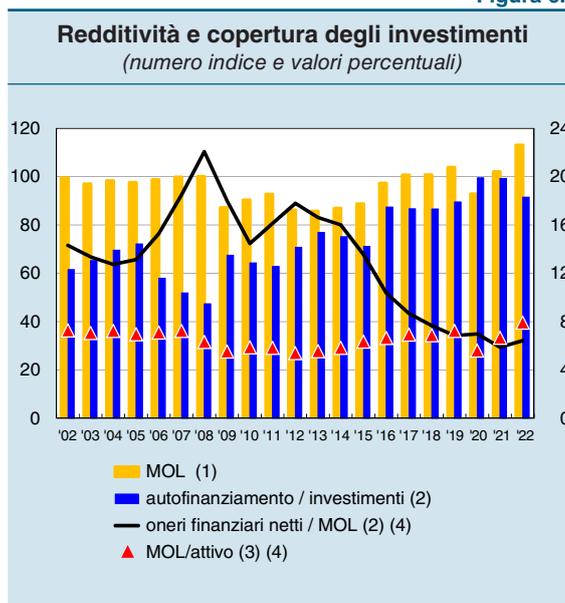
L'attuale ritmo di realizzazione di nuovi impianti da fonti rinnovabili, seppure in crescita, è però ancora insufficiente per raggiungere gli obiettivi europei che, come indicato nel *Piano per la transizione ecologica*, richiedono di installare in Italia entro il 2030 circa 70 gigawatt di capacità in aggiunta ai 37 già installati alla fine del 2022. Il piano *REPowerEU* mira a ridurre la dipendenza energetica dai combustibili fossili e verosimilmente contribuirà al raggiungimento degli obiettivi europei (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del PNRR* del capitolo 4).

### La redditività e il saldo finanziario

Nel 2022 la ripresa dell'attività produttiva ha sostenuto la crescita del margine operativo lordo (MOL) delle imprese che – in rapporto all'attivo – è salito al 7,8 per cento, un valore di poco superiore a quello degli anni precedenti la crisi finanziaria (fig. 6.4). L'incidenza degli oneri finanziari netti sul MOL, sia pure in lieve aumento, resta bassa nel confronto storico. Sulla base dell'indagine Invind, il miglioramento dei risultati economici è stato pronunciato per le imprese attive nei servizi; la quota di aziende che hanno riportato utili è salita al 78 per cento ed è stata più ampia tra quelle di maggiore dimensione.

Le imprese hanno soddisfatto il proprio fabbisogno finanziario attingendo a risorse interne in misura minore rispetto agli ultimi anni: a fronte di una maggiore accumulazione di capitale, il rapporto tra autofinanziamento e investimenti si è ridotto di 8 punti percentuali rispetto al biennio precedente. Il saldo finanziario è rimasto positivo (32 miliardi; tav. 6.3; cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'inflazione sulla ricchezza finanziaria delle famiglie e delle imprese* del capitolo 4).

Figura 6.4



Fonte: elaborazioni su dati Cerved e 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) Indice 2008=100. Il MOL è deflazionato con il deflatore del valore aggiunto a prezzi base, riferito al settore privato non finanziario. – (2) L'autofinanziamento e gli oneri finanziari netti sono stimati sulla base di dati Banca d'Italia e Istat. – (3) Il dato per il 2022 è stimato sulla base della serie MOL/attivo disponibile fino al 2021 (dati Cerved) e della variazione nell'anno del rapporto tra MOL e passività finanziarie, al netto dell'effetto dei prezzi di mercato (dati Banca d'Italia e Istat). – (4) Scala di destra.

Tavola 6.3

<b>Attività e passività finanziarie delle imprese (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2022	Composizione percentuale		2021	2022
		2021	2022		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi	521.754	23,8	22,8	46.442	-6.791
Titoli	58.390	2,5	2,5	-9.148	11.322
di cui: pubblici italiani	31.692	1,6	1,4	-9.401	4.746
Azioni e partecipazioni	830.396	36,5	36,2	43.215	46.943
Crediti commerciali	616.103	28,7	26,9	103.669	-21.889
Altre attività (2)	264.190	8,5	11,5	20.788	35.526
<b>Totale attività</b>	<b>2.290.832</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>204.965</b>	<b>65.112</b>
di cui: sull'estero	635.956	28,1	27,8	39.768	12.825
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti finanziari	1.308.628	28,9	29,4	32.418	19.535
Prestiti bancari	647.406	14,5	14,5	645	-10.359
Altri prestiti (3)	508.922	10,6	11,4	11.907	33.406
Titoli	152.301	3,8	3,4	19.866	-3.512
Azioni e partecipazioni	2.283.121	52,1	51,3	23.246	17.315
Debiti commerciali	568.092	12,8	12,8	98.327	-14.438
Altre passività (4)	290.838	6,2	6,5	11.061	11.110
<b>Totale passività</b>	<b>4.450.679</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>165.053</b>	<b>33.522</b>
di cui: sull'estero	837.339	18,5	18,8	32.967	43.431
<b>SALDO</b>	<b>-2.159.847</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>39.912</b>	<b>31.590</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.

Dopo il significativo aumento degli anni precedenti le disponibilità liquide sono diminuite; si sono mantenute comunque elevate (27,3 per cento in rapporto al PIL), facilitando la realizzazione degli investimenti e fornendo alle imprese un cuscinetto per affrontare gli effetti di un debole quadro congiunturale (cfr. il riquadro: *La recente evoluzione della liquidità delle imprese: evidenze dai microdati*).

#### LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA LIQUIDITÀ DELLE IMPRESE: EVIDENZE DAI MICRODATI

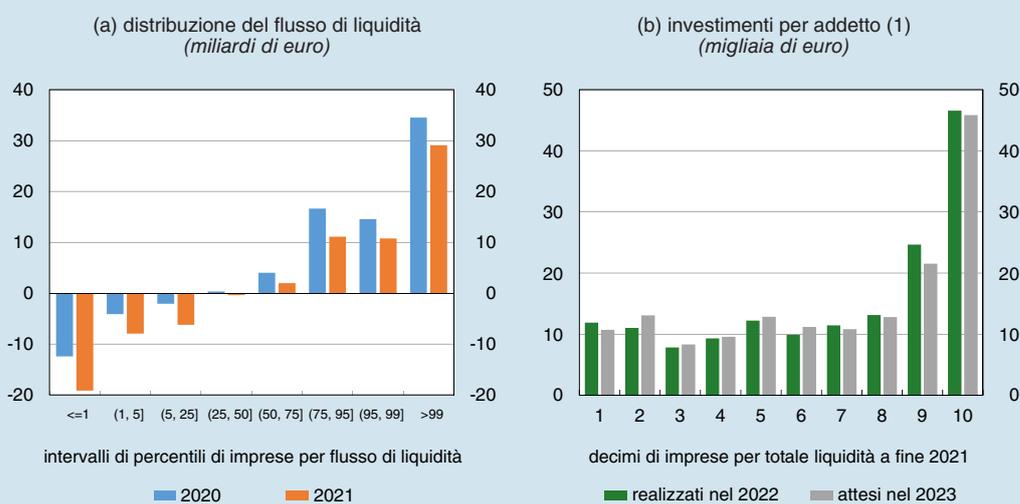
Nel 2022 la liquidità (cassa e depositi) del settore delle società non finanziarie è lievemente scesa (di circa 7 miliardi, a 522 miliardi), dopo essere molto aumentata nel biennio precedente (di 137 miliardi) anche per effetto delle misure di sostegno pubbliche (moratorie e prestiti garantiti)<sup>1</sup>. La flessione dello scorso anno si è accompagnata a un rialzo della spesa per investimenti fissi lordi e a un incremento dei rimborsi dei debiti bancari.

<sup>1</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.

I comportamenti delle imprese sottostanti questi andamenti aggregati sono stati molto diversi. Analizzando i dati Cerved relativi alle società di capitali dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti, nel 2020 la liquidità è cresciuta per oltre i due terzi delle imprese e nel 2021 per poco più della metà, ma in entrambi i periodi il fenomeno è stato molto concentrato (figura, pannello a): circa metà dell'aumento nel biennio, poco più di 60 miliardi nel campione esaminato, è attribuibile all'1 per cento di imprese con i maggiori incrementi. L'espansione delle disponibilità liquide nel 2020 ha riguardato soprattutto aziende redditizie che hanno anche accresciuto l'indebitamento bancario; il contributo di quest'ultimo è stato invece meno rilevante nel 2021, quando l'accumulazione di liquidità è rimasta prevalentemente associata alla dinamica favorevole della redditività. Secondo stime preliminari basate sui dati di bilancio e sull'indagine Invind, nel 2022 la disponibilità di risorse liquide si è concentrata tra le aziende che hanno realizzato i margini più alti<sup>2</sup>.

Figura

### Liquidità e investimenti delle imprese



Fonte: elaborazioni su dati Invind e Cerved.

(1) Valori medi degli investimenti per addetto calcolati a prezzi costanti con anno base 2022. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero di imprese nell'universo.

La liquidità accantonata nel biennio 2020-21 avrebbe facilitato la realizzazione degli investimenti fissi lordi per l'anno appena trascorso e di quelli programmati per l'anno corrente (figura, pannello b). Tenendo conto di alcune caratteristiche individuali di impresa (settore, dimensione, area geografica), gli investimenti per addetto realizzati nel 2022 e quelli attesi nel 2023 sono più elevati per le aziende con le maggiori scorte di liquidità alla fine del 2021; per il 20 per cento delle imprese con riserve più consistenti gli investimenti risultano oltre il triplo di quelli, complessivamente omogenei per entità, registrati tra le aziende con livelli di liquidità inferiori.

<sup>2</sup> La metodologia utilizzata è quella proposta in M. Bottone, E. Mattevi, L. Modugno, M. Mongardini e A. Neri, *Indebitamento e liquidità delle imprese nel 2020: evidenze su microdati di impresa*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 29 dicembre 2021.

## Le fonti di finanziamento

*La struttura finanziaria.* – Rispetto al 2021 i debiti finanziari delle imprese sono scesi, al 68,5 per cento del PIL, un livello contenuto nel confronto con la media dell'area dell'euro (105,4 per cento). La leva, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, è invece lievemente aumentata, ma solo per effetto della riduzione del valore del patrimonio determinata dal calo dei corsi azionari.

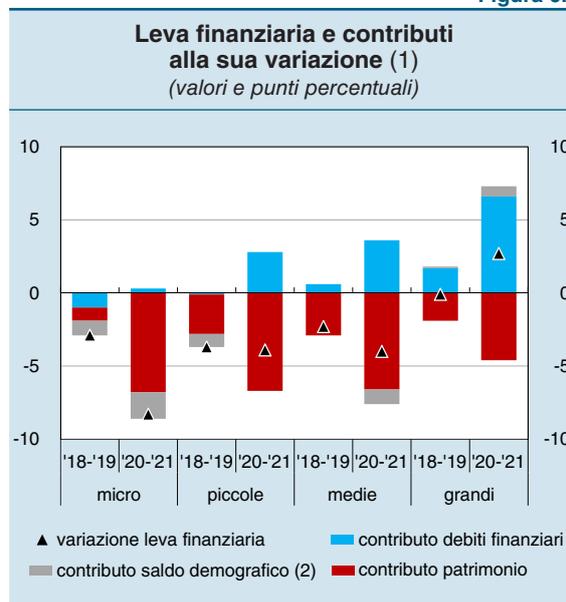
Negli ultimi anni l'andamento della leva è stato differenziato tra classi dimensionali di impresa (fig. 6.5). Per le aziende più grandi la leva è tornata a crescere nel biennio 2020-21, per effetto di un notevole aumento dei debiti finanziari. Per le imprese più piccole invece il processo di riequilibrio della struttura finanziaria è proseguito anche dopo lo scoppio della pandemia, riflettendo il rafforzamento patrimoniale e, in misura minore, l'uscita dal mercato delle aziende più indebitate.

*Il credito.* – Nel 2022, a fronte di un'invarianza del credito complessivo, si sono lievemente ridotti i prestiti bancari ricevuti dalle imprese; il calo è proseguito nei primi mesi dell'anno in corso (tav. 6.4). La contrazione ha riguardato le aziende più rischiose (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023) ed è stata maggiore per quelle operanti nei servizi immobiliari. Sono invece tornati a crescere a ritmo sostenuto i finanziamenti da parte di società finanziarie, sospinti da un forte aumento delle anticipazioni concesse dal comparto del factoring.

Il debole andamento dei prestiti bancari ha riflesso soprattutto il progressivo inasprimento dei criteri di offerta. Circa un terzo delle imprese intervistate nell'indagine Invind ha segnalato un peggioramento nelle condizioni di accesso al credito, riconducibile in particolare al crescente costo dei finanziamenti; la quota di aziende che ha dichiarato di non avere ottenuto dalle banche il credito richiesto è rimasta comunque contenuta, al 2,6 per cento.

L'orientamento restrittivo della politica monetaria si è tradotto in un incremento generalizzato del costo del credito: nel corso dell'anno il tasso medio sui nuovi finanziamenti è salito al 3,6 per cento (1,3 a dicembre del 2021), un valore di poco superiore a quello dell'area dell'euro (3,4 per cento). I tassi sono aumentati in misura

Figura 6.5



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

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

Tavola 6.4

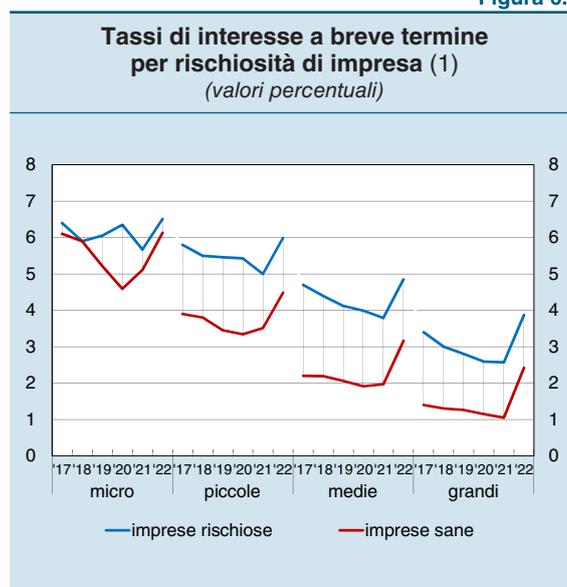
Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale marzo 2023
	2020	2021	2022	marzo 2023	
<b>Banche</b>					
<b>Attività economica</b>					
Manifattura	12,5	2,4	-0,9	-1,5	24,5
Costruzioni	2,0	0,1	-0,7	-1,3	11,1
Servizi	11,4	2,2	0,1	-0,1	39,0
Attività immobiliari	-0,2	-0,9	-3,1	-5,0	8,7
Altro	3,6	3,2	0,5	-2,0	8,5
<b>Dimensione</b>					
Imprese piccole (2)	6,8	1,1	-3,1	-4,4	15,6
Imprese medio-grandi	8,7	1,9	0,1	-0,6	76,2
<b>Totale</b>	<b>8,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>91,8</b>
<b>Società finanziarie</b>					
Leasing	-2,0	-1,1	-1,4	-1,4	4,8
Factoring	-3,4	4,5	14,7	4,3	2,6
Altri finanziamenti	3,0	7,1	8,9	8,0	0,8
<b>Totale</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>8,2</b>
<b>Banche e società finanziarie</b>					
<b>Totale</b>	<b>7,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,1</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 2023 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.

maggiore per le imprese più grandi, anche a parità di profilo di rischio (fig. 6.6). Il differenziale tra i tassi applicati alle aziende più rischiose e a quelle con bilanci più solidi è rimasto pressoché invariato per tutte le classi dimensionali.

Le imprese più esposte ai possibili effetti avversi connessi con il rialzo dei tassi sono in genere quelle con maggiore capacità di sostenere l'aumento dell'onere del debito: i finanziamenti a tasso variabile sono infatti più diffusi tra le imprese grandi o finanziariamente più solide. Inoltre circa l'80 per cento dei debiti è a medio e a lungo termine: ciò mitiga i rischi di rifinanziamento nel breve periodo.

Figura 6.6



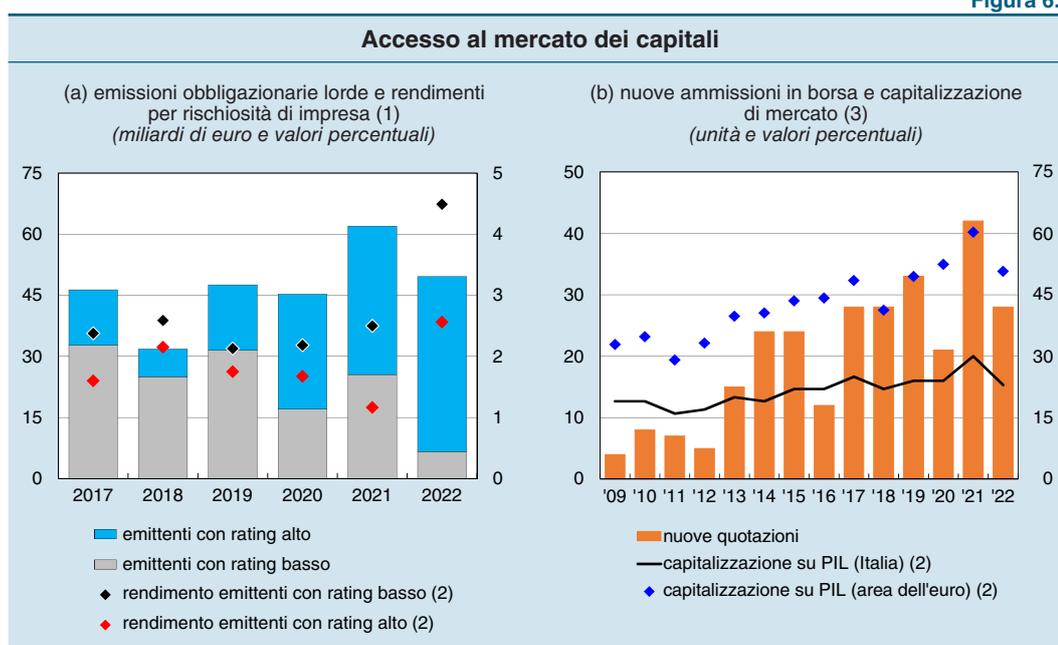
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved.

(1) 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*.

Il 30 giugno 2022 è terminata la possibilità di ricorrere agli schemi pubblici di garanzia introdotti nel 2020 in risposta alla pandemia. La disciplina è stata successivamente modificata più volte per sostenere le esigenze di liquidità derivanti dalle difficoltà di approvvigionamento dei fattori produttivi e dai rincari delle forniture energetiche, della benzina e delle materie prime<sup>5</sup>. Per affrontare le conseguenze del conflitto in Ucraina sono stati introdotti nuovi programmi di garanzia, cui le imprese possono accedere fino al 31 dicembre 2023<sup>6</sup>.

*I canali di finanziamento alternativi al credito.* – Nel 2022 il ricorso ai prestiti obbligazionari si è ridotto, dopo il picco del 2021: le emissioni sono state pari a 50 miliardi, un ammontare in linea con il valore del periodo precedente la pandemia. La raccolta obbligazionaria è stata maggiore tra le società finanziariamente più solide, i cui collocamenti hanno costituito la quasi totalità del valore complessivo (fig. 6.7.a). L'aumento dei rendimenti all'emissione è stato generalizzato, anche se più accentuato per i titoli di imprese con un profilo di rischio più alto. Sono proseguite le emissioni di titoli di debito privati i cui proventi sono destinati a sostenere la transizione ecologica (cfr. il riquadro: *Il mercato delle obbligazioni verdi nell'area dell'euro e in Italia* del capitolo 13).

Figura 6.7



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Cerved, Dealogic e Borsa Italiana.

(1) Ammontare lordo delle obbligazioni emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani. Gli emittenti con rating basso sono quelli con CeBi-Score calcolato da Cerved compreso tra 1 e 4, mentre quelli con rating alto hanno un CeBi-Score superiore a 4. – (2) Scala di destra. – (3) Numero di società non finanziarie ammesse alla quotazione nel mercato di Borsa Italiana e capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie quotate in rapporto al PIL.

<sup>5</sup> Le principali modifiche sono contenute nel DL 17/2022, convertito dalla L. 34/2022 e nel DL 21/2022, convertito dalla L. 51/2022.

<sup>6</sup> Il DL 50/2022, convertito dalla L. 91/2022, ha introdotto una nuova disciplina sulle garanzie pubbliche concesse da SACE e dal Fondo di garanzia per le PMI per le imprese in grado di dimostrare un legame diretto tra le esigenze di liquidità e le conseguenze del conflitto. Ulteriori misure di sostegno alla liquidità sono state introdotte per contrastare gli effetti dei rincari energetici (DL 144/2022, convertito dalla L. 175/2022, e DL 176/2022, convertito dalla L. 6/2023).

Sul mercato azionario le nuove quotazioni di società non finanziarie (28) sono tornate sui livelli osservati nella media del triennio antecedente l'inizio dell'emergenza sanitaria (fig. 6.7.b). Le operazioni hanno riguardato quasi esclusivamente il segmento di mercato Euronext Growth Milan (EGM), dedicato alle imprese più piccole; si è inoltre ridotta la dimensione media delle aziende quotate, mentre le revoche di società non finanziarie dal listino di borsa sono state 18 (cfr. il capitolo 13: *I mercati monetari e finanziari*).

Per favorire l'ulteriore sviluppo del mercato italiano dei capitali, il Governo ha recentemente proposto un disegno di legge che elimina alcuni vincoli normativi e operativi alla quotazione ed estende il regime semplificato previsto per le piccole e medie imprese emittenti azioni quotate, innalzando da 500 milioni a un miliardo di euro il tetto di capitalizzazione massima richiesto per accedervi; il provvedimento mira inoltre a facilitare gli investimenti da parte di enti e casse previdenziali nei mercati regolamentati<sup>7</sup>.

La partecipazione nel capitale di rischio delle imprese non quotate da parte delle società di private equity e venture capital si è notevolmente ampliata. Secondo i dati diffusi da Invest Europe/EDC, nel 2022 gli investimenti nelle aziende italiane sono stati oltre 12 miliardi, in forte aumento rispetto allo scorso anno. Le risorse destinate a finanziare la crescita di imprese nelle fasi iniziali di vita sono più che raddoppiate nel confronto con la media del triennio precedente, superando i 700 milioni; nel corso dell'anno sono state realizzate circa 350 operazioni, a fronte di una maggiore dimensione media delle società finanziate. Nel complesso il comparto del private equity in Italia rappresenta lo 0,7 per cento del PIL, un valore ancora inferiore a quello di Francia (0,9 per cento) e Regno Unito (1,0 per cento).

Il volume dei finanziamenti raccolti mediante canali innovativi rimane molto limitato, nonostante la crescita degli anni più recenti. L'utilizzo di prestiti diretti da parte di fondi specializzati (*direct lending*) è in espansione: a questo strumento, caratterizzato da tempi di erogazione rapidi, fanno ricorso soprattutto le piccole e medie imprese. Ha invece rallentato l'attività degli operatori di *invoice trading*: il valore delle fatture cedute attraverso portali digitali, circa 700 milioni nei dodici mesi terminati a giugno del 2022, si è quasi dimezzato su base annua<sup>8</sup>. È rimasta contenuta anche la raccolta di fondi attraverso il collocamento di quote di capitale su piattaforme autorizzate (*equity crowdfunding*) o l'erogazione di prestiti finanziati da piccoli risparmiatori attraverso un canale digitale (*lending crowdfunding*).

<sup>7</sup> Sul tema, cfr. anche Dipartimento del Tesoro e Ministero dell'Economia e delle finanze, *Libro verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, sul quale il MEF nel marzo del 2022 ha avviato una consultazione.

<sup>8</sup> Politecnico di Milano, Camera di commercio di Milano, Monza Brianza e Lodi, Unioncamere e Innexa, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, Osservatori Entrepreneurship, Finance & Innovation, 5, novembre 2022. Nel periodo considerato l'andamento del mercato dell'*invoice trading* è stato influenzato dall'acquisizione di una piattaforma da parte di una banca.

## 7. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2022 l'occupazione è fortemente aumentata rispetto all'anno precedente e ha recuperato i livelli antecedenti la crisi pandemica. Il numero dei lavoratori dipendenti è salito in tutti i principali comparti del settore privato, mentre quello degli autonomi è rimasto stazionario; anche le ore lavorate pro capite sono aumentate. Gli addetti alle attività connesse con il turismo sono tornati a crescere agli stessi ritmi elevati osservati prima dell'emergenza sanitaria. L'occupazione nelle costruzioni ha continuato a espandersi, anche se meno dell'anno precedente; in prospettiva sarà sostenuta dalla domanda attivata dagli investimenti infrastrutturali previsti dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), tra cui quelli volti a favorire la transizione verde.

A differenza del 2021, l'aumento dei rapporti di lavoro alle dipendenze è stato prevalentemente dovuto alla crescita di quelli a tempo indeterminato. Vi hanno contribuito sia l'ampio numero di contratti temporanei in essere, e quindi potenzialmente stabilizzabili, sia l'incremento della propensione delle imprese a trasformare le posizioni a termine in permanenti, che è tornata sui livelli del 2019 in linea con l'espansione della domanda di lavoro.

Il tasso di partecipazione è cresciuto in tutte le classi di età; quello delle donne ha raggiunto i livelli più elevati dall'inizio delle serie storiche. Ciò nonostante, l'invecchiamento della popolazione ha causato una contrazione delle forze di lavoro superiore alle 500.000 unità nell'ultimo triennio; i flussi migratori netti degli stranieri, seppure in lieve ripresa, non sono stati sufficienti a compensare tale decremento.

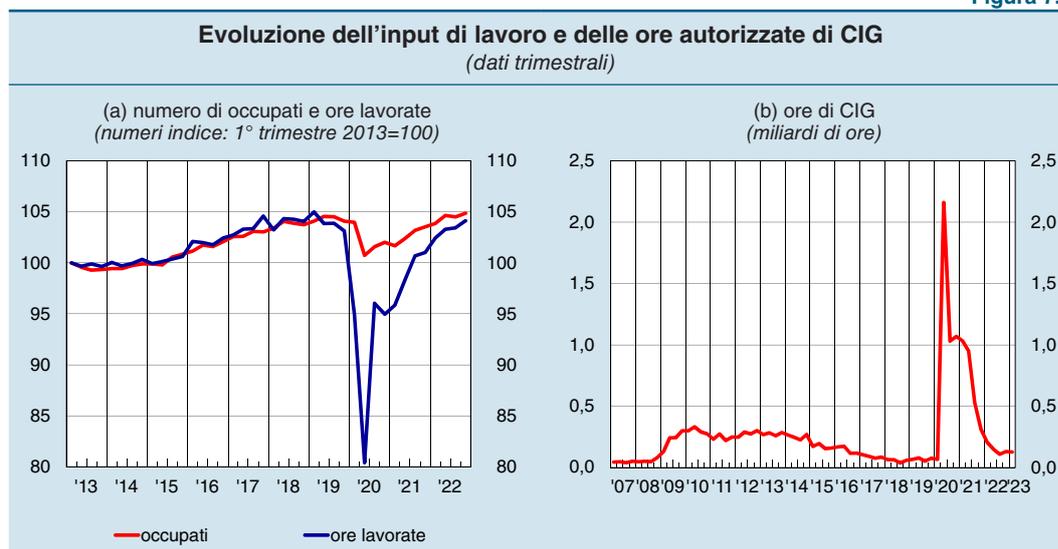
La dinamica positiva dell'occupazione e le tendenze demografiche hanno determinato una diminuzione del tasso di disoccupazione. Il calo del numero delle persone che cercano attivamente un lavoro si è associato a un aumento del tempo impiegato dalle imprese per reperire il personale; ciò è riconducibile alla fase espansiva del ciclo economico.

### *L'occupazione*

La crescita del prodotto e la moderazione salariale hanno sostenuto la domanda di lavoro nel 2022 (tav. 7.1 e fig. 7.1.a): il numero di occupati è aumentato in media d'anno dell'1,7 per cento (434.000 persone) e le ore lavorate per addetto del 2,2; nel corso del secondo semestre sono stati recuperati i livelli di fine 2019. È ulteriormente diminuito il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG; fig. 7.1.b), per la quale sono state rese permanenti alcune condizioni di accesso

particolarmente favorevoli introdotte durante l'emergenza sanitaria<sup>1</sup>. Secondo i dati preliminari della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, l'occupazione ha continuato a salire nei primi mesi dell'anno in corso (0,4 per cento nel primo trimestre rispetto all'ultimo del 2022). Le comunicazioni obbligatorie segnalano il proseguimento della tendenza positiva anche in aprile.

Figura 7.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*, dati destagionalizzati, e INPS (Osservatorio Cassa integrazione guadagni e fondi di solidarietà).

L'espansione dell'occupazione ha interessato quasi esclusivamente la componente del lavoro subordinato, mentre quella autonoma è rimasta sostanzialmente stabile dopo due anni di marcata flessione. La riduzione del numero dei lavoratori indipendenti nell'ultimo triennio (-5,6 per cento nel 2022 rispetto al 2019) non è attribuibile a una ricomposizione settoriale, ma al calo della loro incidenza nei comparti dove sono maggiormente presenti: nei settori del commercio, dell'alloggio e della ristorazione il loro numero è diminuito durante la pandemia e non ha poi recuperato i livelli precedenti; nelle costruzioni il numero è cresciuto, ma meno dell'occupazione complessiva. Nonostante un calo pressoché ininterrotto in atto da oltre un decennio, la quota del lavoro autonomo rimane ancora tra le più alte rispetto agli altri principali paesi avanzati (22,2 per cento, contro 13,7 nell'area dell'euro, secondo i dati dell'Eurostat).

Il numero di posti di lavoro alle dipendenze misurato sulla base dei dati delle comunicazioni obbligatorie<sup>2</sup> è aumentato in tutti i principali comparti del settore privato non agricolo. L'industria in senso stretto è tornata complessivamente sul

<sup>1</sup> Il riordino della normativa degli ammortizzatori sociali attuato dalla L. 234/2021 ha parzialmente confermato alcune modifiche che erano state introdotte per fronteggiare la crisi nel 2020-21; in particolare, rispetto al periodo precedente la pandemia, ha esteso la copertura della CIG a tutte le imprese e ne ha allungato la durata complessiva (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2021). Per le imprese e i settori più colpiti dalle conseguenze dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, il DL 21/2022, convertito dalla L. 51/2022 (decreto "energia"), ha ulteriormente prolungato, seppure in via temporanea, la durata della CIG; ha inoltre esentato queste imprese dalla contribuzione aggiuntiva prevista in caso di utilizzo.

<sup>2</sup> Questi dati, che consentono un'analisi tempestiva e molto disaggregata, forniscono indicazioni complessivamente coerenti con i dati dei conti nazionali e della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat.

Tavola 7.1

Principali indicatori del mercato del lavoro (1)						
(variazioni percentuali sul periodo precedente, migliaia di unità e milioni di ore)						
VOCI	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	4° trim. 2022	var. 2022 su 2021	Consistenza media nel 2022
<b>Occupati totali</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>25.542</b>
Dipendenti	0,4	0,9	-0,3	0,6	2,1	19.864
Indipendenti	0,1	0,2	0,4	-0,6	0,3	5.677
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-0,4	3,6	-2,3	0,5	-2,0	895
Industria in senso stretto	0,7	-0,2	0,5	-0,1	1,5	4.259
<i>di cui:</i> attività manifatturiere	0,8	-0,2	0,5	-0,1	1,5	3.917
Costruzioni	1,5	4,4	-1,0	-0,4	7,2	1.770
Servizi	0,1	0,5	-0,1	0,5	1,5	18.618
<i>di cui:</i> prevalentemente pubblici	0,2	0,2	0,3	0,0	0,7	4.840
<b>Ore lavorate totali</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,9</b>	<b>43.279</b>
Dipendenti	1,2	1,2	0,2	0,3	4,2	31.056
Indipendenti	2,0	-0,1	-0,1	1,6	3,2	12.223

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*.  
(1) I dati trimestrali sono destagionalizzati.

sentiero di crescita precedente la pandemia (fig. 7.2.a), nonostante la frenata in corso d'anno delle attività manifatturiere a più alta intensità energetica<sup>3</sup>; queste hanno comunque recuperato tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023, grazie anche al calo dei prezzi dell'energia.

L'occupazione alle dipendenze nelle costruzioni ha continuato a espandersi, anche se meno intensamente rispetto al 2021, traendo ancora beneficio dagli incentivi all'edilizia residenziale. Nei prossimi anni, nonostante l'atteso ridimensionamento del sostegno pubblico alla riqualificazione degli edifici, il comparto sarà sospinto dagli investimenti infrastrutturali previsti dal PNRR<sup>4</sup>, tra cui quelli volti a favorire la transizione ecologica (cfr. il riquadro: *La transizione verde e il fattore lavoro in Italia*).

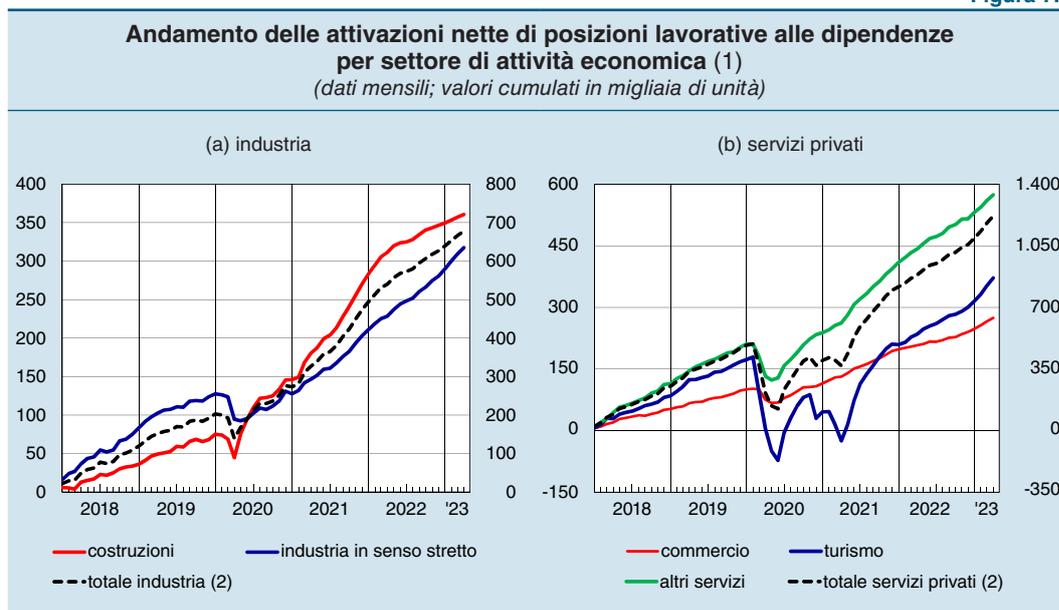
È proseguita la ripresa delle posizioni lavorative dipendenti nel terziario, che si è ulteriormente rafforzata all'inizio del 2023. Questa ha riguardato prevalentemente le attività nelle quali è maggiore l'incidenza di manodopera poco specializzata, in particolare il turismo, tornato sugli elevati ritmi di crescita precedenti la pandemia (fig. 7.2.b). Il numero di posti di lavoro creati è cresciuto in modo consistente anche nei servizi a più alta intensità di conoscenza<sup>5</sup> (73.000 unità in più nel 2022, contro 43.000 in media d'anno nel 2018-19), in particolare nei comparti dell'informazione e della comunicazione (28.000) e nelle attività professionali, scientifiche e tecniche (33.000).

<sup>3</sup> Per maggiori dettagli, cfr. Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, marzo 2023.

<sup>4</sup> G. Basso, L. Guiso, M. Paradisi e A. Petrella, *L'occupazione attivata dal Piano nazionale di ripresa e resilienza e le sue caratteristiche*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 747, 2023.

<sup>5</sup> Per la definizione, cfr. Eurostat, *High-tech industry and knowledge-intensive services*, 2023.

Figura 7.2



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) In ciascun punto, le serie indicano la variazione assoluta delle posizioni lavorative alle dipendenze nei vari settori rispetto alla fine di dicembre del 2017. Le attivazioni nette mensili sono pari alle assunzioni meno le cessazioni e sono destagionalizzate con la procedura TRAMO-SEATS. – (2) Scala di destra.

## LA TRANSIZIONE VERDE E IL FATTORE LAVORO IN ITALIA

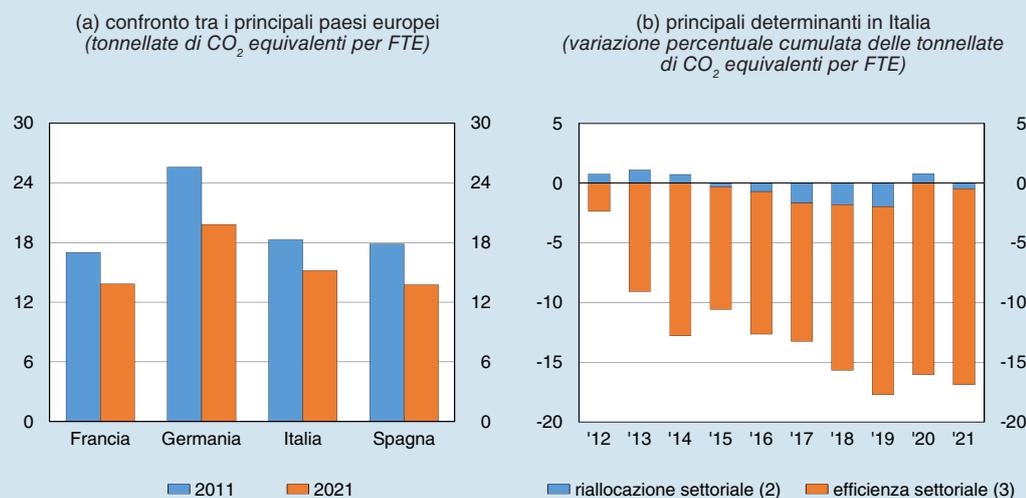
Le trasformazioni strutturali necessarie per ridurre le emissioni di gas climalteranti, il principale obiettivo europeo e italiano per la transizione verde, comporteranno una ricomposizione dell'occupazione tra i settori produttivi e tra le tipologie di figure professionali richiedendo anche nuove competenze.

Secondo i conti ambientali, pubblicati da Eurostat e da Istat con un ritardo di circa due anni dal periodo di riferimento, tra il 2011 e il 2021 la quantità di emissioni per occupato equivalente a tempo pieno generate dalle attività economiche si è ridotta in misura relativamente simile in tutti i principali paesi europei (figura A, pannello a)<sup>1</sup>. In Italia questo miglioramento è attribuibile a una maggiore efficienza, anche nei comparti a più alte emissioni, dovuta prevalentemente all'utilizzo di fonti energetiche meno inquinanti; la riallocazione della quota degli occupati verso settori con una minore impronta carbonica ha contribuito in misura molto contenuta (figura A, pannello b)<sup>2</sup>. Nei comparti in cui il calo delle emissioni è stato maggiore si è osservata una crescita dell'impiego di specialisti in professioni scientifiche e informatiche lievemente superiore a quella del resto dell'economia.

<sup>1</sup> G. Basso, F. Colonna, D. Depalo e G. Mendicino, *The green transition and the Italian labour market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> La riallocazione tra settori è calcolata come somma delle variazioni delle quote occupazionali di ciascun settore a parità di emissioni per lavoratore. Negli altri principali paesi dell'area dell'euro il contributo di questa componente alla riduzione complessiva dell'impronta carbonica è stato maggiore, soprattutto in Spagna e in Francia.

### Variazione dell'intensità delle emissioni di gas climalteranti tra il 2011 e il 2021 (1)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat relativi ai conti economici nazionali e ai conti ambientali.

(1) Le emissioni sono calcolate in tonnellate di CO<sub>2</sub> equivalente per lavoratore equivalente a tempo pieno (*full-time equivalent*, FTE). – (2) La componente relativa alla riallocazione settoriale è calcolata come somma delle variazioni delle quote occupazionali di ciascun settore a parità di emissioni per lavoratore. – (3) La componente dell'efficienza settoriale è calcolata come somma delle variazioni delle emissioni per lavoratore in ciascun settore a parità di quote occupazionali.

La quota di occupati nella produzione di beni e servizi ambientali espressamente volti a una riduzione delle emissioni è ancora bassa: nei quattro principali paesi dell'area dell'euro era inferiore al 2 per cento nel 2020 e solo in lieve aumento rispetto al 2014<sup>3</sup>. Anche in queste attività, in Italia il numero delle posizioni lavorative ad alta qualifica di tipo scientifico e ingegneristico è salito più che nel resto dell'economia. La transizione ecologica sembrerebbe essersi quindi associata, nel complesso, a una ricomposizione dell'occupazione prevalentemente a favore delle professioni più qualificate.

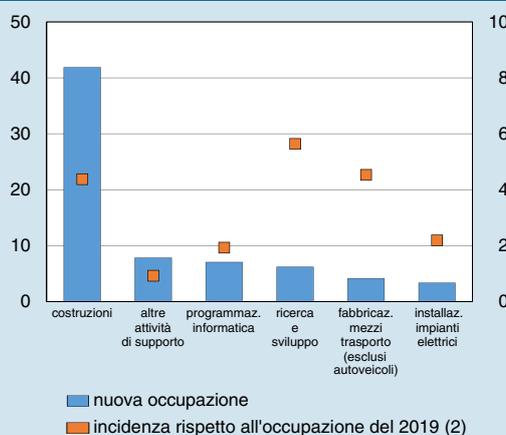
L'esigenza di abbattimento dei gas climalteranti generati dai processi produttivi aumenterà significativamente nei prossimi anni, per raggiungere l'obiettivo comunitario di un impatto climatico nullo entro il 2050, con ulteriori ripercussioni sulla domanda di lavoro. Gli investimenti pubblici forniranno un impulso potenzialmente rilevante alla transizione ecologica; il PNRR, da realizzare nel periodo 2021-26, destina a questo scopo il 37,5 per cento delle risorse complessive. Si stima che il Piano attiverrebbe nel 2025, l'anno di massima spesa, circa 120.000 posizioni lavorative a tempo pieno

<sup>3</sup> Sulla base dei conti dei beni e servizi ambientali, pubblicati da Eurostat e da Istat nell'ambito dei conti ambientali, si considerano solo le ecoindustrie che contribuiscono direttamente alla riduzione delle emissioni, secondo la classificazione delle attività di protezione dell'ambiente (CEPA) e quella delle attività di gestione delle risorse naturali (CReMA). In particolare, si fa riferimento alle classificazioni per: la protezione dell'aria e del clima (CEPA 1); la gestione dei rifiuti (CEPA 3); la gestione delle risorse energetiche (CReMA 13).

limitatamente ai progetti con finalità verdi, a condizione che vengano tutti portati a termine entro le scadenze previste<sup>4</sup>; circa 51.000 di queste posizioni sarebbero riconducibili a misure per cui è esplicitamente indicato nel Piano un obiettivo di abbattimento delle emissioni climalteranti. Le maggiori attivazioni avverrebbero soprattutto nel settore delle costruzioni per interventi in materia di infrastrutture per la mobilità sostenibile e di riqualificazione del patrimonio abitativo<sup>5</sup>. L'occupazione, rapportata al livello pre-pandemico, aumenterebbe anche in altri comparti, quali ricerca e sviluppo, fabbricazione di mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli e programmazione informatica (figura B).

Figura B

**Domanda di lavoro in progetti verdi generata dai fondi PNRR (1)**  
(migliaia di unità e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*, Ragioneria generale dello Stato e portale Italia Domani.

(1) Nel computo delle risorse sono inclusi unicamente i nuovi progetti finalizzati alla transizione verde e finanziati mediante il complesso dei fondi del PNRR. La figura riporta i primi 6 settori per livello dell'occupazione generata nell'anno di picco di spesa per ciascun settore, esclusi i comparti con una prevalente componente pubblica. Le "altre attività di supporto" includono le attività di vigilanza, i servizi per edifici e paesaggi, le attività amministrative e di supporto per uffici e imprese. – (2) Calcolata rapportando la nuova domanda di lavoro attivata al totale dell'occupazione nel 2019 nel settore di riferimento. Scala di destra.

<sup>4</sup> Le stime tengono conto delle risorse stanziare attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza, il programma di assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (*Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe*, React-EU) e il piano nazionale complementare al PNRR limitatamente agli interventi finalizzati alla transizione ambientale. La metodologia utilizzata è descritta in G. Basso, L. Guiso, M. Paradisi e A. Petrella, op. cit.

<sup>5</sup> Tra gli interventi previsti è compreso l'ecobonus per l'efficientamento energetico degli edifici che, nonostante il ridimensionamento del sostegno pubblico conseguente le recenti modifiche normative, è stato finanziato dal PNRR per circa 14 miliardi di euro. Per un'analisi dei costi e dei benefici dei provvedimenti per la transizione verde previsti dal PNRR, cfr. M. Alpino, L. Citino e F. Zeni, *Costs and benefits of the green transition envisaged in the Italian NRRP. An evaluation using the social cost of carbon*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 720, 2022.

L'andamento favorevole delle costruzioni e del turismo ha sostenuto l'occupazione nel Mezzogiorno. Dalla seconda metà del 2021 il numero delle posizioni lavorative è cresciuto nelle regioni meridionali più di quanto sarebbe aumentato se avesse mantenuto il passo degli anni immediatamente precedenti la pandemia, anche se ha rallentato durante il 2022 nel confronto con il Centro Nord (fig. 7.3). Le imprese del Mezzogiorno hanno anche beneficiato degli sgravi contributivi introdotti alla fine del 2020 per gli occupati delle imprese del settore privato, inclusi quelli assunti in precedenza, che hanno comportato un significativo contenimento del costo del lavoro (cfr. il capitolo 8: *I prezzi e i costi*). I divari con le regioni centro-settentrionali rimangono però molto elevati (cfr. il riquadro: *Gli andamenti territoriali* del capitolo 4).

Diversamente dal 2021, quando aveva prevalso la crescita delle posizioni lavorative temporanee, l'anno scorso la quasi totalità dell'espansione ha riguardato quelle a tempo

indeterminato (419.000 rispetto ai 41.000 a termine). Su questa dinamica ha inciso il numero elevato di trasformazioni di contratti temporanei e di apprendistato, salito del 37 per cento rispetto al 2021 (43 per cento per i soli contratti temporanei). La crescita delle trasformazioni riflette per tre quinti l'incremento della platea di lavoratori che potevano essere stabilizzati<sup>6</sup> e per il resto il ritorno sui livelli pre-crisi della propensione delle imprese a convertire in posizioni a tempo indeterminato quelle a termine (fig. 7.4.a); questa propensione era peraltro già in ripresa dalla seconda metà del 2021, in linea con l'aumento della domanda di lavoro. Fino a giugno del 2022 le trasformazioni, come anche le assunzioni con contratto permanente, hanno inoltre beneficiato dell'esonero contributivo totale previsto per i giovani fino a 35 anni e per le donne. La ricomposizione verso l'occupazione stabile potrebbe essere meno intensa nell'anno in corso: tra gennaio e aprile ha infatti ricominciato ad aumentare la quota di assunzioni a termine.

Il tasso di licenziamento<sup>7</sup> si è mantenuto al di sotto dei livelli precedenti la pandemia (fig. 7.4.b), contribuendo alla dinamica positiva del numero di posizioni a tempo indeterminato; il tasso relativo alle dimissioni rimane invece superiore rispetto al 2019 (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2021) ed è associato a transizioni da un impiego a un altro, che si verificano più frequentemente nelle fasi di espansione ciclica<sup>8</sup>.

Secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, a dicembre del 2022 la quota di lavoratori dipendenti a tempo determinato è scesa al 16,5 per cento, rispetto al 17,1 alla fine dell'anno precedente, rimanendo però elevata nel confronto storico; nei 15 anni precedenti la pandemia era cresciuta dall'11,8 del 2004 al 16,9 per cento nel 2019.

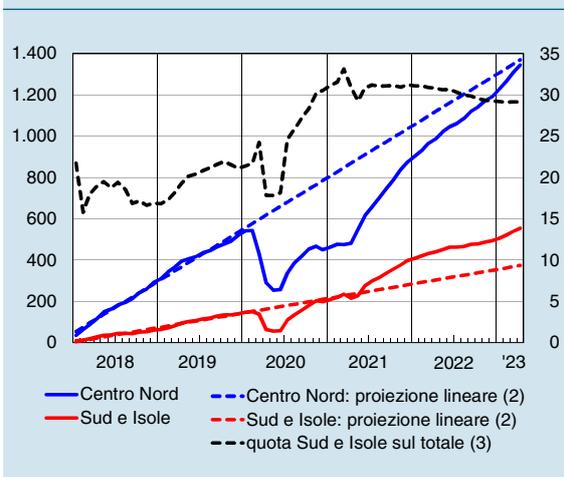
<sup>6</sup> La stima dell'effetto dovuto all'aumento della platea di lavoratori che potevano essere stabilizzati è calcolata ipotizzando tassi di trasformazione pari a quelli del 2021, tenendo conto della durata del contratto, delle caratteristiche della posizione lavorativa e del profilo sociodemografico del lavoratore, sulla base dei dati del campione integrato delle comunicazioni obbligatorie del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali.

<sup>7</sup> Il tasso di licenziamento e quello di dimissione sono definiti come il rapporto, in un dato mese, tra il numero delle cessazioni, su iniziativa rispettivamente del datore di lavoro o del lavoratore, e quello delle posizioni lavorative dipendenti a tempo indeterminato.

<sup>8</sup> C. Berson, M. De Philippis ed E. Viviano, *Job-to-job flows and wage dynamics in France and Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 563, 2020.

Figura 7.3

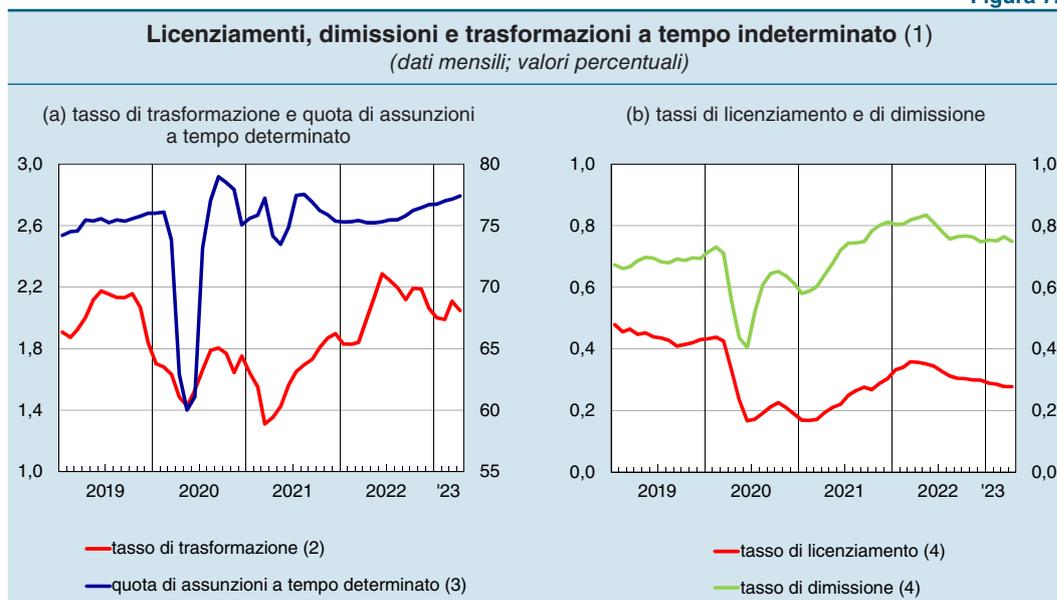
**Andamento delle attivazioni nette di posizioni lavorative alle dipendenze per area geografica (1)**  
(dati mensili; valori cumulati in migliaia di unità e valori percentuali)



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) In ciascun punto, le serie indicano la variazione assoluta delle posizioni lavorative alle dipendenze nelle macroaree rispetto alla fine di dicembre del 2017. Le attivazioni nette mensili sono pari alle assunzioni meno le cessazioni e sono destagionalizzate con la procedura TRAMO-SEATS. – (2) La proiezione lineare è calcolata sulla base dell'andamento delle posizioni lavorative, al netto dei fattori stagionali, registrato nel biennio 2018-19. – (3) Scala di destra; quota sul totale delle assunzioni nette cumulate.

Figura 7.4



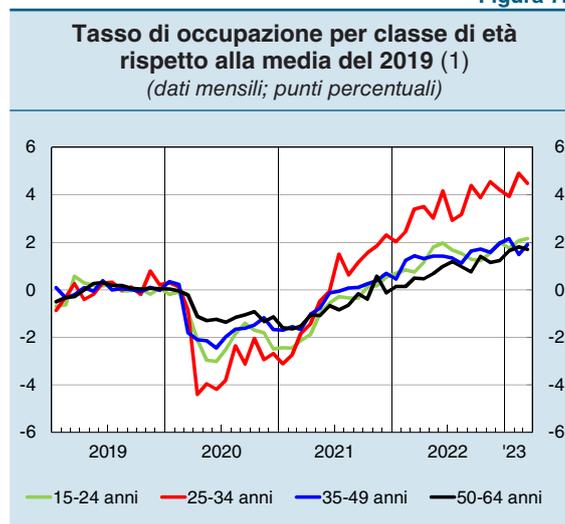
Fonte: elaborazioni su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali (comunicazioni obbligatorie) e INPS (Osservatorio sui lavoratori dipendenti del settore privato non agricolo); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.

(1) Medie mobili calcolate su un orizzonte trimestrale. – (2) Rapporto tra il numero di trasformazioni e la stima degli occupati dipendenti regolari a termine (inclusi gli stagionali) nello stesso mese. – (3) Scala di destra; i dati si riferiscono alle assunzioni lorde effettuate nel mese. – (4) Rapporto tra il numero di licenziamenti o dimissioni e la stima degli occupati dipendenti regolari a tempo indeterminato nello stesso mese.

Anche l'incidenza del lavoro a tempo parziale tra gli addetti alle dipendenze è diminuita rispetto a prima della pandemia (19,3 per cento nel 2022; 20,4 nel 2019). Le forme di lavoro atipico e part-time contribuiscono in modo marcato alla dispersione dei redditi annui da lavoro dipendente, che è fortemente aumentata nel settore privato tra il 1990 e il 2021. Metà dell'incremento è riconducibile alla crescita delle differenze nel numero delle settimane lavorate a tempo pieno; la restante parte è dovuta prevalentemente a retribuzioni settimanali in media più basse per gli occupati a tempo parziale o a termine e solo in minima parte all'aumento della dispersione dei salari per chi lavora tutto l'anno a tempo pieno<sup>9</sup>. Le dinamiche osservate nel 2022 dovrebbero pertanto avere attenuato la disuguaglianza dovuta al numero di ore complessivamente lavorate.

Rispetto al 2019 il tasso di occupazione è salito maggiormente

Figura 7.5



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), dati mensili destagionalizzati; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*. (1) Differenze dalla media del 2019.

<sup>9</sup> D. Depalo e S. Lattanzio, *The increase in earnings inequality and volatility in Italy: the role and persistence of atypical contracts*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

nella classe di età 25-34 anni (fig. 7.5); nel decennio precedente, invece, l'incremento era stato più consistente tra i più anziani per effetto soprattutto dell'allungamento della vita lavorativa. Nel 2022 l'occupazione femminile è tornata sui ritmi di crescita precedenti l'emergenza sanitaria; continua a essere concentrata in prevalenza nei settori dove è più diffuso l'uso di contratti a termine, quali ad esempio le attività di alloggio e di ristorazione<sup>10</sup>. Il miglioramento delle prospettive di impiego per giovani e donne ha favorito la riduzione del numero di famiglie con due o più adulti dove nessuno è occupato o vi è un solo lavoratore (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).

### *L'offerta di lavoro*

Il tasso di partecipazione è aumentato di un punto percentuale (tav. 7.2), riprendendo la dinamica espansiva iniziata nel 2012 e interrotta con la pandemia. La crescita è continuata all'inizio dell'anno in corso: nel primo trimestre del 2023, la quota di persone attive sul totale della popolazione in età lavorativa ha raggiunto il 66,2 per cento, superando il precedente picco toccato all'inizio del 2019.

L'incremento ha coinvolto sia la componente maschile sia quella femminile. Il tasso di attività delle donne è tornato a crescere dal 2021 dopo la forte contrazione verificatasi durante i primi mesi dell'emergenza sanitaria, raggiungendo il 57,1 per cento nel primo trimestre del 2023, il valore massimo dall'inizio delle serie storiche. La partecipazione femminile al mercato del lavoro rimane però ampiamente inferiore a quella degli uomini e a quella osservata in altri paesi europei (cfr. il capitolo 14: *Le donne nel mercato del lavoro*).

**Tavola 7.2**

<b>Tassi di attività e disoccupazione per gruppi demografici</b> (valori percentuali)								
VOCI	Tasso di attività (1)				Tasso di disoccupazione (2)			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
<b>Totale</b>	<b>65,7</b>	<b>63,5</b>	<b>64,5</b>	<b>65,5</b>	<b>9,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,1</b>
Donne	56,5	54,1	55,4	56,4	11,1	10,4	10,6	9,4
Uomini	74,9	72,9	73,6	74,6	9,1	8,6	8,7	7,1
15-34	51,0	48,1	49,9	51,1	18,2	17,9	17,9	14,4
35-49	80,8	78,6	79,7	80,8	8,6	7,9	7,9	7,0
50-64	64,7	63,5	63,9	64,9	6,0	5,6	6,0	5,3
50-74	....	....	....	....	5,8	5,4	5,8	5,1

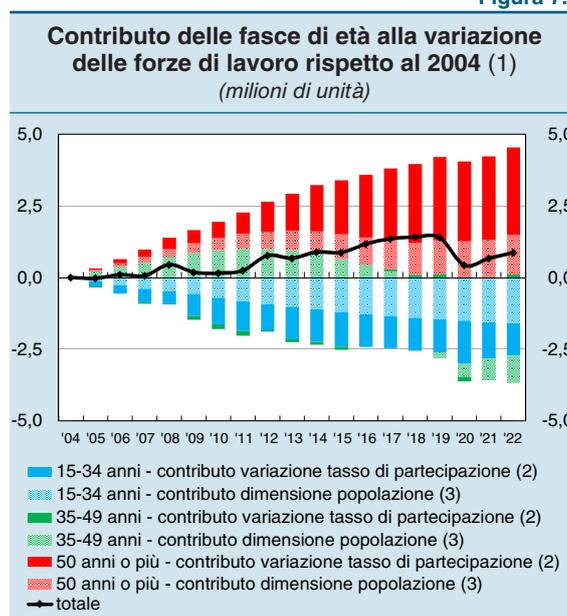
Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.  
(1) Tassi calcolati sulla popolazione tra 15 e 64 anni. – (2) Tassi calcolati sulla popolazione tra 15 e 74 anni.

Nonostante la ripresa dei tassi di attività, l'invecchiamento della popolazione limita l'offerta complessiva di lavoro, che si è ridotta di oltre 500.000 persone tra il 2019 e il 2022. Nell'ultimo triennio ha rallentato il contributo fornito dall'aumento della partecipazione delle fasce di età più elevate, particolarmente numerose e in crescita (fig. 7.6): negli ultimi vent'anni la partecipazione dei lavoratori più anziani era stata

<sup>10</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *I divari di genere e le dinamiche settoriali durante e dopo la pandemia*, in Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, marzo 2023.

sospinta dalle riforme pensionistiche, in particolare da quella introdotta con il DL 201/2011, convertito dalla L. 214/2011. L'aumento del tasso di attività dei più giovani, tornato sui livelli precedenti la pandemia, ha solo in parte attutito gli effetti dell'invecchiamento della popolazione, data la dimensione relativamente ridotta di queste classi di età. La partecipazione degli individui tra 15 e 34 anni è comunque ancora lontana dai livelli antecedenti la recessione del 2008, anche per effetto dell'aumento della scolarità: la quota di studenti non attivi nel mercato del lavoro in rapporto alla popolazione in questa fascia di età è salita di 9 punti percentuali tra il 2004 e il 2022. Rimane elevato anche il numero di giovani che non studiano e non lavorano: secondo i dati di fonte Eurostat, nel 2022 erano il 20,8 per cento delle persone tra 15 e 34 anni, contro una media del 12,8 nell'area dell'euro.

Figura 7.6



Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*. (1) Differenza dalla media del 2004, primo anno disponibile nelle serie storiche. – (2) Contributo derivante dalla variazione del tasso di partecipazione, una volta tenuto conto della variazione del numero di residenti in quella fascia di età. – (3) Contributo derivante dalla variazione del numero di residenti nella classe di età, tenendo fermo il tasso di partecipazione ai livelli del 2004.

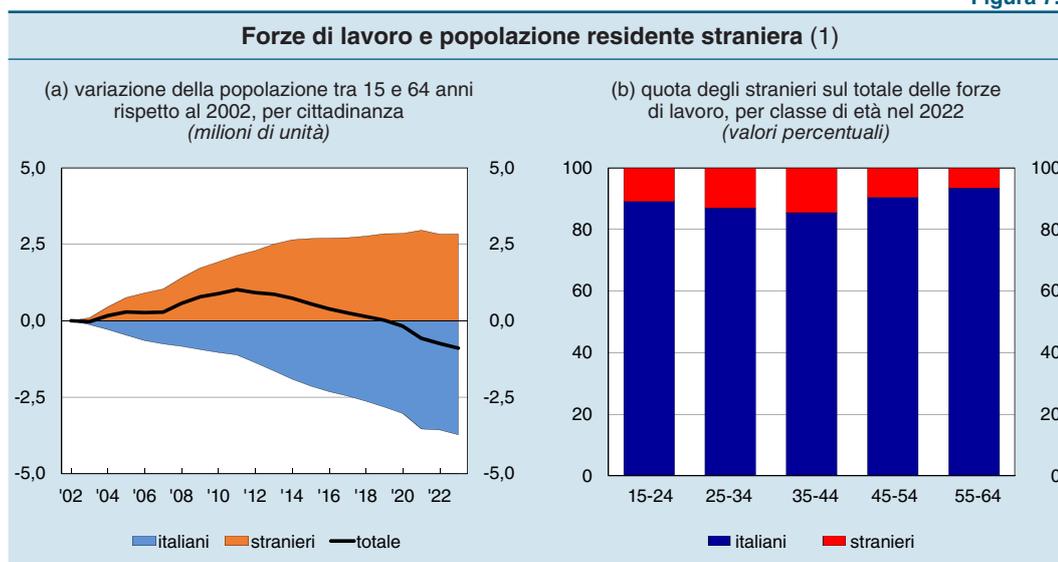
Secondo i dati provvisori dell'Istat, il saldo migratorio complessivo degli stranieri<sup>11</sup>, che si era contratto significativamente nel biennio 2020-21 (48.000 persone in media all'anno), nel 2022 è tornato su livelli simili a quelli precedenti l'emergenza sanitaria (108.000), un valore comunque non sufficiente a controbilanciare il calo della popolazione italiana. Tra il 2002 e il 2011, nella classe di età 15-64 anni la crescita del numero di residenti con cittadinanza di altri paesi aveva più che compensato la riduzione di quello degli italiani, ma ha fortemente rallentato negli anni successivi (fig. 7.7.a)<sup>12</sup>. Poiché gli stranieri contribuiscono soprattutto alle fasce di età centrali, caratterizzate da più elevati tassi di partecipazione (fig. 7.7.b), i minori flussi in ingresso hanno avuto effetti particolarmente negativi per la dinamica dell'offerta di lavoro.

Nel 2022 il tasso di disoccupazione si è ridotto in misura marcata, all'8,1 per cento, il valore più basso dell'ultimo decennio (-1,8 e -4,8 punti percentuali rispetto

<sup>11</sup> Il dato riflette, oltre al saldo migratorio, anche il saldo anagrafico per altri motivi degli stranieri, risultato ampiamente negativo per effetto di un largo numero di cancellazioni d'ufficio (126.000 nel 2022) dovute a irreperibilità oppure alla mancanza dei requisiti per mantenere la residenza anagrafica; entrambe le componenti incidono sulla variazione annuale del numero di residenti stranieri.

<sup>12</sup> La stabilità della popolazione straniera negli ultimi anni è determinata anche dalle acquisizioni di cittadinanza italiana, che sono state circa 132.000 all'anno nella media del periodo 2012-2022. Il calo dei residenti italiani in età da lavoro sarebbe ancora maggiore in assenza del contributo di coloro che hanno recentemente acquisito la cittadinanza, non distinto esplicitamente nella figura 7.7.

Figura 7.7



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

al 2019 e al picco del 2014, rispettivamente); la diminuzione rispetto al periodo precedente all'emergenza sanitaria è riconducibile al recupero dei livelli occupazionali e alla contrazione delle forze di lavoro. Il calo è stato particolarmente intenso fra i più giovani: nella fascia tra 15 e 34 anni il tasso di disoccupazione è sceso al 14,4 per cento, dal 18,2 nel 2019.

In una fase di crescita significativa della domanda, è aumentato il tempo necessario alle imprese per reperire i lavoratori. Alla fine del 2022 il tasso di posti vacanti ha raggiunto livelli molto elevati rispetto agli anni precedenti la pandemia (2,2 per cento; 1,4 nel 2019; fig. 7.8.a). L'incremento è stato particolarmente forte nelle costruzioni e in alcuni settori dei servizi, tra cui quelli dell'informazione e della comunicazione e quelli dell'alloggio e della ristorazione. Secondo dati di fonte Eurostat, la quota di posizioni lavorative vacanti è stata comunque inferiore in Italia rispetto all'area dell'euro (2,2 e 3,3 per cento nella media del 2022, rispettivamente), in particolare nel confronto con la Germania (4,8) e con i Paesi Bassi (5,4). Secondo quanto emerge da indagini condotte dalla Commissione europea<sup>13</sup>, anche la quota di imprese che nel 2022 hanno dichiarato di avere difficoltà a reperire lavoratori è stata più contenuta (6 e 16 per cento nella manifattura e nei servizi contro 27 e 30 nell'area dell'euro, rispettivamente). Ad aprile di quest'anno, tale quota è cresciuta nei servizi (raggiungendo il 37 per cento delle imprese), coerentemente con l'aumento della domanda di lavoro nel settore (33 nell'area dell'euro).

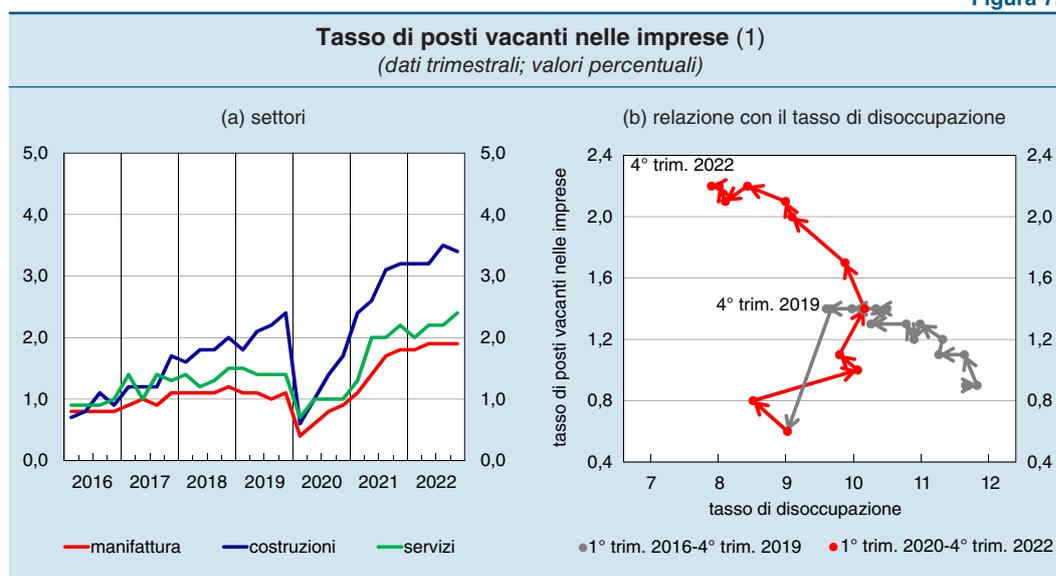
La difficoltà a coprire i posti vacanti è prevalentemente imputabile alla fase ciclica espansiva più che a cambiamenti di natura strutturale intervenuti dopo la pandemia: l'analisi della relazione tra i posti vacanti e il tasso di disoccupazione (rappresentata dalla cosiddetta curva di Beveridge; fig. 7.8.b) non segnala cambiamenti rilevanti

<sup>13</sup> Si tratta delle *Business and consumer surveys* svolte su un campione rappresentativo di consumatori e di imprese che operano nei paesi della UE in diversi comparti economici (manifattura, costruzioni, commercio al dettaglio e altri servizi).

nella correlazione tra le due variabili, né di conseguenza indica un peggioramento dell'efficienza dei processi di incontro tra domanda e offerta di lavoro<sup>14</sup>.

I margini per un ulteriore aumento della partecipazione al mercato del lavoro rimangono ampi. Il numero di persone che non cercano attivamente un'occupazione ma sono disponibili a lavorare è elevato: secondo i dati dell'Eurostat, nel 2022 era pari al 5,6 per cento della popolazione di età compresa tra 15 e 74 anni, più del doppio del dato per l'area dell'euro (2,2 per cento). Quasi sei occupati a tempo parziale su dieci – la quota più elevata fra i paesi dell'area – preferirebbero inoltre avere un impiego a tempo pieno.

Figura 7.8



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Posti vacanti nelle imprese dell'industria e dei servizi* e RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche dell'Appendice* la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) I dati sono destagionalizzati e includono tutte le imprese con almeno un addetto nel settore privato non agricolo (sezioni Ateco da B a N). Il tasso di posti vacanti è il rapporto tra il numero di posti vacanti e la loro somma con le posizioni lavorative occupate. I posti vacanti sono misurati dalle ricerche di personale che all'ultimo giorno del trimestre indicato sono iniziate e non ancora concluse.

Il *Programma nazionale per la garanzia di occupabilità dei lavoratori (GOL)*, sviluppato nell'ambito del PNRR, investe 4,9 miliardi di euro<sup>15</sup> per migliorare i servizi di accompagnamento al lavoro e di riqualificazione delle persone disoccupate o fragili, anche se non percettori di ammortizzatori sociali. Dalla partenza del programma a giugno del 2022 alla fine di marzo scorso è stato coinvolto circa un milione di persone, rispettando uno degli obiettivi del PNRR<sup>16</sup>. Poco più della metà degli interessati è stata indirizzata a un percorso di inserimento lavorativo, un quarto a interventi di formazione

<sup>14</sup> Uno spostamento della curva di Beveridge a sinistra viene solitamente interpretato come un miglioramento dell'efficienza del processo, in quanto si riduce il tempo necessario a reperire lavoratori a parità di tasso di disoccupazione, mentre uno spostamento a destra esprime un peggioramento. Il movimento della curva verso destra si è verificato in altri paesi, in particolare negli Stati Uniti, dove i tassi di partecipazione non hanno ancora recuperato i livelli precedenti la pandemia ed è aumentata in modo più marcato la propensione dei lavoratori a dimettersi per accettare un altro impiego (cfr. il riquadro: *Andamenti recenti nel mercato del lavoro: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*, in *Bollettino economico*, 1, 2023).

<sup>15</sup> Di questo importo, 0,5 miliardi sono a valere sul programma React-EU.

<sup>16</sup> Per approfondimenti, cfr. ANPAL, *Programma GOL: Garanzia di Occupabilità dei Lavoratori*, Nota di monitoraggio 3, 2023.

brevi (aggiornamento professionale) e un quinto a corsi più lunghi (riqualificazione); solo una minima parte è stata inserita in percorsi formativi più complessi, che prevedono interventi che vanno oltre la dimensione lavorativa. I percettori di reddito di cittadinanza costituiscono poco meno di un quarto delle persone beneficiarie del programma GOL; sono inoltre maggiormente coinvolti negli interventi di riqualificazione e in quelli più complessi. Il 27 per cento dei partecipanti al programma risultava impiegato 150 giorni dopo l'ingresso nel percorso; circa un quinto di questi non aveva tuttavia ottenuto un nuovo impiego ma aveva conservato un lavoro a basso reddito, compatibile con gli ammortizzatori sociali e con l'accesso al programma stesso.

## 8. I PREZZI E I COSTI

Nel 2022 l'inflazione al consumo in Italia ha toccato i livelli massimi dalla metà degli anni ottanta del secolo scorso: ha raggiunto l'8,7 per cento in media d'anno, superando il 12 per cento negli ultimi tre mesi. I rincari dei beni energetici hanno contribuito all'inflazione complessiva, direttamente e indirettamente, per circa due terzi; gli interventi governativi hanno attenuato per oltre un punto percentuale la crescita dei prezzi al consumo. Anche l'inflazione di fondo (al netto delle componenti alimentari ed energetiche) è aumentata considerevolmente: vi hanno inciso sia il graduale trasferimento ai prezzi al dettaglio dei maggiori costi delle materie prime e dei beni intermedi, sia il recupero della domanda.

La crescita delle retribuzioni è rimasta moderata, per effetto soprattutto della disponibilità ancora ampia di margini di utilizzo del lavoro e di alcune caratteristiche del sistema di contrattazione collettiva; la dinamica si intensificherebbe nel corso di quest'anno. In media i margini di profitto delle imprese sono diminuiti nel 2022.

L'inflazione ha iniziato a scendere nei primi mesi del 2023, in concomitanza con il calo marcato delle quotazioni del gas e del petrolio. La componente di fondo rimane ancora su livelli elevati, ma il forte rallentamento dei prezzi alla produzione dovrebbe favorirne una graduale discesa nei prossimi mesi.

### *I prezzi al consumo nel 2022*

L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è salita in media d'anno all'8,7 per cento, dall'1,9 nel 2021, raggiungendo un picco di oltre il 12 per cento nell'ultimo trimestre (cfr. fig. 8.1 e tav. 8.1); l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è aumentato in media dell'8,1 per cento<sup>1</sup>. Non si osservava una simile crescita dei prezzi dal 1985, quando l'inflazione si stava progressivamente riducendo dai livelli eccezionalmente elevati raggiunti nel decennio precedente a seguito degli shock petroliferi (cfr. il riquadro: *Inflazione e shock energetici: l'esperienza degli anni settanta*).

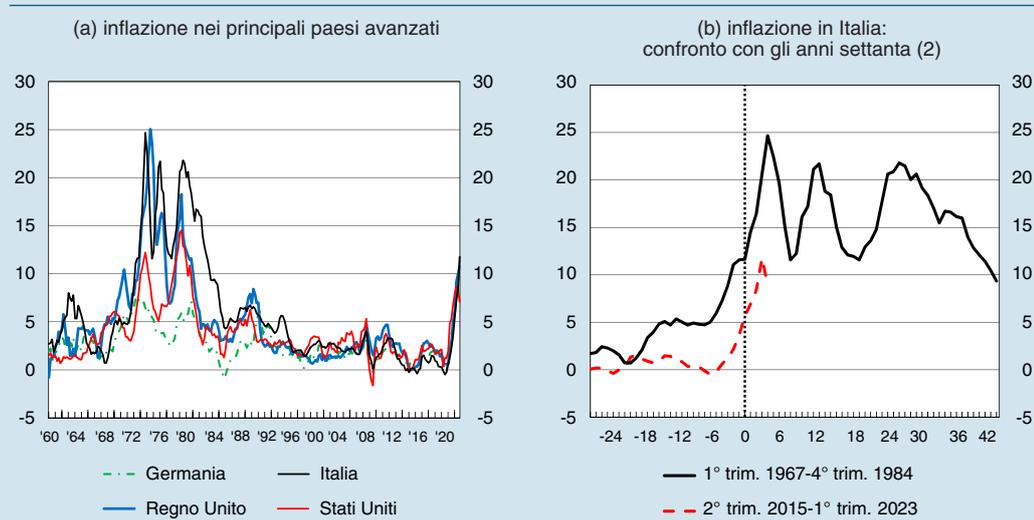
<sup>1</sup> La diversa crescita degli indici IPCA e NIC nel 2022 è ascrivibile alle principali differenze nella costruzione dei due indici. In particolare l'IPCA considera sempre l'effettivo esborso monetario da parte delle famiglie nell'acquisto di beni e servizi; è quindi al netto sia delle riduzioni temporanee dei prezzi (quali i saldi stagionali), sia delle quote dei prezzi a carico della Pubblica amministrazione. L'IPCA inoltre esclude alcune voci come le lotterie e i concorsi pronostici. Tali differenze inducono una diversa composizione del paniere di riferimento dei due indici; nel 2022 i beni energetici e alimentari, prodotti interessati da aumenti più sostenuti dei prezzi, hanno avuto un peso maggiore nell'IPCA rispetto a quello nel NIC. Quest'ultimo indicatore è disponibile a partire dalla fine degli anni quaranta del secolo scorso, l'IPCA invece dal 1996.

## INFLAZIONE E SHOCK ENERGETICI: L'ESPERIENZA DEGLI ANNI SETTANTA

L'invasione dell'Ucraina nel febbraio 2022 ha determinato una forte accelerazione dei prezzi dei beni energetici, amplificando il rialzo dell'inflazione che era già in atto a livello globale sospinto da fattori sia di domanda sia di offerta<sup>1</sup>. Analogamente, in conseguenza della guerra dello Yom Kippur nel 1973 e a seguito della rivoluzione iraniana nel 1978-79 si verificarono repentini incrementi dei corsi del petrolio<sup>2</sup>. Le quotazioni del greggio quadruplicarono dopo il primo evento e pressoché triplicarono dopo il secondo, provocando in quasi tutte le principali economie avanzate un rapido aumento dell'inflazione (figura A, pannello a), che in Italia raggiunse livelli ben al di sopra di quelli osservati nei mesi recenti (figura A, pannello b).

Figura A

### Dinamiche dell'inflazione in alcune economie avanzate (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BIS, Statistics Warehouse.

(1) Le linee mostrano l'evoluzione dei tassi di inflazione rilevati con frequenza trimestrale e calcolati come variazione percentuale su base annua. – (2) Il grafico confronta i tassi di inflazione in Italia (nella definizione non armonizzata) tra il 1° trimestre del 1967 e il 4° del 1984 (linea continua) con quelli rilevati tra il 2° trimestre del 2015 e il 1° del 2023 (linea tratteggiata). L'asse delle ascisse riporta il numero di trimestri che precedono e seguono lo shock petrolifero del 1973 (4° trim. 1973 = 0) e l'invasione dell'Ucraina (1° trim. 2022 = 0).

Tra il 1971 e il 1973 l'economia mondiale era stata segnata dall'abbandono del *gold exchange standard* creato nel 1944 con gli accordi di Bretton Woods. Con la fine del regime di cambi fissi e il venire meno dell'ancoraggio all'oro, la politica monetaria si trovò a operare in assenza di un quadro condiviso per la sua conduzione. Un nuovo sistema di riferimento – che ha il suo cardine nell'impegno da parte di autorità monetarie indipendenti e credibili a raggiungere obiettivi definiti di

<sup>1</sup> Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *L'aumento dell'inflazione globale: fattori sottostanti e prospettive* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2021.

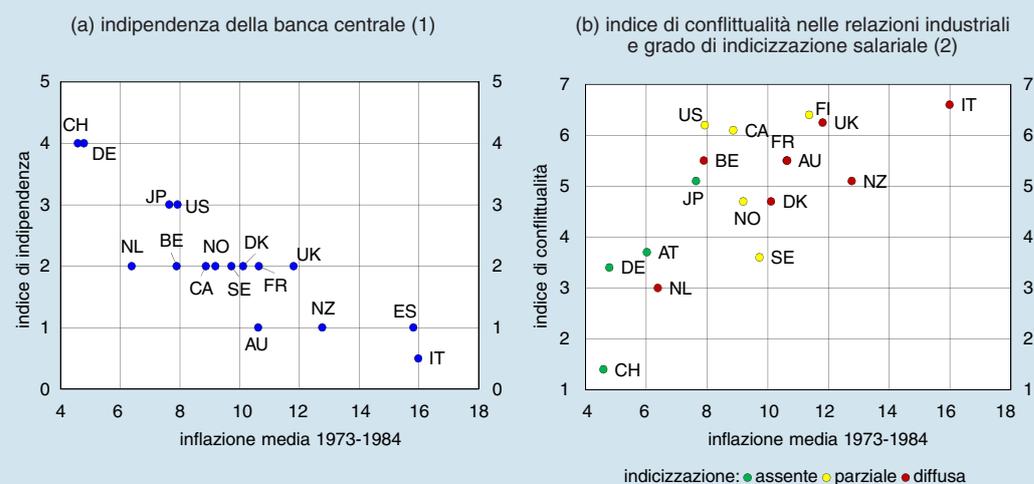
<sup>2</sup> A differenza degli anni settanta del secolo scorso il recente shock energetico è stato alimentato prevalentemente, almeno in Europa, dalle tensioni sul mercato del gas. Inoltre il peso dell'energia sull'economia è oggi inferiore rispetto a quello dell'epoca.

inflazione – si sarebbe affermato solo nel corso dei due decenni successivi<sup>3</sup>. Senza i vincoli di condotta associati al precedente regime, le risposte allo shock petrolifero del 1973 risultarono inadeguate in molti paesi avanzati, con inasprimenti tardivi o allentamenti precoci delle condizioni monetarie che non riuscirono a contenere la crescita dei prezzi per diversi anni. Dopo il secondo shock del 1979, per ridurre l’inflazione furono necessari drastici aumenti dei tassi di interesse che contribuirono tuttavia a determinare marcati rallentamenti dell’attività economica e in alcuni casi severe recessioni.

Le difficoltà nel frenare la corsa dei prezzi furono acute da fattori istituzionali e di clima sociale, relativi al grado di autonomia delle banche centrali, alla conflittualità e alle regole della contrattazione nel mercato del lavoro, alla condotta delle politiche di bilancio<sup>4</sup>. Nel decennio che seguì il primo shock petrolifero, i paesi le cui banche centrali avevano una minore indipendenza sperimentarono un’inflazione più elevata (figura B, pannello a). Inoltre i meccanismi automatici di indicizzazione delle retribuzioni ai prezzi, svincolati dalle dinamiche della produttività e combinati con un’accesa conflittualità nelle relazioni industriali, contribuirono a innescare una perniciosa rincorsa tra salari e prezzi (figura B, pannello b)<sup>5</sup>.

Figura B

### Fattori istituzionali e inflazione nel confronto internazionale



Fonte: elaborazioni su dati BIS, Statistics Warehouse per il tasso di inflazione.

(1) Per l'indicatore di indipendenza delle banche centrali, cfr. A. Alesina, *Macroeconomics and politics*, NBER Macroeconomics Annual, 3, 1988, pp. 13-62. – (2) Per l'indicatore relativo alla conflittualità nelle relazioni industriali, calcolato a partire dai giorni di sciopero, cfr. J. McCallum, *Inflation and social consensus in the Seventies*, "The Economic Journal", 93, 1983, pp. 784-805. Per i dati sul grado di indicizzazione salariale ai prezzi, cfr. M. Bruno e J.D. Sachs, *Economics of worldwide stagflation*, Oxford, Basil Blackwell, 1986. Per le sigle dei paesi, cfr. *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali dell'Unione europea*.

<sup>3</sup> Ad esempio, cfr. B. Eichengreen, *Globalizing capital. A history of the international monetary system*, Princeton, Princeton University Press, 3ª ed., 2019, e M. Goodfriend, *How the world achieved consensus on monetary policy*, "Journal of Economic Perspectives", 21, 4, 2007, pp. 47-68.

<sup>4</sup> Sono questi i fattori individuati da Carlo Azeglio Ciampi quali pilastri di una "costituzione monetaria" che l'Italia avrebbe dovuto adottare (cfr. *Considerazioni finali*, in Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei Partecipanti. Anno 1980*, Roma, 30 maggio 1981, p. 38).

<sup>5</sup> Per maggiori dettagli, cfr. I. Visco, *Inflazione e politica monetaria*, Bari-Roma, Laterza, 2023. Riguardo al rapporto tra conflittualità nel mercato del lavoro e inflazione, cfr. anche E. Tarantelli, *The regulation of inflation and unemployment*, "Industrial relations", 25, 1, 1986, pp. 1-15.

Anche le politiche di bilancio favorirono l'aumento dei prezzi: squilibri crescenti tra i livelli della spesa pubblica e delle entrate fiscali svolsero, insieme alle dinamiche salariali, un ruolo di rilievo nel determinare la persistenza del processo inflazionistico in Italia e in altri paesi avanzati<sup>6</sup>.

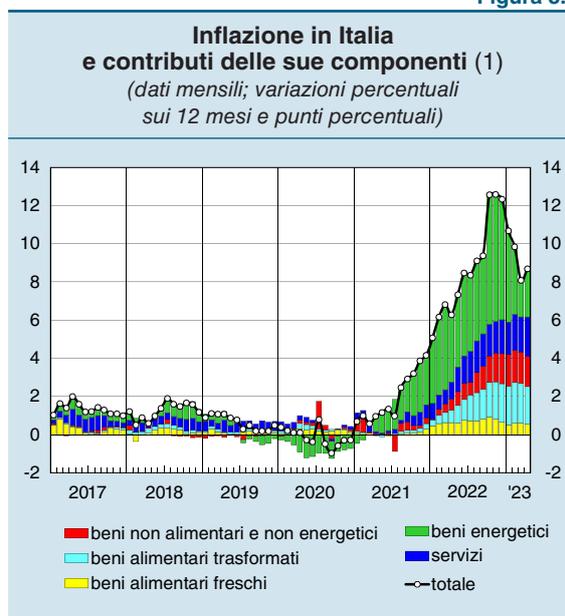
La cornice istituzionale e il clima sociale sono oggi molto diversi rispetto agli anni settanta del Novecento. Tuttavia, politiche di bilancio, negoziazioni salariali e strategie di prezzo delle imprese coerenti con le esigenze di ridurre l'inflazione – insieme all'indipendenza delle banche centrali – restano condizioni necessarie per il ritorno alla stabilità dei prezzi<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> F. Corsello, M. Gomellini e D. Pellegrino, *Inflation and energy price shocks: lessons from the 1970s*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>7</sup> I. Visco, *Monetary policy and the return of inflation: questions, charts and tentative answers*, CEPR Policy Insight, 122, 2023.

L'eccezionale variazione dei prezzi al consumo dell'energia (51,3 per cento in media d'anno) ha fornito il contributo diretto più importante all'inflazione complessiva; i rincari hanno interessato sia i carburanti (18 per cento) sia, soprattutto, le bollette di elettricità (110 per cento) e gas (69 per cento). Nel corso dell'anno le decisioni del Governo e dell'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA) hanno moderato l'inflazione energetica con diversi interventi. Il Governo ha introdotto un taglio delle accise sui carburanti e dell'IVA sul gas e ha azzerato gli oneri di sistema che gravano sulle bollette di energia elettrica e gas; ha inoltre esteso a più riprese il bonus sociale per le utenze elettriche e del gas a favore delle famiglie economicamente svantaggiate<sup>2</sup>. I prezzi di elettricità e gas sul mercato libero, le cui componenti relative alla fornitura della materia prima sono fissate dagli operatori in autonomia, sono cresciuti nel complesso in misura maggiore rispetto a quelli del mercato tutelato, determinati interamente dalle regole stabilite dall'ARERA.

Figura 8.1



<sup>2</sup> Il bonus sociale per le utenze elettriche e del gas, precedentemente erogato a domanda, dal 1° gennaio 2021 è attribuito in via automatica alle famiglie che presentano una dichiarazione sostitutiva unica da cui risulti un indicatore della situazione economica equivalente (ISEE) inferiore a una determinata soglia. La platea dei beneficiari effettivi del bonus è stata ampliata con i DD.LL. 99/2021, 21/2022, 80/2022 e 115/2022. Gli effetti del bonus sociale sulle bollette sono considerati dall'Istat nel calcolo degli indici dei prezzi al consumo dall'aprile 2022.

Tavola 8.1

Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2021	2022	2022
<b>IPCA</b>	<b>1,9</b>	<b>8,7</b>	<b>100,0</b>
Alimentari freschi	0,7	9,6	7,2
Alimentari trasformati	0,4	7,3	15,9
Energetici	14,3	51,3	9,7
Beni non alimentari e non energetici	0,7	3,2	28,4
Servizi	0,9	3,4	38,8
Beni e servizi a prezzo amministrato	7,0	20,9	7,7
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	0,8	3,3	67,2
<i>per memoria:</i>			
deflatore del PIL	0,6	3,0	–
indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	13,0	42,8	–

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

Anche i prezzi dei beni alimentari, che rappresentano circa un quinto del paniere, hanno fornito un contributo rilevante all'inflazione complessiva: sono cresciuti dell'8,0 per cento nella media del 2022, risentendo dei rincari degli input energetici e delle pressioni derivanti dal forte rialzo dei prezzi delle materie prime agroalimentari, acuito dalla riduzione dell'offerta di fertilizzanti e di grassi di origine vegetale a seguito del conflitto in Ucraina. Nell'ultima parte del 2022 queste tensioni sugli input della filiera alimentare si sono allentate.

L'aumento dei prezzi ha avuto un impatto molto più elevato per le famiglie appartenenti ai quinti più bassi della distribuzione della spesa per consumi (cfr. il riquadro: *La distribuzione dei redditi da lavoro tra le famiglie italiane* del capitolo 5). Tenuto conto della diversa composizione del paniere di consumo, il divario dei tassi di inflazione fra il primo e l'ultimo quinto si è allargato gradualmente nel corso dell'anno fino a 8,5 punti percentuali: circa la metà dei consumi delle famiglie del primo quinto è infatti rappresentata da beni energetici e alimentari, a fronte di circa un quarto per le famiglie dell'ultimo. Solo l'inflazione dei servizi ha colpito maggiormente le famiglie dell'ultimo quinto, a causa di una maggiore incidenza dei servizi ricreativi e di trasporto nel paniere di questi nuclei.

L'inflazione di fondo, ossia al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari), è risultata pari al 3,3 per cento in media d'anno (0,8 nel 2021). L'inflazione dei servizi è salita al 3,4 per cento, trainata dal comparto della ristorazione e da quello dei servizi di viaggio (trasporti e alloggi), che hanno risentito sia del forte rialzo dei costi degli input alimentari ed energetici, sia di una vigorosa ripresa della domanda a seguito dell'esaurirsi della crisi pandemica. I prezzi dei beni industriali non energetici, aumentati del 3,2 per cento in media d'anno, sono stati sospinti dalla crescita di quelli degli autoveicoli e dei beni per la casa, sui quali ha pesato, oltre all'incremento dei prezzi dei beni energetici, il protrarsi delle strozzature dell'offerta e delle difficoltà di approvvigionamento degli input intermedi.

Gli effetti diretti dei rincari dell'energia e quelli indiretti, trasmessi attraverso il loro impatto sulle componenti non energetiche, hanno contribuito per circa due terzi all'inflazione complessiva nel 2022 (cfr. il riquadro: *L'impatto del recente shock energetico sull'inflazione nell'area dell'euro* del capitolo 2). Sull'andamento dell'inflazione hanno anche inciso altri fattori, quali la dinamica dei prezzi delle materie prime alimentari e dei semilavorati, la domanda interna ed estera nonché i tassi di interesse e di cambio (cfr. il riquadro: *Le cause dell'inflazione in Italia nel biennio 2021-22*).

## LE CAUSE DELL'INFLAZIONE IN ITALIA NEL BIENNIO 2021-22

Nel biennio 2021-22 l'inflazione al consumo in Italia è cresciuta rapidamente, ben oltre le attese degli analisti e delle banche centrali<sup>1</sup>. Per quantificare il contributo delle principali cause della discrepanza tra i prezzi realizzati e quelli previsti all'inizio del biennio è stata svolta un'analisi con l'ausilio del modello econometrico della Banca d'Italia<sup>2</sup>. Nel modello i prezzi al consumo sono determinati dai prezzi di offerta interni e da quelli dei beni e servizi importati. Questi ultimi riflettono l'andamento dei prezzi internazionali delle materie prime e dei manufatti, oltre che del tasso di cambio. I prezzi di offerta interni dipendono invece dalla dinamica delle retribuzioni e dei margini di profitto unitari, su cui incidono le aspettative di inflazione, gli sviluppi ciclici e la competitività rispetto ai concorrenti esteri. La politica di bilancio influenza i prezzi sia direttamente, mediante modifiche delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, sia indirettamente, attraverso i suoi effetti sulla domanda aggregata, l'occupazione e il costo del lavoro.

L'analisi prende come punto di riferimento lo scenario previsivo pubblicato nel *Bollettino economico* di gennaio del 2021, in cui si prefigurava un'inflazione molto contenuta nel biennio 2021-22 e si ipotizzavano andamenti dei prezzi delle materie prime, delle condizioni finanziarie e del commercio internazionale nettamente diversi da quelli, in gran parte eccezionali e imprevedibili, che si sono effettivamente realizzati<sup>3</sup>.

La tavola contiene le stime dell'impatto che i cambiamenti inattesi dei prezzi internazionali (delle materie prime energetiche e degli altri beni importati), della domanda estera, dei tassi di interesse e di cambio, della domanda interna e della

<sup>1</sup> In Italia l'inflazione calcolata sull'IPCA è stata pari all'1,9 per cento nel 2021 e all'8,7 nel 2022, a fronte di previsioni elaborate sia della Banca d'Italia, sia degli analisti censiti da Consensus Economics che a gennaio del 2021 non superavano l'1 per cento per ciascun anno del biennio. Andamenti simili sono stati osservati nell'area dell'euro, dove l'inflazione si è collocata al 2,6 per cento nel 2021 e all'8,4 nel 2022, rispetto a stime degli analisti privati censiti da Consensus nel gennaio 2021 pari allo 0,9 per cento per quell'anno e all'1,3 per il successivo. Le proiezioni della BCE del marzo 2021 indicavano un'inflazione non superiore all'1,5 per cento per ciascun anno.

<sup>2</sup> Una descrizione delle caratteristiche generali e delle principali equazioni del modello trimestrale dell'economia italiana è contenuta in G. Bulligan, F. Buseti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017. I risultati riportati nel riquadro sono preliminari; per un'analisi più completa e dettagliata, cfr. D. Delle Monache e C. Pacella, *Le determinanti dell'inflazione italiana nell'ultimo biennio*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> Le proiezioni formulate dalla Banca d'Italia all'inizio del 2021 erano basate su ipotesi simili a quelle adottate dagli altri principali previsori: il profilo dei prezzi delle materie prime, dei tassi di interesse e dei tassi di cambio, ricavato dalle quotazioni di mercato, rifletteva le aspettative prevalenti tra gli operatori. La crescita ipotizzata per il commercio internazionale non era lontana dalle stime delle maggiori organizzazioni internazionali disponibili in quel momento.

**Contributi alla dinamica dei prezzi in Italia nel biennio 2021-22:  
scostamenti rispetto alla stima di inizio periodo (1)**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente e punti percentuali)

	Prezzi al consumo		Prezzi di offerta importati		Prezzi di offerta interni	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
A. Proiezioni del <i>Bollettino economico</i> , 1, 2021	0,7	0,8	1,7	1,6	0,2	0,7
B. Prezzi internazionali	1,8	6,9	8,8	20,0	0,5	2,7
beni energetici	1,4	4,4	3,9	9,5	0,0	0,5
beni alimentari e manufatti	0,5	2,5	5,0	10,5	0,5	2,2
C. Domanda estera, tassi di cambio e di interesse	0,2	0,7	0,3	0,9	0,1	0,4
D. Politica di bilancio	-0,1	-1,1	0,1	0,5	0,1	0,5
E. Domanda interna	0,0	0,5	0,1	1,5	0,1	0,7
F. Componente residuale	-1,1	-0,4	-1,1	-2,6	-1,4	-1,6
Andamento osservato (A+B+C+D+E+F)	1,5	7,4	9,9	21,7	-0,4	3,4

(1) I prezzi al consumo sono misurati con il deflatore implicito dei consumi delle famiglie, i prezzi di offerta importati sono misurati con il deflatore delle importazioni e quelli di offerta interni con il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato.

politica di bilancio hanno avuto sulla variazione dei prezzi al consumo e dei prezzi di offerta interni e importati. Il semplice confronto tra le dinamiche dei tre indici mostra che gran parte della differenza tra l'inflazione prevista e quella realizzata è attribuibile alla forte crescita dei prezzi delle importazioni, aumentati nel biennio di quasi il 32 per cento rispetto alla previsione di poco più del 3 per cento formulata nel gennaio 2021.

*I prezzi internazionali.* – I corsi delle materie prime energetiche hanno avuto un incremento eccezionale, accentuato dallo scoppio del conflitto in Ucraina: rispetto a quanto implicito nei contratti futures di inizio 2021, le quotazioni del petrolio sono aumentate mediamente del 70 per cento, quelle del gas di oltre cinque volte. Anche le materie prime alimentari e i manufatti importati hanno subito rincari ben più pronunciati del previsto, sospinti dai maggiori prezzi dei beni energetici, dalla forte ripresa della domanda dopo la pandemia e da diffuse difficoltà di approvvigionamento. Gli aumenti si sono trasmessi ai prezzi al consumo innanzitutto attraverso i costi dei beni importati (sia quelli destinati al consumo sia quelli intermedi utilizzati nella produzione). A questi effetti diretti si sono aggiunti quelli dovuti all'incremento inatteso dei prezzi di offerta interni, anch'esso in larga misura riconducibile alle ricadute dei prezzi internazionali sull'andamento delle retribuzioni e dei margini di profitto. Nel complesso, si stima che la dinamica dei prezzi internazionali abbia contribuito all'aumento imprevisto dei prezzi al consumo in Italia per 1,8 punti percentuali nel 2021 e per quasi 7 nel 2022.

*La domanda estera, i tassi di cambio e di interesse.* – La crescita della domanda estera è stata assai superiore alle attese, nonostante gli effetti negativi della guerra in Ucraina e delle interruzioni nelle catene di fornitura globali<sup>4</sup>. Si è inoltre deprezzato il

<sup>4</sup> Nel *Bollettino economico* di gennaio 2021 era prevista una crescita della domanda estera del 6,9 per cento nel 2021 e del 5 nel 2022; la crescita realizzata è stata invece del 10,4 per cento nel 2021 e del 6,5 nel 2022.

tasso di cambio dell'euro, in coerenza con la normalizzazione della politica monetaria relativamente più rapida negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Questi sviluppi avrebbero contribuito per circa un punto percentuale allo scostamento tra l'aumento dei prezzi al consumo previsto e quello realizzato nell'intero biennio, soprattutto attraverso il canale del tasso di cambio<sup>5</sup>.

*La politica di bilancio.* – La politica di bilancio è intervenuta più volte con provvedimenti orientati principalmente a moderare gli effetti del rincaro dell'energia. Si valuta che l'insieme delle misure introdotte nel corso del biennio in esame, ma non ancora annunciate all'inizio del 2021, abbia contribuito a ridurre l'inflazione per circa 0,1 punti percentuali in quell'anno e 1,1 nel successivo. Gli effetti maggiori sono attribuibili alla riduzione delle accise sui carburanti e dell'IVA su alcuni beni energetici, e all'azzeramento di alcuni costi fissi nelle bollette di gas ed energia elettrica (oneri di sistema). Questi interventi avrebbero avuto un impatto diretto sull'inflazione di circa -1,5 punti percentuali nel 2022, in parte compensato dagli effetti indiretti di segno opposto delle altre misure di sostegno della domanda.

*La domanda interna.* – Nonostante la natura recessiva dello shock energetico, la crescita del prodotto è stata maggiore rispetto a quanto stimato all'inizio del 2021, soprattutto per l'andamento della spesa delle famiglie<sup>6</sup>. Quest'ultima è aumentata molto più rapidamente del previsto grazie al successo delle campagne vaccinali (ancora incerto all'inizio del 2021) e a un'attenuazione delle esigenze di risparmio resa possibile da quello accumulato durante i periodi caratterizzati da limitazioni alla mobilità e alle attività produttive. La maggiore domanda interna avrebbe determinato un incremento dei prezzi al consumo di circa mezzo punto percentuale, interamente concentrato nel 2022.

In sintesi, nel biennio 2021-22 quasi il 90 per cento delle pressioni al rialzo sui prezzi al consumo, imprevedute all'inizio del periodo, è provenute dalla crescita molto superiore alle attese dei prezzi internazionali, il cui impatto è stato accentuato dall'andamento del tasso di cambio<sup>7</sup>. Le pressioni riconducibili all'aumento inatteso della domanda sono state più contenute. La politica di bilancio ha invece concorso a mitigare l'accelerazione dei prezzi.

Il contributo residuale che non è riconducibile ai fattori appena esaminati è negativo per tutti gli indici di prezzo considerati, risultando particolarmente pronunciato per i prezzi di offerta interni. Per questi ultimi la componente residuale

<sup>5</sup> L'aumento dei tassi di interesse nell'area dell'euro, iniziato alla metà del 2022, avrebbe mitigato solo in piccola parte le spinte al rialzo derivanti dal cambio e dalla domanda estera, a causa dei ritardi con cui tipicamente la politica monetaria si trasmette alla dinamica dei prezzi.

<sup>6</sup> Il PIL è cresciuto complessivamente di quasi l'11 per cento nel biennio 2021-22 e i consumi delle famiglie sono saliti di oltre il 9, rispettivamente circa 4 e 3 punti percentuali in più rispetto a quanto prefigurato a gennaio del 2021.

<sup>7</sup> L'effetto dei prezzi internazionali – che includono quelli dell'energia, delle altre materie prime e dei manufatti – si riferisce al contributo allo scostamento tra l'inflazione realizzata e quella prevista. Questo effetto si manifesta, oltre che attraverso i prezzi delle importazioni, anche mediante variazioni dei prezzi interni, tramite gli effetti che i prezzi internazionali esercitano sulle attese di inflazione (e quindi sulle retribuzioni) e sulla competitività (che incide sulle politiche di fissazione dei prezzi dei produttori nazionali).

negativa è interamente riferibile a un andamento più moderato di quanto spiegato dal modello della quota dei profitti sul valore aggiunto<sup>8</sup>. Vi potrebbe avere influito l'effetto delle misure volte a mitigare i rincari energetici di cui hanno beneficiato le imprese negli ultimi due anni. Queste misure hanno determinato a parità di altre condizioni un incremento delle risorse a disposizione del settore privato, che le imprese potrebbero avere in parte destinato al contenimento del rialzo dei prezzi, specie in una fase caratterizzata da elevata incertezza sugli sviluppi potenzialmente recessivi derivanti dallo shock energetico e dal conflitto in Ucraina.

<sup>8</sup> La componente residuale relativa al costo del lavoro è pressoché nulla. Nel complesso del biennio, la differenza tra il costo del lavoro per unità di prodotto effettivamente osservato nel settore privato e quello previsto a gennaio del 2021, pari a 3 punti percentuali, è interamente riconducibile all'impatto degli andamenti inattesi dei prezzi internazionali e della domanda interna.

### *I prezzi alla produzione*

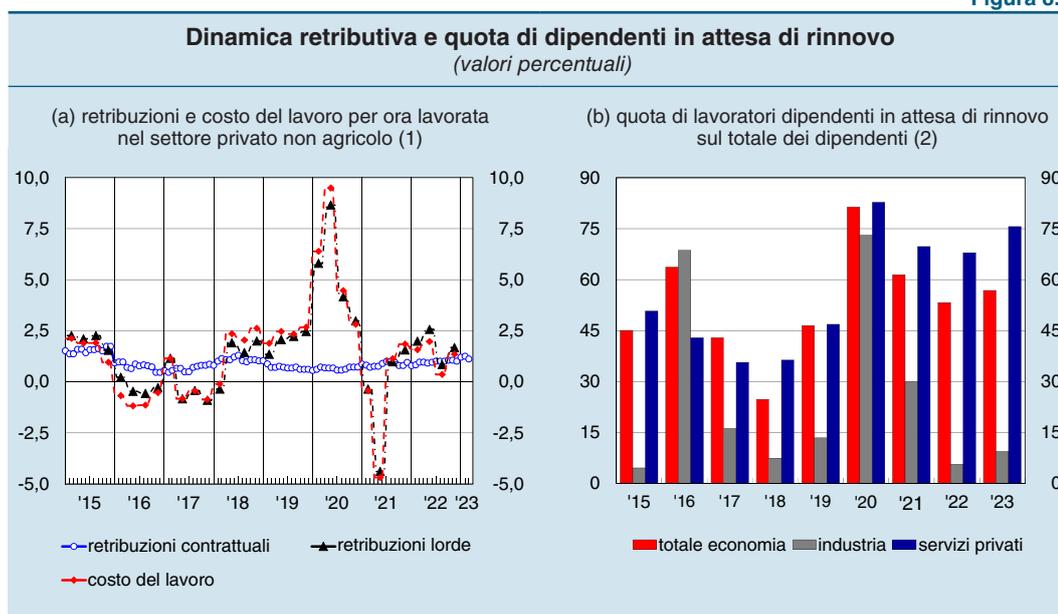
I prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono cresciuti del 42,8 per cento nel 2022 (dal 13,0 nel 2021), trainati dall'aumento eccezionale di quelli energetici (104,3 per cento). Al netto della componente energetica, i prezzi alla produzione sono saliti nello stesso periodo del 12,8 per cento (dal 5,3 nel 2021), sostenuti principalmente dai beni intermedi (18,6 per cento). Su questi ultimi hanno inciso sia la forte crescita delle quotazioni delle materie prime, sia le difficoltà di approvvigionamento degli input produttivi.

I prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono aumentati in misura molto maggiore nei settori a più elevata intensità energetica, confermando la tendenza osservata alla fine del 2021 (cfr. il riquadro: *I rincari energetici e le recenti dinamiche dei prezzi e della produzione nella manifattura italiana*, in *Bollettino economico*, 2, 2023). I prezzi all'importazione sono cresciuti del 18,4 per cento, sospinti dalla componente dei beni energetici (72,8 per cento) e, seppure meno intensamente, da quella dei beni alimentari (15,0 per cento).

### *Il costo del lavoro*

Nel 2022 il costo del lavoro orario è cresciuto a tassi complessivamente moderati (1,8 per cento nel settore privato non agricolo, 2,9 nell'industria e 1,0 nei servizi privati; fig. 8.2.a), contribuendo in modo limitato all'inflazione.

La dinamica del costo del lavoro ha riflesso l'andamento contenuto delle retribuzioni minime stabilite dalla contrattazione nazionale (1,0 per cento sia nel settore privato non agricolo, sia nel complesso dell'economia), la cui risposta all'inflazione è stata attenuata da alcune caratteristiche della struttura della contrattazione collettiva (per un confronto con gli altri principali paesi dell'area dell'euro, cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 2). L'accordo interconfederale del 2009 ha individuato come parametro di riferimento nella determinazione degli aumenti retributivi la previsione della variazione dell'IPCA al netto dei prezzi dei beni energetici importati; quell'assetto è stato poi confermato dal cosiddetto Patto per la fabbrica,



siglato da Confindustria e da CGIL, CISL e UIL nel 2018. L'esclusione dei beni energetici importati impedisce che shock temporanei alle ragioni di scambio si riflettano immediatamente sul costo del lavoro. Inoltre la lunga durata dei contratti – normalmente pari a tre anni – e il ritardo con cui quelli scaduti vengono rinnovati frenano ulteriormente la reattività delle retribuzioni a shock inflativi inattesi. Infine la scarsa diffusione di clausole di adeguamento, qualora l'inflazione effettiva superi quella prevista al momento dell'accordo, limita il rischio di una rincorsa tra prezzi e salari.

Nella manifattura sono ancora validi molti contratti firmati nel 2021 prima dell'accelerazione dei prezzi, che prevedevano incrementi retributivi in linea con le moderate aspettative di inflazione allora prevalenti. Nei servizi privati è rimasta elevata la quota di lavoratori dipendenti con contratto scaduto in attesa di rinnovo<sup>3</sup> (circa il 68 per cento nella media del 2022; fig. 8.2.b).

Le voci retributive diverse dai minimi fissati nei contratti collettivi nazionali, incluse le erogazioni una tantum e le eventuali maggiorazioni previste dai contratti aziendali<sup>4</sup>, hanno fornito un contributo modesto alla dinamica salariale, a fronte di margini di forza lavoro inutilizzata che rimangono ancora ampi nonostante la crescita sostenuta dell'occupazione (cfr. il capitolo 7: *Il mercato del lavoro*). Al contempo, si

<sup>3</sup> In attesa di rinnovo, i contratti scaduti rimangono generalmente validi senza prevedere aumenti salariali.

<sup>4</sup> Nel 2022, soprattutto nelle Pubbliche amministrazioni e nell'industria, è aumentata la diffusione di pagamenti una tantum, anche a fronte dei ritardi nei rinnovi in una fase di elevata inflazione. I contratti aziendali sono ancora poco numerosi, meno di 8.000 secondo i dati diffusi ad aprile di quest'anno dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali.

sono ridotti gli oneri sociali a carico delle imprese, per effetto del prolungamento degli sgravi contributivi previsti nelle leggi di bilancio per il 2021 e per il 2022<sup>5</sup>.

A causa della non favorevole dinamica della produttività (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*), il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 2,5 per cento nel settore privato non agricolo (1,2 nel 2021), trainato dalla manifattura (4,7 per cento; 1,4 nei servizi privati).

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, poco meno del 40 per cento delle aziende intervistate ha dichiarato di avere incrementato la retribuzione oraria media nei dodici mesi precedenti, sebbene in modo contenuto: l'incidenza è stata più elevata tra le imprese più grandi e che adottano una struttura retributiva nella quale è maggiore il peso delle componenti variabili. La quota di aziende che prevede di pagare incrementi retributivi nei prossimi dodici mesi è pari al 44 per cento (63 per cento nel comparto energetico-estrattivo). Gli aumenti rimarrebbero nel complesso ancora moderati; sarebbero maggiori rispetto allo scorso anno soltanto tra le aziende i cui margini di profitto nel 2022 non si sono ridotti o lo hanno fatto in misura limitata.

### I margini di profitto

Nel 2022 i margini di profitto unitari delle imprese (mark up) – definiti dalla frazione di prezzo eccedente i costi variabili – sono lievemente scesi, contribuendo negativamente alla dinamica del deflatore della produzione (fig. 8.3). L'aumento di quest'ultimo, circa il 9 per cento in media d'anno, è pertanto interamente spiegato dalla crescita dei costi variabili e in particolare dai rincari dei beni intermedi (tra cui quelli delle materie prime energetiche). I redditi da lavoro hanno contribuito in misura limitata, per meno di un punto percentuale, alla dinamica complessiva dei prezzi alla produzione.

Il calo dei margini di profitto, almeno fino all'ultimo

Figura 8.3



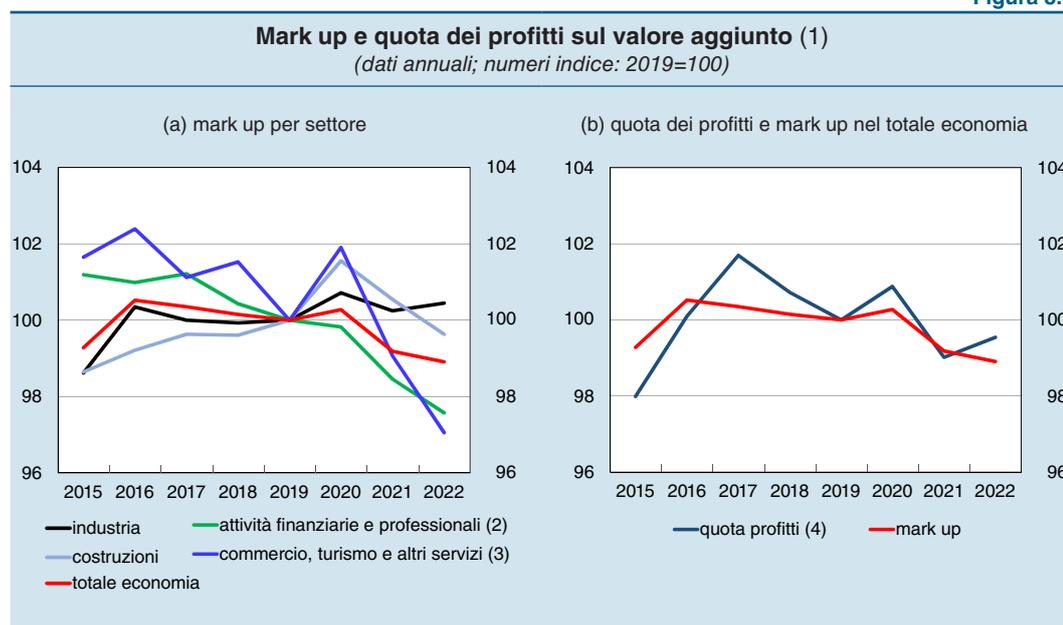
Fonte: elaborazioni su dati Istat, CET e Risultati economici delle imprese; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce: *Risultati economici delle imprese*.

(1) Rapporto tra il deflatore dell'output e i costi variabili unitari. – (2) Il contributo è pari al prodotto tra la variazione del costo orario del lavoro per unità di prodotto e la sua incidenza sul totale dei costi variabili. – (3) Il contributo è pari al prodotto della variazione del costo dei beni intermedi per unità di prodotto e la sua incidenza sul totale dei costi variabili. – (4) Rapporto tra la produzione al costo dei fattori a prezzi correnti e la produzione al costo dei fattori concatenata, con anno di riferimento 2010.

<sup>5</sup> Rispettivamente L. 178/2020 e L. 234/2021. Le agevolazioni a favore delle nuove assunzioni di giovani e donne sono state prorogate fino a giugno del 2022. La cosiddetta decontribuzione Sud, autorizzata fino a dicembre del 2023, ha interessato più di 3 milioni di rapporti di lavoro (oltre un quinto delle posizioni lavorative alle dipendenze attive sul territorio nazionale), quasi il 7 per cento in più rispetto all'anno precedente.

trimestre del 2022, ha interessato tutti i principali comparti (fig. 8.4.a). La contrazione dei mark up, meno marcata nelle costruzioni e nelle attività finanziarie e dei servizi professionali, è risultata particolarmente intensa nel commercio, nell'alloggio e ristorazione e nella manifattura (in particolare nei comparti della farmaceutica, della stampa, dell'elettronica e apparecchi elettrici, della fabbricazione di mezzi di trasporto e della moda)<sup>6</sup>. Nonostante la compressione dei mark up, i profitti complessivi sono cresciuti più velocemente del costo del lavoro, su cui ha inciso la scarsa reattività delle retribuzioni alle condizioni cicliche. È quindi aumentata la quota dei profitti<sup>7</sup> sul valore aggiunto, dato dalla somma della remunerazione del capitale e del lavoro (fig. 8.4.b).

Figura 8.4



Fonte: elaborazioni su dati Istat, CET.

(1) I mark up sono definiti dal rapporto tra il deflatore dell'output e il costo variabile unitario. – (2) Include attività finanziarie, assicurative, immobiliari, professionali, scientifiche, tecniche e amministrative. – (3) Include commercio, riparazione di autoveicoli e motocicli, trasporto e magazzinaggio, attività di alloggio e ristorazione, servizi di informazione e comunicazione. – (4) I profitti lordi sono approssimati dalla differenza tra il valore aggiunto e il costo del lavoro.

### Le prospettive dell'inflazione e dei costi nel 2023

Nei primi mesi del 2023 le quotazioni delle materie prime energetiche sono molto diminuite. Il prezzo del gas, sceso fortemente in gennaio, ha continuato a ridursi nei mesi successivi, tornando in aprile sui livelli osservati nella prima metà del 2021 ed esercitando forti pressioni al ribasso sul prezzo all'ingrosso dell'elettricità. Anche il prezzo del greggio è sceso nei primi tre mesi: insieme all'attenuazione dei margini di raffinazione e distribuzione sulla vendita di carburanti, il calo ha più che

<sup>6</sup> Le stime dell'andamento dei margini di profitto nella manifattura a livello settoriale (al netto del settore della raffinazione) sono basate sui dati Cerved e su quelli di fonte Istat su produzione industriale, prezzi alla produzione e legami di fornitura intersettoriali.

<sup>7</sup> I mark up e la quota di profitti rappresentano due indicatori, non immediatamente sovrapponibili, dell'andamento dei profitti; cfr. F. Colonna, R. Torrini ed E. Viviano, *The profit share and firm mark up: how to interpret them?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 770, 2023.

compensato il venire meno della riduzione delle accise da gennaio. Queste dinamiche si sono riflesse sull'inflazione energetica, che è scesa al 26,6 per cento nella media del primo trimestre (da 68,3 nell'ultimo del 2022), spingendo al ribasso l'inflazione complessiva, al 9,5 (da 12,5); pressioni al rialzo sono derivate dalle componenti alimentari e di fondo, che risentono ancora della graduale trasmissione dei rincari energetici del 2022, in un quadro di sostanziale tenuta della spesa per consumi delle famiglie. In aprile l'inflazione è rimasta su valori ancora elevati, all'8,7 per cento, sostenuta dai servizi relativi al turismo e dalla componente energetica. Sull'andamento di quest'ultima – nonostante le spinte al ribasso provenienti dai prezzi delle materie prime e dalla conferma di alcune misure di contrasto ai rincari energetici – hanno inciso il ripristino del pagamento degli oneri di sistema per l'elettricità e la riduzione dello sconto sui costi di commercializzazione per il gas.

I prezzi alla produzione dei beni industriali sul mercato interno sono in deciso rallentamento dall'inizio del 2023 (8,1 per cento nel primo trimestre, da 36,1 nel periodo precedente), anche nelle componenti dei beni energetici e intermedi; decelerano anche i prezzi dei beni industriali importati. In linea con questo quadro, si stima che l'inflazione continuerà a ridursi nella restante parte dell'anno, riflettendo la graduale trasmissione della flessione dei prezzi delle materie prime e l'ulteriore allentamento delle strozzature dell'offerta.

Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*<sup>8</sup> condotta dalla Banca d'Italia tra febbraio e marzo di quest'anno, per la prima volta dalla fine del 2020 le imprese prefigurano un rallentamento per i propri prezzi di vendita nei successivi dodici mesi. Anche le attese delle aziende sull'inflazione al consumo si sono ridotte, al 6,4 per cento sull'orizzonte di dodici mesi; quelle degli analisti censiti da Consensus Economics per il 2023 sono diminuite dal 6,6 per cento in gennaio al 6,1 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*).

Il costo del lavoro potrebbe invece accelerare. Le trattative di rinnovo dei contratti collettivi attualmente in corso si caratterizzano per un'ampia eterogeneità tra i comparti. Il contratto della gomma-plastica, rinnovato lo scorso gennaio ha previsto incrementi di poco superiori al 2 per cento all'anno per il triennio 2023-25. Le richieste sindacali rimangono moderate in altri settori, soprattutto nel commercio, dove l'occupazione non ha ancora recuperato i livelli precedenti la pandemia. Sono invece maggiori nei comparti che hanno registrato un andamento più favorevole: nel credito e nell'industria alimentare, ad esempio, le piattaforme unitarie presentate dai sindacati prevedono incrementi annui superiori al 5 per cento, da conseguirsi anche attraverso riduzioni dell'orario di lavoro a parità di retribuzione. Dalla seconda metà dell'anno le parti sociali potrebbero richiedere aumenti retributivi più significativi in seguito all'aggiornamento delle previsioni dell'Istat sull'IPCA al netto dei prezzi dei beni energetici importati, generalmente diffuse entro giugno<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Per approfondimenti, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*.

<sup>9</sup> Le stime pubblicate lo scorso anno erano del 2,6 per cento per il 2023 e dell'1,7 sia per il 2024 sia per il 2025.

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

Nel 2022 le esportazioni italiane di beni sono aumentate in misura significativa, più che negli altri principali paesi dell'area dell'euro, in un contesto di crescita del commercio mondiale e di progressivo allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta; quelle di servizi hanno recuperato il livello antecedente la pandemia, grazie alle entrate turistiche. Anche le importazioni sono cresciute a un tasso sostenuto, sospinte dalla domanda attivata dagli investimenti fissi lordi e dalle esportazioni.

Per la prima volta dal 2012 il saldo di conto corrente ha registrato un disavanzo (-1,2 per cento del PIL), a causa dell'eccezionale peggioramento della bilancia energetica. Quest'ultima ha raggiunto un deficit pari al 5,4 per cento del PIL, di poco inferiore al picco osservato nel 1981 dopo gli shock petroliferi degli anni settanta del secolo scorso. Il saldo di conto corrente è tornato in avanzo in termini destagionalizzati nel primo trimestre del 2023, beneficiando anche del calo del prezzo del gas naturale.

Gli acquisti di portafoglio all'estero da parte dei residenti hanno rallentato nel 2022, pur restando su valori elevati (79 miliardi); si sono orientati sulla componente dei titoli di debito, sulla scia del rialzo dei rendimenti obbligazionari. Gli investitori esteri hanno disinvestito titoli di portafoglio italiani per 88 miliardi, in larga parte pubblici, in un contesto di emissioni nette molto contenute da parte del Tesoro. Quest'ultimo ha ricevuto significativi fondi dalla Commissione europea nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Secondo dati provvisori, gli investimenti diretti esteri in Italia avrebbero accelerato. Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET si è moderatamente ampliato nel complesso dell'anno.

La posizione creditoria netta sull'estero dell'Italia si è lievemente ridotta (al 3,9 per cento del prodotto), risentendo, oltre che del disavanzo delle partite correnti, soprattutto del calo dei listini azionari e obbligazionari mondiali.

### *Le esportazioni e le importazioni*

*Le esportazioni.* – Nel 2022 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate in misura molto marcata (9,4 per cento in volume rispetto all'anno precedente; 21,4 per cento in valore).

La componente dei beni, che nel 2021 aveva già recuperato i livelli precedenti la pandemia (cfr. il riquadro: *La ricomposizione delle esportazioni di beni durante la pandemia e nella successiva ripresa*), è cresciuta del 6,1 per cento in volume, più che negli altri principali paesi dell'area; nel quarto trimestre, le vendite di beni hanno superato quelle

dello stesso periodo del 2019 dell'11,4 per cento, rispetto al 2,9 in Germania, al 6,0 in Spagna e al calo del 3,2 per cento in Francia (fig. 9.1.a). All'espansione nel 2022 hanno contribuito il guadagno di competitività di prezzo delle imprese italiane, la moderata esposizione alle strozzature nelle catene globali di approvvigionamento, particolarmente acute nella prima metà dell'anno, e la quota contenuta di esportazioni riconducibili ai settori a elevata intensità energetica, più penalizzati dai rincari di gas e petrolio.

#### LA RICOMPOSIZIONE DELLE ESPORTAZIONI DI BENI DURANTE LA PANDEMIA E NELLA SUCCESSIVA RIPRESA

Dopo l'eccezionale flessione del commercio mondiale dovuta all'emergenza sanitaria, le esportazioni di beni dell'Italia sono ritornate già nei primi mesi del 2021 sui valori precedenti la crisi; le strozzature globali dell'offerta emerse in alcuni comparti dalla seconda metà dell'anno hanno frenato le vendite, senza tuttavia interromperne l'espansione.

Secondo dati disponibili per il periodo 2019-2021 relativi alle imprese esportatrici<sup>1</sup>, durante la pandemia le esportazioni hanno risentito sia della diminuzione delle vendite di un dato prodotto su un determinato mercato estero (margine intensivo), per circa il 45 per cento, sia dell'uscita delle aziende da mercati precedentemente serviti, del ritiro di prodotti prima esportati e della cessazione completa dell'attività di esportazione di alcune imprese (tre dimensioni che insieme, al netto dei movimenti in senso inverso, compongono il margine estensivo, e che hanno influito per circa il 55 per cento; figura, pannello a). La ripresa nel complesso del periodo da settembre del 2020 a dicembre del 2021 è stata guidata invece per circa due terzi dal margine intensivo<sup>2</sup>.

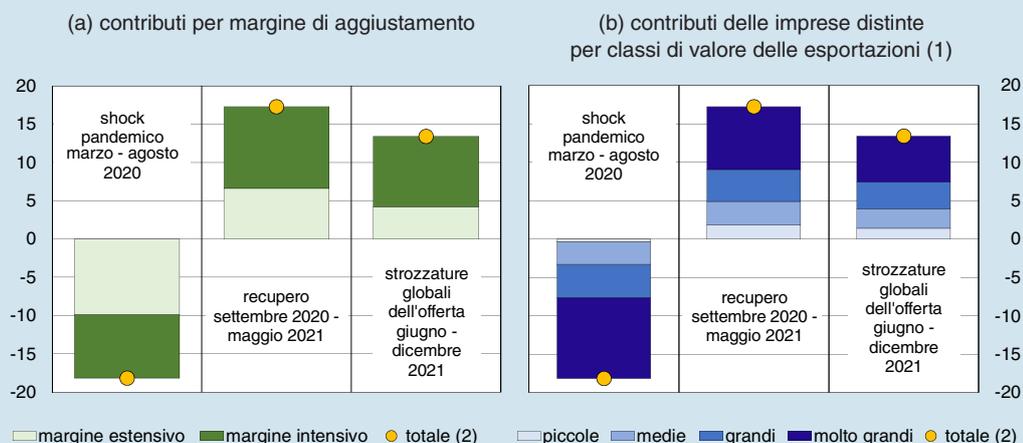
Alla dinamica aggregata hanno contribuito andamenti diversi tra imprese. Nel decennio precedente l'emergenza sanitaria le vendite estere delle aziende esportatrici molto grandi (appartenenti all'1 per cento più alto della distribuzione delle esportazioni) erano cresciute a ritmi molto più sostenuti di quelle delle imprese piccole (che ricadono al di sotto dell'80° percentile della distribuzione)<sup>3</sup>, arrivando a rappresentare nel 2019 oltre la metà delle vendite complessive. Le esportazioni delle imprese molto grandi hanno invece avuto una contrazione più accentuata rispetto a quelle delle altre aziende nella primavera e nell'estate del 2020, un recupero più debole tra settembre del 2020 e maggio del 2021, e un successivo rallentamento più marcato tra giugno

<sup>1</sup> G. Allione e C. Giordano, *Are the Happy Few still happy? Exporter heterogeneity during the Covid-19 pandemic in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Il lavoro utilizza dati dell'Agenzia delle Dogane e dei monopoli a frequenza mensile disaggregati per azienda, prodotto e paese di destinazione per il periodo 2019-2021, unitamente ai bilanci delle imprese. La dinamica delle esportazioni è valutata sulla base delle variazioni tendenziali mensili, per attenuare il fenomeno della stagionalità nei dati grezzi.

<sup>2</sup> Nella seconda metà del 2021 il valore delle esportazioni italiane è stato sostenuto anche dall'aumento dei prezzi; secondo la contabilità nazionale, il rallentamento rispetto al periodo precedente è stato in effetti più marcato per i volumi che per i valori esportati.

<sup>3</sup> Secondo i dati dell'Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane (ICE) e dell'Istat, il tasso medio annuo di crescita delle esportazioni nel periodo 2010-19 delle imprese che esportavano oltre 50 milioni di euro l'anno (che corrispondono sostanzialmente alle aziende oltre il 99° percentile considerate nel riquadro) superava il 7 per cento, oltre 6 punti percentuali in più del corrispondente tasso per le imprese più piccole (aziende che esportavano meno di 750.000 euro l'anno).

### Contributi alla crescita delle esportazioni aggregate di beni in valore (variazioni e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Agenzia delle Dogane e dei monopoli.

(1) Le imprese sono classificate in base alla distribuzione dei valori esportati nel 2019: le "piccole" esportavano meno dell'80° percentile, le "medie" ricadevano tra l'80° e il 95° percentile, le "grandi" tra il 95° e il 99° percentile, le "molto grandi" al di sopra del 99° percentile. – (2) Variazione percentuale tendenziale media mensile delle esportazioni totali di beni in ciascun periodo.

e dicembre del 2021 (figura, pannello b). Per le imprese molto grandi il margine di aggiustamento prevalente in ciascuno dei tre periodi è stato quello intensivo, per cui queste aziende hanno soprattutto variato l'ammontare delle proprie vendite estere al mutare delle condizioni cicliche. Le piccole e medie imprese esportatrici – alle quali è riconducibile circa un quinto delle esportazioni totali di beni – hanno fornito uno stimolo significativo alla crescita complessiva in particolare nella seconda metà del 2021, quando le loro vendite, pur rallentando, hanno continuato a espandersi a tassi medi più che doppi nel confronto con quelli delle imprese molto grandi.

La più elevata sensibilità delle imprese più grandi agli shock globali dipende plausibilmente dalla loro maggiore partecipazione alle catene globali del valore (*global value chains*, GVC). Nel 2019 la quota di aziende esportatrici coinvolte in filiere produttive internazionali era superiore ai tre quarti per quelle molto grandi e inferiore a un quinto per le piccole e medie<sup>4</sup>. Più le imprese erano integrate nelle GVC, peggiore è stata la loro performance estera nei tre periodi. Il rallentamento nella seconda metà del 2021 è stato inoltre più marcato per le aziende che impiegavano intensamente sistemi di produzione *just-in-time*, caratterizzati da scorte di magazzino molto contenute<sup>5</sup>. Per queste imprese, che tendono a importare gli input da pochi paesi partner geograficamente vicini<sup>6</sup>, potrebbe avere pesato la dipendenza da fornitori europei, quali la Germania, particolarmente colpiti dalle strozzature globali dell'offerta.

<sup>4</sup> Si definiscono come imprese integrate nelle GVC quelle che avevano sia importazioni sui costi totali di acquisto di beni sia esportazioni sul fatturato superiori al 5 per cento nel 2019.

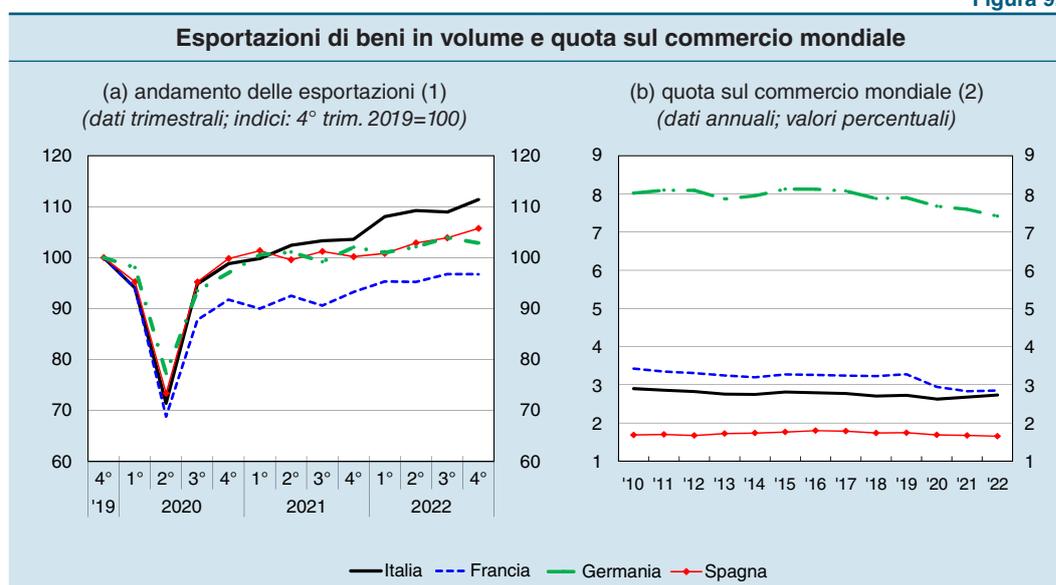
<sup>5</sup> La misura adottata per i giorni di giacenza media delle scorte è quella proposta in S. Giglioli e G. Romanini, *Does JIT production change the network structure of GVCs? Evidence from Italian firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione, ed è calcolata per le sole imprese esportatrici nella manifattura sulla media del biennio 2018-19.

<sup>6</sup> S. Giglioli e G. Romanini, di prossima pubblicazione, op. cit.

Lo shock causato dalla pandemia e le successive difficoltà di reperimento degli input hanno interrotto, verosimilmente in modo solo temporaneo, la tendenza in atto dallo scorso decennio alla ricomposizione delle esportazioni di beni a favore delle imprese esportatrici molto grandi.

L'incremento delle esportazioni di beni è stato lievemente superiore a quello della domanda potenziale dei paesi di destinazione e ha riguardato tutti i principali mercati ad eccezione della Russia (dove le vendite sono drasticamente scese dopo la guerra in Ucraina e le conseguenti sanzioni) e della Cina (che ha ridotto le proprie importazioni da tutti i principali partner commerciali). La quota dell'Italia sul commercio mondiale a prezzi e cambi costanti è marginalmente salita per il secondo anno consecutivo (fig. 9.1.b).

Figura 9.1



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 costanti.

Alla crescita dei volumi di beni esportati hanno concorso in misura rilevante i prodotti petroliferi raffinati (la cui produzione è aumentata significativamente, stimolata dalla forte ripresa della domanda a livello mondiale successiva alla pandemia), la filiera della moda, la farmaceutica e i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli. Sono invece diminuite le vendite all'estero dei settori contraddistinti da una maggiore intensità energetica (in particolare chimica e metalli di base).

Le esportazioni di servizi sono fortemente aumentate (28,4 per cento nel complesso del 2022), superando di poco i livelli precedenti l'emergenza sanitaria.

*Le importazioni.* – Lo scorso anno le importazioni di beni e servizi sono salite dell'11,8 per cento in volume (35,9 per cento in valore). Il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL reale è tornato nel complesso negativo (-0,5 punti percentuali).

Gli acquisti di merci sono stati sostenuti dalla crescita degli investimenti fissi lordi e delle esportazioni, ossia le componenti della domanda aggregata che fanno maggiore ricorso alle importazioni. All'incremento hanno concorso in misura rilevante gli acquisti di prodotti della meccanica, i macchinari elettrici, la farmaceutica, l'abbigliamento e pelle e i beni energetici.

Sono aumentate soprattutto le importazioni dalla Germania e, tra i paesi esterni all'area dell'euro, dalla Cina, dagli Stati Uniti e dalla Svizzera, a fronte dell'ulteriore decremento di quelle dal Regno Unito (scese su livelli di circa il 30 per cento inferiori a quelli del 2019) e del drastico calo delle importazioni dalla Russia (di quasi un terzo).

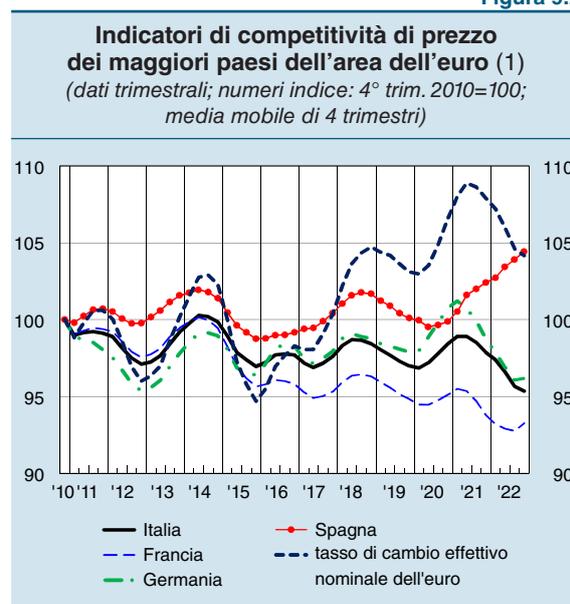
Come per gli altri paesi dell'Unione europea (cfr. il riquadro: *La ricomposizione geografica dei flussi di petrolio e gas naturale sui mercati mondiali dell'energia* del capitolo 1), anche per l'Italia il conflitto in Ucraina ha comportato una significativa ricomposizione geografica nelle importazioni di gas naturale in volume: il peso della Russia si è ridotto da circa il 40 per cento nel 2021 a meno di un quinto nel 2022, compensato dalla crescita delle importazioni da Algeria, Azerbaigian, Norvegia e Stati Uniti.

Il deflatore delle importazioni è salito in maniera decisa nel complesso del 2022 (21,5 per cento, circa il doppio di quello delle esportazioni), ma ha decelerato nel corso dell'anno fino a contrarsi tra il terzo e il quarto trimestre, riflettendo il calo dei prezzi delle materie prime energetiche.

### La competitività di prezzo

La competitività di prezzo delle imprese italiane – che misura in aggregato la loro abilità di competere sui mercati di destinazione con i produttori locali e con gli esportatori degli altri paesi – è migliorata nel 2022 di circa 2,5 punti percentuali sull'anno precedente (secondo l'indice basato sui prezzi alla produzione dei manufatti; fig. 9.2)<sup>1</sup>. Vi hanno contribuito in pari misura il deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro e la dinamica relativa dei prezzi alla produzione, più contenuta in Italia. Tra i principali paesi dell'area, la Germania ha riportato un guadagno di competitività simile a quello italiano; il guadagno della Francia è risultato più modesto, mentre la competitività della Spagna è peggiorata.

Figura 9.2



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*.

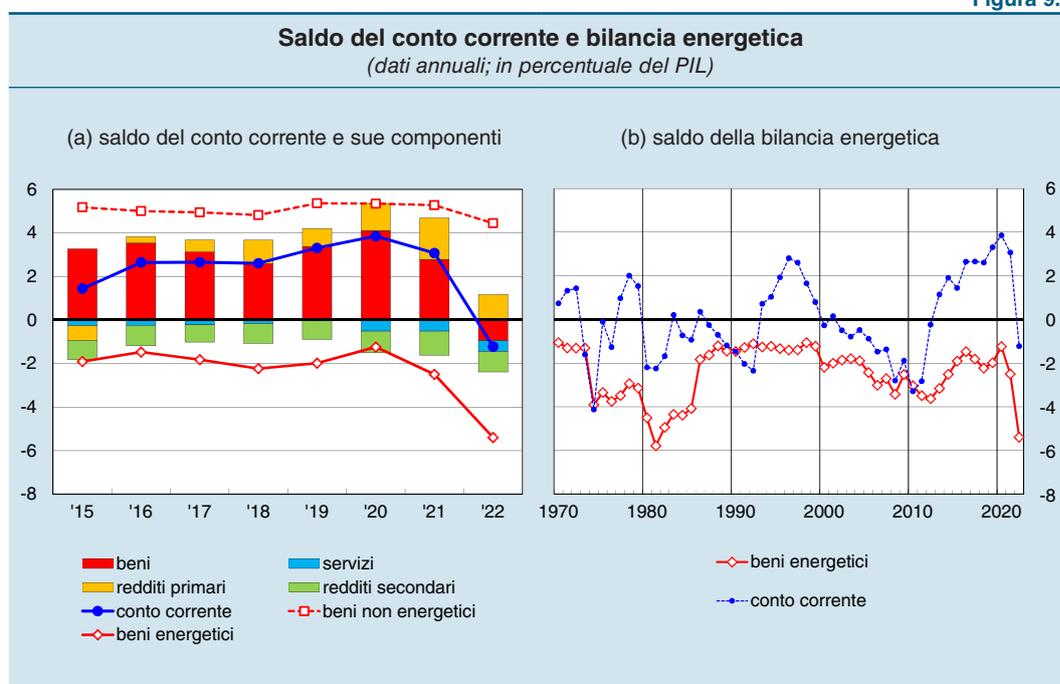
(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. L'indicatore è ottenuto come media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di competere sul mercato interno con le produzioni importate, e della competitività all'esportazione, che misura la capacità di un paese di competere con gli altri principali esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (composizione fissa a 20 paesi) è calcolato nei confronti di 41 paesi esterni all'area e ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

<sup>1</sup> Il guadagno sull'anno precedente è di oltre 3 punti percentuali secondo l'indicatore diffuso dalla Banca centrale europea 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.* – Nel 2022 il conto corrente è tornato in disavanzo per la prima volta dopo dieci anni (-23 miliardi, pari all'1,2 per cento del PIL; fig. 9.3.a; cfr. tav. 9.1). Il peggioramento rispetto al surplus del 3,1 per cento dell'anno precedente è derivato per circa tre quarti dal rincaro eccezionale delle materie prime energetiche, soprattutto del gas naturale (cfr. il capitolo 1: *L'economia mondiale e le relazioni internazionali*). Il deficit energetico ha raggiunto il 5,4 per cento del prodotto, un valore di poco inferiore al picco toccato nel 1981 dopo gli shock petroliferi degli anni settanta (fig. 9.3.b). A causa del peso strutturalmente più elevato delle importazioni energetiche, in particolare di gas naturale, il deterioramento della bilancia energetica (quasi 3 punti di prodotto) è stato più forte che negli altri principali paesi dell'area dell'euro (2,5 punti in Francia, poco più di 1,5 in Spagna e in Germania).

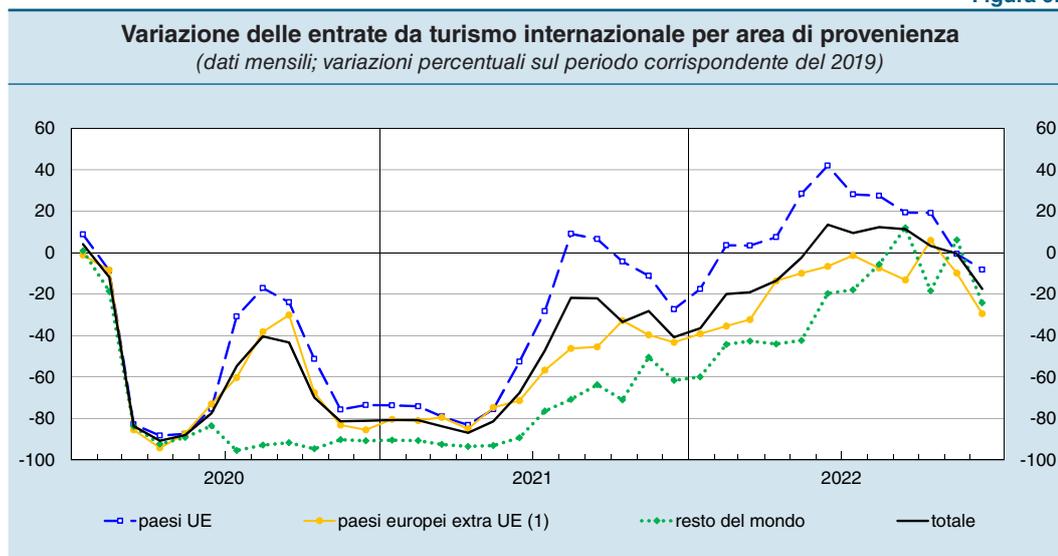
Figura 9.3



Fonte: per il PIL, Istat; elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la suddivisione tra beni energetici e non energetici; per il pannello (b) anche A. Baffigi, *Il PIL per la storia d'Italia. Istruzioni per l'uso*, Venezia, Marsilio, 2015 (Collana storica della Banca d'Italia. Statistiche, 5), ed E. Tosti, *La ricostruzione della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia (1970-1999)*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 581, 2020.

Il saldo mercantile al netto degli scambi di beni energetici, pur in lieve calo, è rimasto ampiamente positivo e su un valore storicamente elevato (85 miliardi). Il disavanzo dei servizi si è mantenuto all'incirca stabile rispetto al 2021. Tra le principali componenti, il surplus della bilancia turistica è più che raddoppiato, recuperando pienamente i livelli del 2019. La spesa dei viaggiatori provenienti dall'Unione europea è risultata nel complesso dell'anno quasi il 20 per cento superiore a quella precedente la pandemia, a fronte di un recupero solo parziale della spesa dei turisti dai paesi esterni alla UE (fig. 9.4). Si è invece ampliato significativamente il deficit nei servizi di trasporto, in particolare nel trasporto aereo di passeggeri e nella movimentazione di merci; quest'ultima ha risentito del rialzo dei noli associato anche ai rincari dei carburanti.

Figura 9.4



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

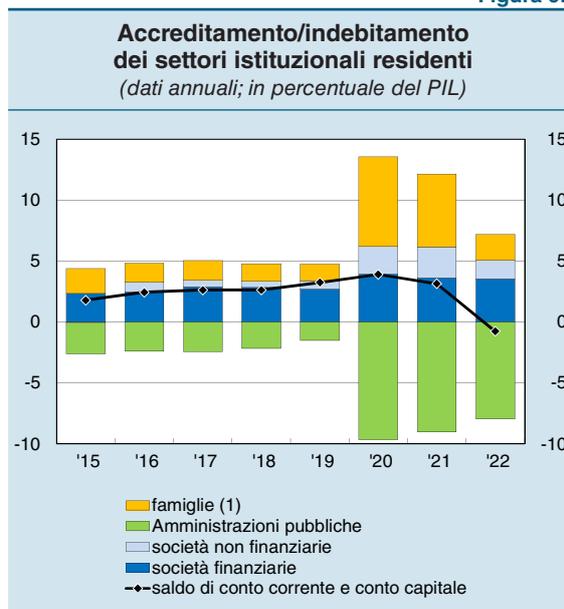
(1) Include: Albania, Andorra, Bielorussia, Bosnia ed Erzegovina, Fær Øer, Gibilterra, Guernsey, Islanda, Isola di Man, Jersey, Kosovo, Liechtenstein, Macedonia del Nord, Moldavia, Montenegro, Norvegia, Principato di Monaco, Regno Unito, Russia, San Marino, Serbia, Svizzera, Turchia, Ucraina.

Il surplus dei redditi primari è sceso (a 22 miliardi), mentre il deficit dei redditi secondari è rimasto pressoché invariato, nonostante il lieve aumento delle rimesse inviate all'estero dai lavoratori stranieri residenti in Italia.

Nel primo trimestre dell'anno in corso il saldo di conto corrente ha registrato un moderato avanzo in termini destagionalizzati, in seguito anche alla flessione delle quotazioni del gas naturale.

Il saldo di conto capitale ha raggiunto i 10 miliardi, un livello molto elevato nel confronto storico, sostenuto dall'utilizzo dei fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza<sup>2</sup>.

Figura 9.5



Fonte: Istat.

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

<sup>2</sup> Sulla base delle convenzioni statistiche della bilancia dei pagamenti, le sovvenzioni ricevute nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) sono registrate tra i trasferimenti del conto corrente o del 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. Le sovvenzioni non ancora spese sono invece riportate nel conto finanziario tra gli "altri investimenti". Nel 2022 sono stati registrati crediti relativi al Dispositivo per la ripresa e la resilienza rispettivamente per 13 miliardi nel conto capitale, per un miliardo nel conto corrente; sono state registrate inoltre passività per 28 miliardi negli "altri investimenti" del conto finanziario (relative a sovvenzioni non ancora spese e a prestiti).

Il saldo complessivo di conto corrente e conto capitale può essere interpretato come il risultato che le decisioni di risparmio e di investimento dei settori istituzionali residenti hanno in termini di accreditalmento o indebitamento verso l'estero. La sua contrazione rispetto al 2021 ha avuto come principale contropartita il calo dell'accréditalmento netto delle famiglie (al 2,1 per cento del PIL, dal 6,0; fig. 9.5), connesso con la ripresa dei consumi, nonché – in misura minore – di quello delle società non finanziarie, dovuto a un andamento degli investimenti fissi lordi più sostenuto di quello dei profitti (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'inflazione sulla ricchezza finanziaria delle famiglie e delle imprese* del capitolo 4). Vi si è contrapposta, senza tuttavia compensarli completamente, la lieve flessione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica*).

*Il conto finanziario.* – Gli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti hanno rallentato nel 2022, pur restando su valori elevati (79 miliardi). Ne è mutata significativamente la composizione: gli investimenti in quote di fondi comuni esteri, prevalenti per quasi un decennio, si sono azzerati in concomitanza con la discesa dei corsi azionari mondiali, mentre sono fortemente aumentati gli acquisti di titoli di debito, in un contesto di diffusi rialzi dei rendimenti obbligazionari (cfr. il capitolo 1: *L'economia mondiale e le relazioni internazionali*). Gli acquisti sono stati effettuati in larga parte da banche, compagnie di assicurazione e fondi pensione e si sono orientati soprattutto verso obbligazioni sovrane di altri paesi dell'area dell'euro.

Gli investitori esteri hanno disinvestito titoli di portafoglio italiani per 88 miliardi, in larga parte titoli pubblici (75 miliardi). Vi hanno contribuito sia fattori di offerta, legati alle esigue emissioni nette da parte del Tesoro a fronte del proseguimento degli acquisti di titoli per finalità di politica monetaria da parte dell'Eurosistema, sia il ridotto interesse degli investitori esteri, comune anche ai titoli di Stato emessi da Germania e Spagna. Ne è conseguito un calo nella quota di titoli pubblici italiani detenuta da non residenti (cfr. il capitolo 13: *I mercati monetari e finanziari*).

Secondo dati provvisori, gli investimenti diretti esteri in Italia nel 2022 avrebbero accelerato (a 29 miliardi, principalmente nella componente dei prestiti infragruppo), superando i livelli medi del quinquennio precedente il 2020. Gli investimenti diretti all'estero sarebbero invece diminuiti a 9 miliardi, dopo il forte rimbalzo dell'anno precedente.

Le operazioni in derivati hanno dato origine a deflussi di capitali verso l'estero per 11 miliardi, connessi con le richieste di margini alle imprese operanti nel settore energetico, in un contesto di elevata volatilità e incremento dei prezzi di gas e petrolio (cfr. il riquadro: *Le esposizioni in derivati energetici delle controparti italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2022). Il settore pubblico ha ricevuto fondi dalla UE nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza per 42 miliardi, di cui 28 registrati come passività tra gli "altri investimenti" perché relativi a sovvenzioni non ancora spese o a prestiti; le banche italiane hanno aumentato la raccolta netta all'estero di 20 miliardi (cfr. il capitolo 12: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

Come risultato di questi andamenti, la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET è cresciuta di 94 miliardi, raggiungendo 684

Tavola 9.1

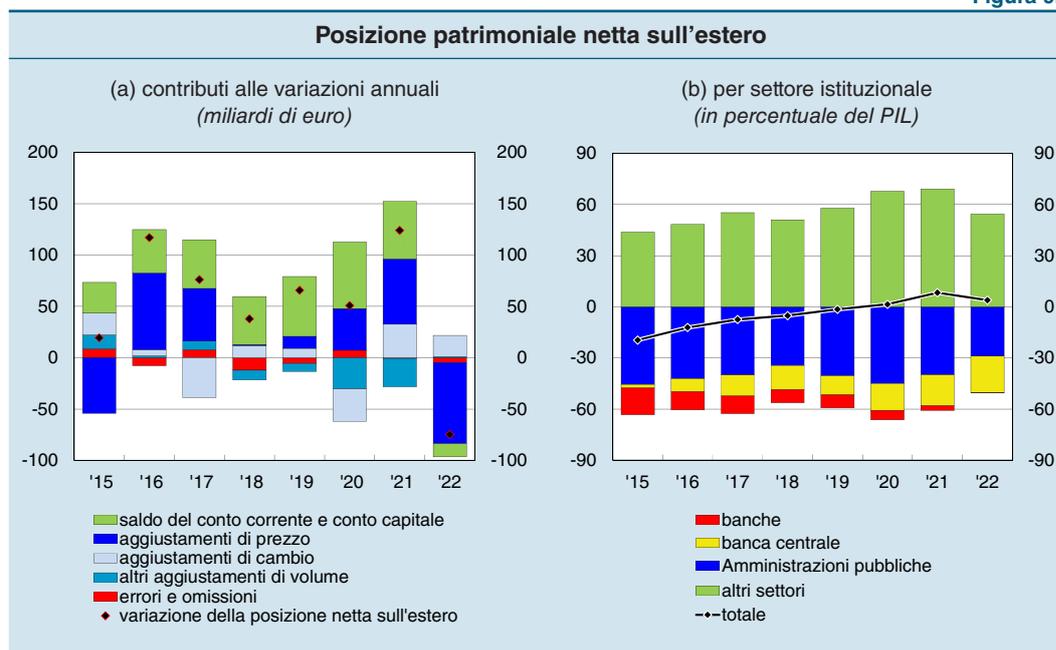
<b>Bilancia dei pagamenti (1)</b> (saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati grezzi)						
VOCI	2019	2020	2021	2022	gen.-mar. 2022	gen.-mar. 2023
<b>Conto corrente</b>	<b>59,5</b>	<b>64,0</b>	<b>54,9</b>	<b>-23,3</b>	<b>-9,6</b>	<b>-2,5</b>
in % del PIL	3,3	3,9	3,1	-1,2		
Merci	60,7	68,3	49,7	-18,1	-4,4	8,8
prodotti non energetici (2)	96,3	88,8	94,4	85,0	16,5	26,0
prodotti energetici (2)	-35,6	-20,5	-44,6	-103,1	-20,9	-17,2
Servizi	-0,4	-8,4	-9,1	-9,6	-6,3	-7,0
di cui: trasporti	-9,8	-8,0	-11,6	-17,8	-4,8	-5,0
viaggi	17,2	7,8	8,6	18,2	0,9	0,7
Redditi primari (3)	14,8	20,7	34,1	22,3	6,9	2,1
Redditi secondari (4)	-15,6	-16,6	-19,7	-17,9	-5,8	-6,3
<b>Conto capitale</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>10,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>
in % del PIL	-0,1	0,1	0,1	0,5		
<b>Conto finanziario (5)</b>	<b>52,9</b>	<b>72,2</b>	<b>55,3</b>	<b>-17,6</b>	<b>-19,0</b>	<b>-29,4</b>
Investimenti diretti	1,5	18,8	31,2	-20,7	-6,4	-4,3
italiani all'estero	29,3	..	47,3	8,5	5,5	4,7
esteri in Italia	27,8	-18,8	16,1	29,2	11,9	9,1
Investimenti di portafoglio	-50,2	115,9	123,1	167,2	39,3	6,3
attività: azioni e fondi comuni (6)	37,2	61,5	81,3	6,0	7,6	-8,2
attività: titoli di debito (6)	35,7	37,8	45,1	72,7	26,3	25,7
passività: azioni e fondi comuni (6)	16,7	-3,2	5,0	-11,2	1,0	2,7
passività: titoli di debito (6)	106,4	-13,4	-1,7	-77,2	-6,3	8,5
Derivati	2,7	-2,5	..	11,4	-6,6	-0,6
Altri investimenti	95,7	-64,0	-119,7	-177,4	-45,2	-31,3
Variazione delle riserve ufficiali	3,2	4,0	20,7	2,0	..	0,5
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-5,4</b>	<b>7,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-10,4</b>	<b>-27,6</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 2023, 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.

miliardi alla fine del 2022. In prospettiva, la riduzione della liquidità in eccesso legata alla normalizzazione della politica monetaria verosimilmente ne favorirà un calo.

*La posizione patrimoniale sull'estero.* – La posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia alla fine del 2022 era creditoria per 74 miliardi (3,9 per cento del PIL, da 8,3 alla fine del 2021). La diminuzione rispetto all'anno precedente è ascrivibile principalmente al diffuso calo dei listini azionari mondiali e al rialzo nei rendimenti obbligazionari, che hanno determinato forti svalutazioni dei titoli; l'effetto netto complessivo è stato di segno negativo, in quanto le attività estere di portafoglio dei residenti in Italia sono significativamente più elevate delle passività da loro emesse

Figura 9.6



detenute da non residenti. Gli effetti negativi degli aggiustamenti di prezzo, insieme al modesto disavanzo complessivo del conto corrente e conto capitale, hanno più che compensato quelli positivi derivanti dall'aumento del valore delle attività dovuto all'apprezzamento del dollaro nella prima parte dell'anno (fig. 9.6.a). La posizione netta sull'estero del settore privato non bancario si conferma ampiamente positiva; quella delle banche, storicamente negativa, si è portata pressoché in pareggio (fig. 9.6.b).

## 10. LA FINANZA PUBBLICA

Grazie al buon andamento del prodotto interno lordo a prezzi correnti, nel 2022 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito all'8,0 per cento del PIL (dal 9,0), nonostante l'adozione di diverse misure di sostegno a famiglie e imprese. Il disavanzo dello scorso anno riflette anche gli effetti, al rialzo, delle recenti modifiche alla contabilizzazione dei crediti di imposta legati ai bonus edilizi. Il rapporto tra il debito e il PIL si è ridotto di oltre 5 punti percentuali, al 144,4 per cento, soprattutto per effetto del favorevole contributo del differenziale tra il tasso di crescita nominale dell'economia e l'onere medio del debito, che ha più che compensato l'elevato disavanzo primario.

Secondo i più recenti piani del Governo, presentati lo scorso aprile nel *Documento di economia e finanza 2023* (DEF 2023), quest'anno l'indebitamento netto e il debito scenderebbero ancora in rapporto al prodotto (al 4,5 e al 142,1 per cento, rispettivamente). Il miglioramento dei conti proseguirebbe nel medio termine: nel 2026 il disavanzo si collocherebbe al 2,5 per cento del PIL e il rapporto tra il debito e il prodotto al 140,4 per cento.

Nel lungo termine le finanze pubbliche risentiranno negativamente della contrazione della popolazione e del suo invecchiamento, che tende ad aumentare la spesa sociale. Per garantire un progressivo calo dell'incidenza del debito pubblico occorrerà pertanto mantenere nel tempo adeguati avanzi primari e rafforzare in modo permanente la crescita dell'economia. A quest'ultimo obiettivo può contribuire l'efficace realizzazione dei programmi di riforma e investimento previsti dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR); integrato con le modifiche che saranno proposte nell'ambito del programma europeo *REPowerEU*, il Piano sarà utile anche per favorire la transizione verde.

### *La finanza pubblica nel 2022*

*L'indebitamento netto: obiettivi, interventi in corso d'anno e risultati.* – Il *Documento programmatico di bilancio 2022* (DPB 2022), pubblicato nell'ottobre 2021, fissava l'obiettivo di indebitamento netto per lo scorso anno al 5,6 per cento del PIL, un valore più alto della stima del quadro tendenziale per oltre un punto percentuale<sup>1</sup>. In linea con questo programma, la legge di bilancio per il triennio 2022-24 approvata in dicembre introduceva interventi di riduzione della pressione fiscale e modifiche al sistema degli ammortizzatori sociali e ad alcune regole per

<sup>1</sup> Anche per il biennio 2023-24 il DPB 2022 prevedeva misure espansive, in media di 1,4 punti percentuali di PIL all'anno.

l'accesso al pensionamento<sup>2</sup>. Stanziava inoltre risorse per la sanità e per contenere l'impatto dei rincari dei beni e dei servizi energetici, sino ad allora relativamente moderati, sui bilanci di imprese e famiglie.

Lo straordinario aumento dei prezzi di beni e servizi, soprattutto energetici, che si è verificato nel 2022 ha avuto notevoli ripercussioni sui conti pubblici e ha indotto una decisa reazione della politica di bilancio. Il Governo è intervenuto più volte nell'anno con ulteriori misure di sostegno di natura temporanea. Secondo le più recenti valutazioni ufficiali, le risorse utilizzate nel 2022 a questo scopo (comprehensive degli effetti della manovra di bilancio) sono state pari al 2,8 per cento del PIL, circa dieci volte quelle utilizzate nel 2021 (0,3 punti)<sup>3</sup>. Gli interventi espansivi hanno riguardato: (a) riduzioni di alcune voci di prelievo nelle bollette di elettricità e gas<sup>4</sup> (0,8 punti percentuali del PIL); (b) concessioni di crediti di imposta a favore delle imprese<sup>5</sup> (0,7 punti); (c) trasferimenti alle famiglie<sup>6</sup> (0,8 punti); (d) riduzioni delle accise e dell'IVA sui carburanti (0,5 punti). Una parte di queste misure è stata finanziata dall'istituzione di due forme di prelievo temporaneo a carico delle imprese che hanno beneficiato dell'aumento dei prezzi dell'energia: il DL 4/2022 (decreto "sostegni ter") ha introdotto un "meccanismo di compensazione a due vie"<sup>7</sup> sulle remunerazioni di alcuni impianti di energia alimentati da fonti rinnovabili; il DL 21/2022 (decreto "Ucraina") ha inoltre istituito un contributo straordinario sugli extraprofitti conseguiti da produttori, importatori e rivenditori di energia elettrica, di gas e di prodotti petroliferi.

L'obiettivo di un disavanzo al 5,6 per cento del PIL non è stato modificato in aprile con il DEF 2022, malgrado le stime di una minore crescita e gli interventi di contrasto alla crisi energetica disposti nei primi mesi dell'anno; è rimasto inoltre invariato grazie alle migliori tendenze di fondo dei conti emerse nel frattempo. L'obiettivo è rimasto invariato anche nella *Nota di aggiornamento del Documento*

<sup>2</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.

<sup>3</sup> Oltre alle disposizioni contenute nella manovra di bilancio per il 2022-24, si fa riferimento a quelle incluse nei DD.LL. 4/2022, 17/2022, 21/2022, 38/2022, 50/2022, 80/2022, 115/2022, 144/2022 e 179/2022, e ai DD.MM. del 18 marzo 2022, 6 aprile 2022, 24 giugno 2022, 19 luglio 2022, 30 agosto 2022, 13 settembre 2022 e 19 ottobre 2022.

<sup>4</sup> Rientrano in questa categoria l'annullamento degli oneri di sistema sul consumo di energia elettrica, la riduzione di quelli sul gas e la diminuzione dell'IVA sul consumo di gas.

<sup>5</sup> Oltre ai crediti di imposta riconosciuti a tutte le imprese a parziale compensazione delle spese energetiche sostenute, sono stati introdotti provvedimenti mirati a favore delle aziende a forte consumo di gas e di energia elettrica, nonché a beneficio di quelle operanti nel settore agricolo, della pesca e dell'autotrasporto per l'acquisto di carburante.

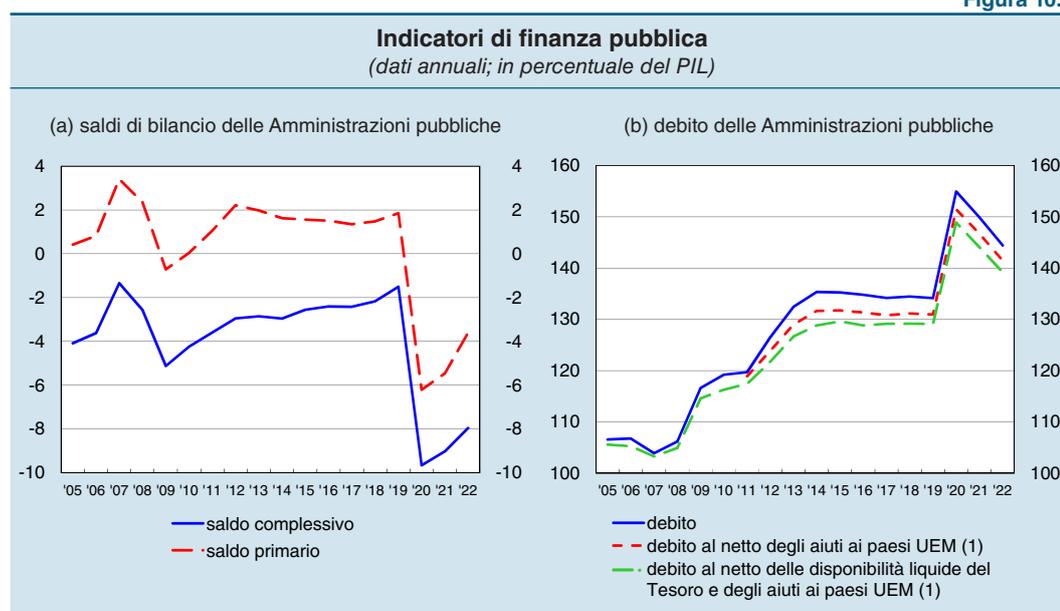
<sup>6</sup> Queste misure includono: (a) le indennità una tantum corrisposte a varie categorie di lavoratori e pensionati con redditi medio-bassi e ai percettori di reddito di cittadinanza; (b) un esonero parziale dal pagamento dei contributi sociali a favore dei lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi; (c) l'anticipo del conguaglio (normalmente previsto a gennaio del 2023) relativo al differenziale tra il valore del tasso di inflazione registrato a consuntivo per il 2021 e quello applicato in via provvisoria per le rivalutazioni delle pensioni a gennaio del 2022; (d) l'adeguamento degli assegni pensionistici di minore importo per l'ultimo trimestre dell'anno; (e) i potenziamenti dei bonus sociali gas ed elettricità riconosciuti ai nuclei familiari più svantaggiati.

<sup>7</sup> La disposizione fissa due soglie di riferimento per il prezzo dell'energia. Se questo supera la soglia superiore, il produttore è tenuto a restituire i ricavi aggiuntivi al Gestore dei servizi energetici; se invece si colloca al di sotto della soglia inferiore, sarà il produttore a essere compensato.

di economia e finanza 2022<sup>8</sup> (NADEF 2022), approvata in novembre dal nuovo Governo: in questo caso, sono stati il lieve miglioramento delle stime di crescita e l'andamento favorevole delle spese e, soprattutto, delle entrate a compensare l'effetto delle ulteriori misure adottate per contrastare la crisi.

A consuntivo, l'indebitamento netto del 2022 è stato pari all'8,0 per cento del PIL (fig. 10.1 e tav. 10.1). Il valore, decisamente più alto di quanto precedentemente programmato, riflette le modifiche al trattamento contabile di alcune agevolazioni fiscali introdotte dalla legge di bilancio per il 2020 e dal DL 34/2020, i cosiddetti Bonus facciate e Superbonus 110 per cento (cfr. il riquadro: *I recenti incentivi fiscali in materia edilizia*). In particolare la riclassificazione dei due bonus come crediti di imposta "rimborsabili", in virtù del loro regime di cedibilità, ha portato a registrare i benefici fiscali contestualmente all'esecuzione dei lavori edilizi (contabilizzazione per competenza), anziché alla data successiva in cui il credito viene utilizzato in compensazione di un debito di imposta (contabilizzazione per cassa). Secondo le valutazioni contenute nel DEF 2023, in assenza di queste revisioni l'indebitamento netto si sarebbe collocato al 5,4 per cento, due decimi al di sotto di quello programmato. Rispetto al 2021 il disavanzo è comunque diminuito di circa un punto percentuale (il calo sarebbe stato di 1,8 punti senza la riclassificazione)<sup>9</sup>,

Figura 10.1



Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL; Banca d'Italia, per il debito.

(1) Questi aiuti comprendono i prestiti ad altri paesi dell'area dell'euro, bilaterali e attraverso il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), nonché il contributo al capitale del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM).

<sup>8</sup> *Indagine conoscitiva sulla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022*, memoria della Banca d'Italia per la Commissione speciale per l'esame degli atti urgenti presentati dal Governo, Senato della Repubblica, Roma, 9 novembre 2022. Lo scorso anno erano state pubblicate due versioni della NADEF 2022: la prima, presentata alla fine di settembre, forniva solamente le previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente, in considerazione delle elezioni politiche appena svolte; la seconda, approvata in novembre, incorporava i programmi del nuovo Governo.

<sup>9</sup> La riclassificazione statistica ha avuto effetti anche sui risultati del 2020 e del 2021: l'indebitamento netto è stato rivisto al rialzo al 9,7 per cento nel 2020 e al 9,0 nel 2021 (in aumento, rispettivamente, di 0,2 e 1,8 punti percentuali rispetto ai precedenti dati di consuntivo). La diversa ripartizione temporale degli effetti dei bonus edilizi sui conti di competenza non ha impatto sul debito pubblico.

grazie a un miglioramento di quasi 2 punti percentuali del saldo primario (da -5,5 per cento del PIL nel 2021 a -3,6), che ha più che compensato l'aumento di 0,8 punti della spesa per interessi (da 3,6 per cento a 4,4).

Tavola 10.1

<b>Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1)</b> (miliardi di euro e percentuali del PIL)						
VOCI	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Entrate correnti	797,9	814,3	839,1	781,0	853,5	913,8
<i>di cui:</i> contributi sociali	225,6	234,5	242,2	229,7	246,1	261,0
imposte dirette	250,3	248,6	258,1	250,7	267,7	290,4
imposte indirette	248,5	254,4	257,6	227,2	260,1	276,5
Entrate in conto capitale	6,9	4,6	4,7	5,3	9,9	17,6
<i>Pressione fiscale (in % del PIL)</i>	41,8	41,7	42,3	42,7	43,4	43,5
<b>Totale entrate</b>	<b>804,8</b>	<b>818,9</b>	<b>843,8</b>	<b>786,3</b>	<b>863,4</b>	<b>931,4</b>
in % del PIL	46,3	46,2	47,0	47,3	48,3	48,8
Spese primarie correnti	714,6	734,3	748,5	797,3	814,4	855,4
Interessi	65,5	64,6	60,4	57,3	63,7	83,2
Spese in conto capitale (2)	66,8	58,4	62,0	92,0	146,6	144,7
<i>di cui:</i> investimenti fissi lordi	38,3	37,8	41,5	43,1	52,1	51,5
<b>Totale spese</b>	<b>846,8</b>	<b>857,2</b>	<b>870,9</b>	<b>946,7</b>	<b>1.024,6</b>	<b>1.083,3</b>
in % del PIL	48,8	48,4	48,5	57,0	57,3	56,7
<b>Saldo primario</b>	<b>23,4</b>	<b>26,2</b>	<b>33,3</b>	<b>-103,1</b>	<b>-97,5</b>	<b>-68,7</b>
in % del PIL	1,4	1,5	1,9	-6,2	-5,5	-3,6
<b>Indebitamento netto</b>	<b>42,0</b>	<b>38,4</b>	<b>27,1</b>	<b>160,4</b>	<b>161,2</b>	<b>151,9</b>
in % del PIL	2,4	2,2	1,5	9,7	9,0	8,0

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.

## I RECENTI INCENTIVI FISCALI IN MATERIA EDILIZIA

Dalla fine degli anni novanta del secolo scorso sono state concesse numerose agevolazioni per interventi di recupero del patrimonio edilizio, fruibili nella forma di detrazioni di imposta dal soggetto che ha sostenuto le spese. Dal 2019 il legislatore ha introdotto, senza abrogare le precedenti misure, il Bonus facciate e il Superbonus 110 per cento e ha concesso al contribuente la possibilità di sostituire l'utilizzo diretto della detrazione con uno sconto sul corrispettivo dovuto ai fornitori o con un credito di imposta cedibile a soggetti terzi.

La disciplina relativa a questi incentivi è stata oggetto di numerose proroghe e modifiche. Il Bonus facciate, introdotto con la legge di bilancio per il 2020, prevedeva inizialmente una detrazione dall'Irpef del 90 per cento delle spese sostenute in quell'anno per il recupero o il restauro della facciata esterna di larga parte degli edifici urbani; la misura è poi stata prorogata al 2021 e, con aliquota ridotta al 60 per cento, anche al 2022. Il Superbonus, approvato nel secondo semestre del 2020 con il DL 34/2020 (decreto "rilancio"), stabiliva un aumento temporaneo al 110 per cento delle detrazioni dall'Irpef previste per alcune tipologie di lavori volti ad

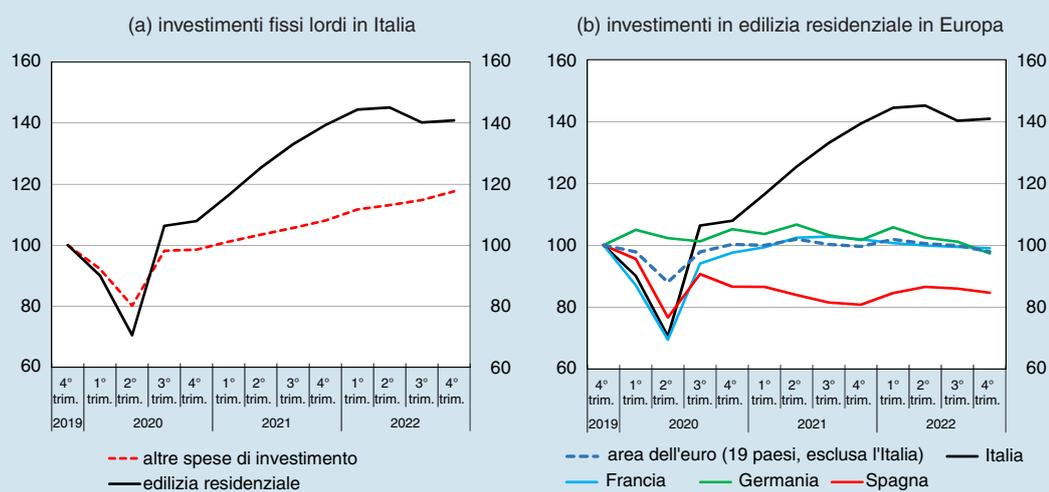
accrescere l'efficienza energetica degli edifici e a ridurre il rischio sismico. L'incentivo, inizialmente in vigore sino alla fine del 2021, è stato poi prorogato al dicembre 2022 (con la stessa aliquota di detrazione ma prevedendo alcune eccezioni) e al dicembre 2025 (con aliquote decrescenti nel tempo fino al 65 per cento). Anche il ricorso allo sconto sul corrispettivo dovuto ai fornitori e alla cessione del credito di imposta, previsto dal DL 34/2020, è stato oggetto di numerosi interventi legislativi, per contrastare tra l'altro gli ingenti fenomeni di frode<sup>1</sup>, fino alla revoca stabilita dal DL 11/2023 per la maggior parte degli interventi ancora da avviare.

Queste misure hanno contribuito a sostenere la spesa per investimenti in edilizia residenziale che, partendo da livelli storicamente bassi, dal quarto trimestre 2020 è cresciuta assai più di quella per le altre tipologie di investimento (figura A, pannello a); la differenza è marcata anche nel confronto con l'area dell'euro (figura A, pannello b).

Figura A

### Investimenti fissi lordi e in edilizia residenziale

(dati trimestrali; valori concatenati; indici: 4° trim. 2019=100)



Fonte: Eurostat.

Si può valutare l'impatto di questi incentivi confrontando la spesa per investimenti in abitazioni in Italia con una media ponderata di quelle registrate in un gruppo di paesi europei non interessati da misure di portata analoga (attraverso il metodo del controllo sintetico)<sup>2</sup>.

Circa il 40 per cento della spesa complessiva in edilizia residenziale del biennio 2021-22 ha beneficiato del Superbonus e del Bonus facciate (oltre 80

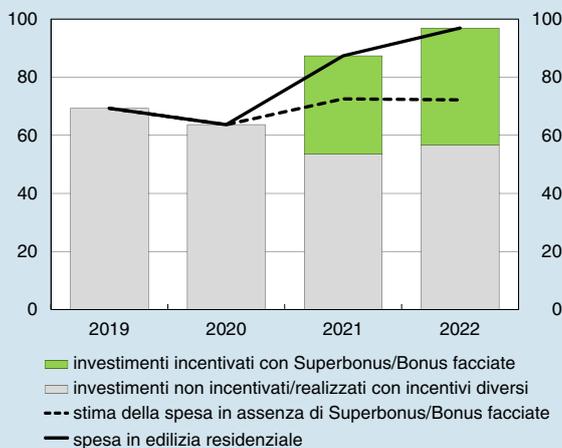
<sup>1</sup> Fino al 14 marzo scorso, con riferimento all'insieme dei bonus edilizi, l'Agenzia delle Entrate e la Guardia di finanza hanno individuato crediti di imposta irregolari per circa 9,5 miliardi, di cui circa il 60 per cento è riferibile al Bonus facciate e un ulteriore 30 circa ai Sismabonus ed Ecobonus.

<sup>2</sup> Sul tema, cfr. A. Accetturo, E. Olivieri e F. Renzi, *Gli incentivi fiscali per le ristrutturazioni: impatto sul comparto edilizio e sui conti pubblici*, Banca d'Italia, mimeo, 2023.

miliardi in termini nominali). La crescita osservata rispetto al 2019 (in media del 33 per cento in termini reali) sarebbe quasi interamente imputabile al potenziamento degli incentivi (figura B). La spesa aggiuntiva dovuta a queste misure, ossia quella che non sarebbe stata realizzata in loro assenza, è stata circa la metà del valore degli investimenti che hanno goduto delle agevolazioni<sup>3</sup>. Lo stimolo agli investimenti aggiuntivi è stato maggiore nel 2022: ciò potrebbe riflettere il tempo necessario per pianificare e avviare gli interventi non programmati e per potenziare la capacità produttiva, nonché il peso più rilevante del Superbonus sul totale degli interventi che hanno beneficiato degli incentivi in quell'anno<sup>4</sup>.

Figura B

**Effetti degli incentivi fiscali sulla spesa per investimenti in edilizia residenziale**  
(dati annuali; valori concatenati; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

La maggiore spesa in edilizia residenziale indotta dai bonus avrebbe quindi contribuito direttamente alla crescita del PIL nel periodo 2021-22 per circa l'1 per cento in media all'anno. Questa valutazione non tiene tuttavia conto degli effetti moltiplicativi sulla domanda aggregata<sup>5</sup>. D'altra parte, la spinta a usufruire delle

<sup>3</sup> La stima della spesa aggiuntiva rappresenta la differenza tra il valore dei lavori che non sarebbero stati effettuati in assenza degli incentivi e quello dei lavori non realizzati a causa dell'introduzione delle misure, ad esempio in ragione dei limiti alla capacità produttiva. Nel considerare i risultati puntuali delle stime qui riportate, va tenuto presente che la credibilità dei crediti dal 2020 è stata estesa anche ad altri incentivi preesistenti per le ristrutturazioni edilizie (per i quali tuttavia le scarse informazioni disponibili indicherebbero un utilizzo non dissimile dalle previsioni originarie). Per costruzione, i risultati dipendono dai dati attualmente disponibili sugli andamenti nominali e dei prezzi nel settore edilizio in Europa che, come di consueto, potrebbero essere suscettibili di future revisioni.

<sup>4</sup> Per accedere al Superbonus sono necessari interventi di riqualificazione (i cosiddetti lavori trainanti, ossia quelli di isolamento termico, la sostituzione degli impianti di climatizzazione invernale esistenti con impianti centralizzati, gli interventi antisismici e di riduzione del rischio sismico) per i quali la domanda delle famiglie, in assenza di incentivi mirati, è tradizionalmente bassa. Ciò riflette a sua volta sia i costi piuttosto elevati di questo tipo di interventi (data la complessità tecnica) sia il fatto che, includendo una componente di esternalità ambientale, le famiglie non tengono conto di tutti i benefici connessi.

<sup>5</sup> All'effetto meccanico dell'aumento degli investimenti si sommano anche gli effetti moltiplicativi determinati dall'attivazione della domanda aggregata; inoltre le risorse pubbliche impiegate per agevolare interventi sostitutivi, vale a dire per finanziare investimenti che sarebbero stati effettuati anche in assenza dell'incentivo, sono assimilabili a un trasferimento alle famiglie da parte del settore pubblico; per maggiori dettagli, cfr. *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia*, testimonianza di P. Tommasino, dirigente del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia, 5<sup>a</sup> Commissione (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei deputati, Roma, 29 marzo 2023. Le stime fornite sono sostanzialmente coerenti con le valutazioni che emergono dalle audizioni dei rappresentanti dell'Istat e del Ministero dell'Economia e delle finanze, tenute rispettivamente il 23 e il 24 maggio 2023 presso la medesima Commissione.

agevolazioni potrebbe aver portato ad anticipare piani di spesa futuri, concentrando l'impatto macroeconomico nel biennio 2021-22 e generando ricadute negative negli anni successivi che al momento sono di difficile quantificazione.

I crediti di imposta maturati in relazione al Superbonus e al Bonus facciate sono stati ingenti, poco meno del 2 per cento del prodotto nel 2021 e oltre il 2,5 nel 2022. Per una valutazione dei costi per le finanze pubbliche va considerato che, in assenza di questi incentivi, una parte della spesa sarebbe stata effettuata comunque utilizzando le agevolazioni edilizie già in vigore; l'onere degli investimenti che si sarebbero verificati anche in assenza dei nuovi incentivi (quelli non addizionali) deve pertanto essere considerato solo per la quota parte connessa con il differenziale nell'entità della detrazione rispetto alle agevolazioni ordinarie. Inoltre le finanze pubbliche beneficiano delle entrate derivanti dalla maggiore attività economica riconducibili ai nuovi incentivi: oltre all'IVA dovuta sugli investimenti addizionali, vanno considerate le maggiori imposte e i contributi sociali versati dalle aziende e dai lavoratori. Tenendo conto di questi fattori si può stimare che il costo netto per le finanze pubbliche delle agevolazioni introdotte nel 2020 sia comunque di circa la metà del loro valore, un ammontare significativamente superiore alle stime governative iniziali<sup>6</sup>.

L'opportunità di tale considerevole impegno finanziario per le finanze pubbliche va valutata considerando che queste risorse avrebbero potuto avere impieghi alternativi più efficaci per migliorare l'efficienza energetica<sup>7</sup> (riguardante peraltro solo una parte dei costi sostenuti e una piccola quota del patrimonio immobiliare) e che gli effetti sulla produttività sono relativamente bassi per questa tipologia di investimenti. Per quanto attiene agli aspetti redistributivi, grazie alla cedibilità del credito, l'incentivo è stato più facilmente accessibile di altre agevolazioni fiscali ai contribuenti con redditi più bassi, ma è comunque andato a favore degli individui proprietari di abitazione.

<sup>6</sup> Questa stima non tiene conto del costo di dover ricorrere a maggiore indebitamento in un contesto di alto debito.

<sup>7</sup> Per maggiori dettagli, cfr. M. Alpino, L. Citino e F. Zeni, *Costs and benefits of the green transition envisaged in the Italian NRRP. An evaluation using the Social Cost of Carbon*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 720, 2022.

*Le entrate.* – Nel 2022 le entrate sono aumentate del 7,9 per cento rispetto all'anno precedente, più del PIL nominale (6,8 per cento). L'incremento ha riguardato tutte le principali componenti (tav. 10.1) e in particolare quella legata alle imposte dirette, che sono salite dell'8,5 per cento; le imposte indirette e i contributi sociali sono cresciuti rispettivamente del 6,3 e del 6,1 per cento, mentre le entrate in conto capitale, che risentono dei trasferimenti assegnati all'Italia nell'ambito del programma *Next Generation EU* (NGEU), sono salite del 77,5 per cento. La pressione fiscale, ossia l'incidenza delle entrate tributarie e contributive sul PIL, è rimasta pressoché stabile, al 43,5 per cento.

Il contributo maggiore all'incremento delle imposte dirette è derivato dal gettito Ires, che è cresciuto del 57,9 per cento anche a seguito della netta ripresa

economica successiva alla crisi pandemica; gli incassi dell'Irpef sono aumentati del 3,7 per cento, nonostante la ridefinizione di aliquote, scaglioni e detrazioni in senso più favorevole ai contribuenti disposta dalla legge di bilancio.

Per le imposte indirette, le entrate dell'IVA sono salite del 14,5 per cento, in connessione con la sostenuta dinamica dei consumi interni in termini nominali (13,4 per cento) e con il rialzo dei prezzi dei beni energetici importati. Tra le altre imposte indirette, il gettito IRAP ha registrato un incremento del 23,3 per cento; gli incassi derivanti dalle imposte sugli olii minerali e dagli oneri di sistema sull'energia elettrica hanno invece subito una flessione rispettivamente del 25,4 e del 63,4 per cento, per effetto delle misure straordinarie adottate per contenere l'impatto dei rincari energetici.

*Le spese.* – Lo scorso anno le spese delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute del 5,7 per cento. L'incremento delle erogazioni primarie correnti (5,0 per cento) e di quelle per interessi (30,6 per cento) è stato solo parzialmente controbilanciato dalla moderata riduzione delle spese in conto capitale (-1,3 per cento), dovuta anche al venire meno di alcune misure adottate durante la pandemia a sostegno delle imprese.

La spesa per interessi, in calo nel periodo 2013-2020, ha continuato ad aumentare dopo il rialzo del 2021 soprattutto in conseguenza della rivalutazione del capitale dei titoli indicizzati all'inflazione<sup>10</sup>. L'onere medio sul debito pubblico è salito di 0,6 punti percentuali rispetto all'anno precedente, al 3,1 per cento.

Le spese primarie correnti hanno risentito in larga parte della dinamica positiva dei contributi alla produzione (43,3 per cento; influenzati dai crediti di imposta per le spese energetiche sostenute dalle imprese) e dei redditi da lavoro (5,8 per cento; anche a seguito dei rinnovi contrattuali per il triennio 2019-2021 per larga parte del pubblico impiego).

Le prestazioni sociali in denaro hanno invece registrato un incremento del 2,3 per cento: la componente pensionistica è cresciuta del 3,9 per cento, quella non pensionistica si è contratta del 2,4. Sulla prima voce hanno inciso l'adeguamento delle prestazioni in essere all'inflazione del 2021 e le misure straordinarie attivate in corso d'anno; con riferimento alla seconda voce, la minore spesa per gli assegni di integrazione salariale e per gli altri assegni e sussidi assistenziali ha più che compensato l'incremento connesso con l'introduzione dell'assegno unico e universale (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).

Gli investimenti, dopo un aumento complessivo di quasi il 40 per cento nel triennio 2019-2021, sono diminuiti (-1,1 per cento). Il calo riflette quello del settore delle Amministrazioni centrali. In rapporto al PIL, la spesa totale per investimenti si è collocata al 2,7 per cento, un livello inferiore di circa mezzo punto rispetto alla media del quinquennio precedente la crisi economico-finanziaria del 2008.

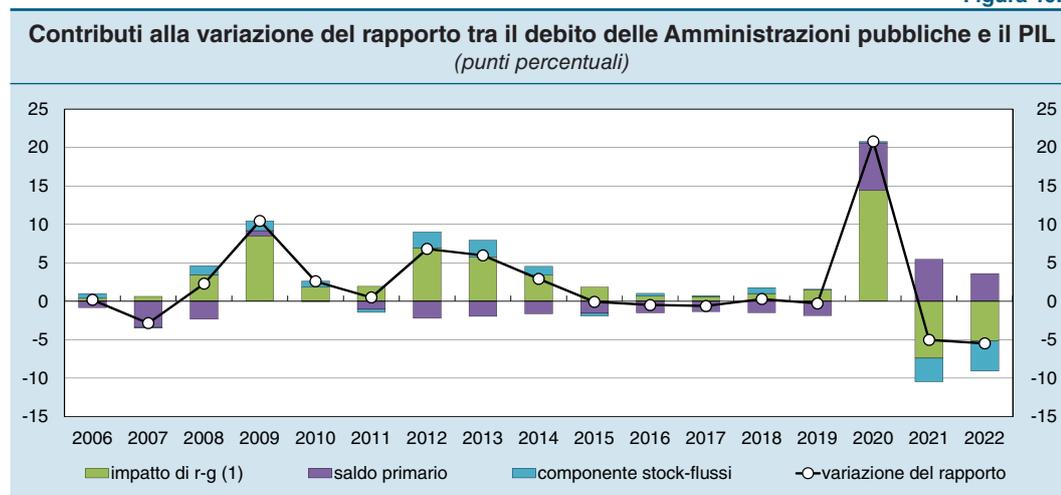
<sup>10</sup> Per questi titoli l'incremento di valore capitale connesso con l'evoluzione dei prezzi viene incluso per convenzione statistica tra gli interessi maturati.

*Il debito pubblico: obiettivi e risultati.* – Analogamente a quanto previsto per l'indebitamento netto, il DPB 2022 delineava un programma di graduale diminuzione del rapporto tra debito pubblico e PIL nel triennio 2022-24. Per lo scorso anno in particolare programmava un calo di 4,2 punti percentuali.

Nel DEF 2022 le previsioni sull'andamento del rapporto tra debito pubblico e PIL sono state aggiornate, anche alla luce del peggioramento del contesto macroeconomico; nel quadro programmatico la riduzione è stata rivista a 3,8 punti percentuali. La successiva NADEF 2022 ha modificato nuovamente le stime, prospettando una flessione di 4,6 punti.

A consuntivo, il rapporto tra debito pubblico e PIL si è contratto di 5,5 punti percentuali rispetto al 2021, portandosi al 144,4 per cento. Il risultato è da attribuire principalmente all'effetto del favorevole differenziale tra il tasso di crescita del PIL nominale (6,8 per cento) e l'onere medio del debito (3,1 per cento), che ha prevalso su quello di segno opposto dovuto al disavanzo primario (fig. 10.2). La componente stock-flussi ha contribuito a ridurre il rapporto in modo significativo (3,9 punti percentuali del PIL), essenzialmente perché gli effetti di cassa di diversi interventi di bilancio disposti negli ultimi anni – tra cui, in particolare, quelli relativi ad alcuni incentivi fiscali per l'edilizia – non si sono ancora manifestati e non hanno quindi ancora avuto un riflesso sull'ammontare delle passività finanziarie.

Figura 10.2



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, Istat; per il debito, Banca d'Italia.  
(1) Impatto di r-g indica il contributo proveniente dalla differenza tra onere medio del debito (r) e tasso di crescita del PIL a prezzi correnti (g).

In termini nominali l'incremento del debito è stato di 77,4 miliardi: ha rispecchiato l'impatto del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (46,6 miliardi), nonché l'effetto complessivo degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della dinamica del tasso di cambio (34,8 miliardi). La riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (4 miliardi) ha invece agito in senso opposto.

La quota del debito detenuta dalla Banca d'Italia alla fine dell'anno è salita dal 25,3 al 26,2 per cento, per effetto dei programmi di politica monetaria di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*) e di titoli

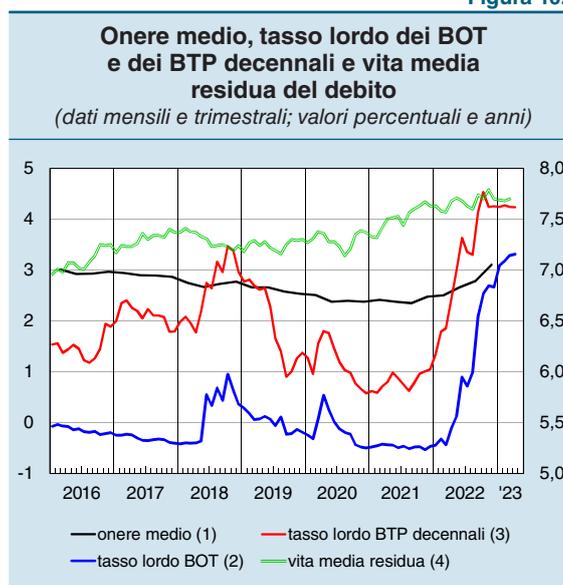
pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP; cfr. il paragrafo: *I mercati monetari e dei titoli pubblici* del capitolo 13)<sup>11</sup>.

La quota del debito detenuta da non residenti è scesa dal 29,2 al 26,8 per cento; vi sono compresi i prestiti concessi all'Italia dalla UE attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza<sup>12</sup> (37,9 miliardi) e lo strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) per 27,4 miliardi (invariati rispetto al 2021; cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* e il capitolo 9: *L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti*). La vita media residua del debito si è leggermente allungata a 7,7 anni (7,6 alla fine del 2021; fig. 10.3).

Si può stimare che, alla fine del 2022, i debiti commerciali non inclusi nel debito pubblico sulla base delle regole statistiche europee sarebbero stati circa 46 miliardi<sup>13</sup>, in lieve crescita rispetto allo scorso anno; anche quelli ceduti pro soluto dai creditori a intermediari finanziari – inclusi invece nel debito – sono saliti a quasi 13 miliardi. Nel complesso, l'aumento riflette quello della componente relativa alle Amministrazioni locali confermato dai dati di fonte Siope+<sup>14</sup>.

Si può inoltre stimare che, per effetto del rialzo dei tassi, la posizione netta in derivati delle Amministrazioni pubbliche (escludendo quelli contabilizzati nel debito), che nel 2021 costituiva una passività (per circa l'1,1 per cento del PIL), abbia assunto un valore di mercato leggermente positivo nel corso dell'ultimo anno (per circa lo 0,2 per cento del PIL).

Figura 10.3



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>11</sup> Rispetto a quanto riportato nel capitolo 13: *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).

<sup>12</sup> Oltre ai prestiti, nel biennio 2021-22 l'Italia ha ricevuto 29 dei 69 miliardi di sovvenzioni previste dal Dispositivo (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del PNRR* del capitolo 4).

<sup>13</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). 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>14</sup> La base dati Siope+ consente di stimare i debiti commerciali riferiti al periodo 2019-2022 come differenza tra l'ammontare delle fatture emesse nei confronti delle Amministrazioni locali, acquisite dalla Piattaforma dei crediti commerciali, e i relativi pagamenti. Per il periodo antecedente l'entrata a regime di Siope+, tale stima viene integrata da segnalazioni effettuate dagli enti alla Ragioneria generale dello Stato.

In rapporto al prodotto, le garanzie pubbliche – passività potenziali che non hanno impatto sul debito pubblico fino al momento dell'eventuale escussione – sono diminuite al 15,8 per cento del PIL (dal 16,1 del 2021), dopo il forte aumento registrato durante l'emergenza sanitaria. Nel 2021, secondo i dati disponibili più aggiornati, le garanzie erano pari al 17,3 per cento del PIL in Germania, al 15,3 in Francia e all'11,6 in Spagna.

### *La finanza pubblica nel 2023 e le prospettive di medio termine*

*La sessione di bilancio.* – La NADEF 2022 approvata dal nuovo Governo lo scorso novembre prefigurava una progressiva discesa per l'indebitamento netto dal 4,5 per cento nell'anno in corso al 3,7 nel 2024, fino al 3,0 nel 2025; per il rapporto tra il debito e il prodotto si delineava un calo di 1,1 punti percentuali quest'anno e di altri 3,4 punti nel biennio 2024-25 fino al 141,2 per cento. Coerentemente con questi obiettivi, i provvedimenti della manovra di bilancio approvata in dicembre comportavano un maggiore indebitamento rispetto al quadro a legislazione vigente pari a 1,1 punti percentuali di PIL quest'anno e a 0,1 il prossimo e una correzione di 0,2 punti nel 2025<sup>15</sup>.

Il maggiore disavanzo per il 2023 era finalizzato soprattutto a finanziare la proroga (per 20,5 miliardi) di diverse misure a sostegno di famiglie e imprese contro i rincari energetici (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2023), con effetti concentrati nel primo trimestre. Non era invece confermata la riduzione delle accise sui carburanti. Venivano inoltre introdotte alcune modifiche al sistema di imposte e dei benefici sociali, con effetti redistributivi complessivamente poco significativi sotto il profilo dell'equità "verticale" (cfr. il riquadro: *Le principali misure per le famiglie introdotte con la legge di bilancio per il 2023: effetti redistributivi e sugli incentivi monetari all'offerta di lavoro*). Altri interventi espansivi riguardavano le imprese, con l'estensione all'anno in corso di alcuni incentivi agli investimenti, e i principali comparti di spesa della Pubblica amministrazione (pubblico impiego, sanità e previdenza). Infine la manovra prevedeva minori entrate per effetto: (a) di alcuni provvedimenti in tema di accertamento, contenzioso e riscossione; (b) dell'estensione della platea dei beneficiari del regime forfetario; (c) dell'introduzione della flat tax incrementale per i lavoratori autonomi e i piccoli imprenditori. Le risorse necessarie a finanziare questi interventi derivavano, sul lato delle entrate, dall'introduzione di prelievi temporanei sulle imprese del settore energetico mentre, sul lato delle spese, dalla modifica al meccanismo di indicizzazione delle pensioni e dal taglio del reddito di cittadinanza per le famiglie con soli componenti adulti fino a 65 anni di età senza carichi di cura. Il Governo annunciava contestualmente l'intenzione di procedere a una revisione delle misure di contrasto alla povertà e di inclusione attiva<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2023-2025*, 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, 5 dicembre 2022.

<sup>16</sup> La revisione è stata attuata con il DL 48/2023 che ha introdotto l'assegno di inclusione, in sostituzione del reddito di cittadinanza a partire dal 2024, e il supporto per la formazione e il lavoro, che sarà fruibile dal prossimo settembre (cfr. il riquadro: *La revisione delle misure di contrasto alla povertà e di inclusione attiva* del capitolo 5).

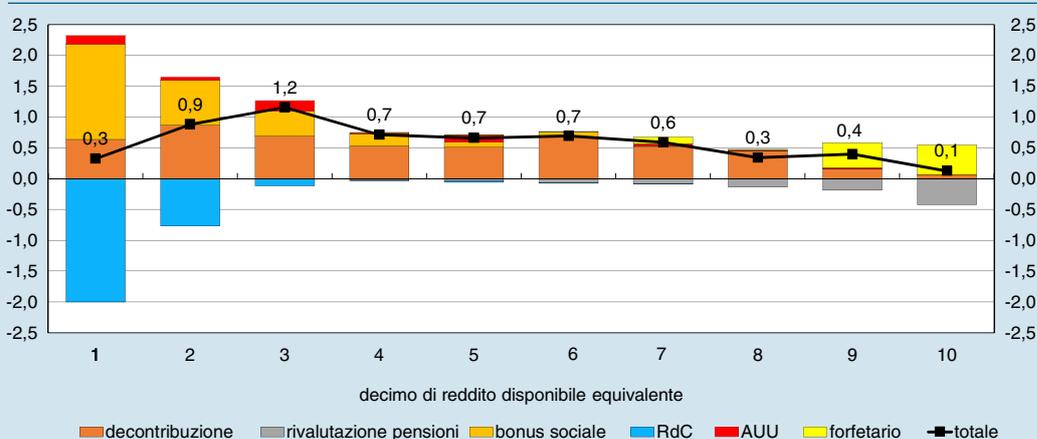
## LE PRINCIPALI MISURE PER LE FAMIGLIE INTRODOTTE CON LA LEGGE DI BILANCIO PER IL 2023: EFFETTI REDISTRIBUTIVI E SUGLI INCENTIVI MONETARI ALL'OFFERTA DI LAVORO

La legge di bilancio per il 2023 ha introdotto modifiche rilevanti alle misure adottate in favore delle famiglie. Queste modifiche hanno riguardato: (a) il prelievo sui redditi da lavoro, prevedendo l'estensione della decontribuzione per i lavoratori dipendenti e l'innalzamento della soglia di ricavi entro cui è possibile aderire al regime di tassazione forfetario per i lavoratori autonomi; (b) le norme che regolano alcuni trasferimenti monetari alle famiglie, come la rivalutazione delle pensioni, il reddito di cittadinanza (RdC) e l'assegno unico e universale (AUU). La legge di bilancio ha inoltre prorogato fino a marzo dell'anno in corso il potenziamento dei bonus sociali nell'ambito delle misure di contrasto agli aumenti dei prezzi dell'energia<sup>1</sup>. Nelle stime ufficiali, il costo complessivo per la finanza pubblica degli interventi qui considerati è pari a 4,8 miliardi per il 2023.

Un'analisi effettuata con il modello di microsimulazione della Banca d'Italia (BIMic) stima che queste modifiche comportino in media un aumento del reddito disponibile familiare per l'anno in corso dello 0,5 per cento (193 euro) rispetto alla legislazione previgente, ignorando gli effetti che le modifiche stesse possono avere sui comportamenti e quindi sui redditi dei contribuenti. L'aumento del reddito interessa la maggioranza delle famiglie: è più pronunciato per i nuclei del secondo e del terzo decimo della distribuzione del reddito disponibile

Figura A

**Variatione del reddito disponibile in seguito agli interventi della legge di bilancio per il 2023 (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 peso 1 al 1° componente del nucleo familiare, 0,5 a ogni ulteriore componente di 14 anni o più e 0,3 a ogni componente fino a 13 anni.

<sup>1</sup> Le valutazioni qui riportate non tengono conto della proroga al secondo trimestre del potenziamento dei bonus sociali disposta dal DL 34/2023 e dei provvedimenti varati con il DL 48/2023, riguardanti in particolare il rafforzamento dello sgravio contributivo e il regime transitorio per i percettori dell'RdC che beneficeranno della misura fino all'estate. La decontribuzione, il rafforzamento dei bonus sociali e la riduzione dell'RdC hanno natura temporanea: i loro effetti non possono quindi essere meccanicamente estesi agli anni successivi.

equivalente (ossia corretto per tenere conto della numerosità del nucleo familiare), ma è particolarmente contenuto per le famiglie del primo e dell'ultimo decimo (figura A). Per l'insieme dei nuclei del decimo più povero l'effetto dell'esonero contributivo, delle modifiche all'AUU e dei bonus sociali più generosi è quasi interamente compensato dalla riduzione a sette mesi dell'RdC. Per le famiglie dal secondo all'ottavo decimo della distribuzione prevale invece l'effetto della decontribuzione per lavoro dipendente. Nei due decimi più alti, alcune famiglie scontano un meccanismo di indicizzazione delle pensioni più sfavorevole, mentre altre beneficiano dell'aumento della soglia di fatturato (da 65.000 a 85.000 euro) cui si applica il regime di tassazione forfetario per i lavoratori autonomi. Considerando i nuclei sulla base della tipologia di reddito prevalente, il reddito disponibile delle famiglie dei lavoratori autonomi cresce in media il doppio di quello delle famiglie dei dipendenti (1,5 e 0,8 per cento, rispettivamente), mentre si riduce quello dei nuclei che vivono per lo più di assistenza (-0,8 per cento) e delle famiglie dei pensionati (-0,2 per cento).

Si stima che le misure indicate non abbiano, nel complesso, effetti redistributivi sostanziali sotto il profilo dell'equità "verticale". Rispetto alla legislazione previgente, l'indice di Gini dei redditi disponibili equivalenti si riduce di 0,1 punti percentuali: l'aumento dell'indice indotto dalla riduzione dell'RdC e dall'estensione del regime forfetario è più che compensato dagli effetti degli altri interventi. L'incidenza della povertà assoluta scende di 0,1 punti percentuali, al 7,4 per cento<sup>2</sup>. Dal punto di vista dell'equità "orizzontale", alcuni interventi rafforzano le disparità di trattamento esistenti tra contribuenti con diverse tipologie di reddito ma analoga capacità contributiva.

Le stime precedenti non tengono conto degli effetti che gli interventi della legge di bilancio esercitano modificando gli incentivi monetari dei contribuenti ad accrescere il proprio reddito da lavoro, se già occupati, o a cercare un impiego, se inattivi. Questi incentivi sono tanto più elevati quanto più sono basse, rispettivamente, le aliquote marginali effettive (AME) e le aliquote effettive da partecipazione (AEP)<sup>3</sup>.

Complessivamente la media delle AME aumenta di 1,1 punti percentuali, al 44,9 per cento (figura B), per effetto del disegno della decontribuzione. Infatti rispetto alla legislazione previgente, che non stabiliva sgravi contributivi, per i lavoratori dipendenti che si collocano su livelli retributivi prossimi a 25.000 euro, un incremento marginale del reddito lordo che comporti il superamento di questa soglia determina con le nuove disposizioni un minore sgravio (dal 3 al 2 per cento) sui contributi pagati su tutto il reddito, con un aumento medio delle AME di oltre 5 punti; per quelli con retribuzioni prossime a 35.000 euro, il superamento della soglia

<sup>2</sup> Le stime sul tasso di povertà assoluta non tengono conto del fatto che i nuclei familiari subiranno una perdita di potere di acquisto permanente, o almeno molto persistente, a causa dello shock inflazionistico. Tra le famiglie più esposte vi sono quelle la cui principale entrata è costituita dall'RdC, il cui importo non è indicizzato all'inflazione, mentre la soglia di povertà assoluta lo è per definizione.

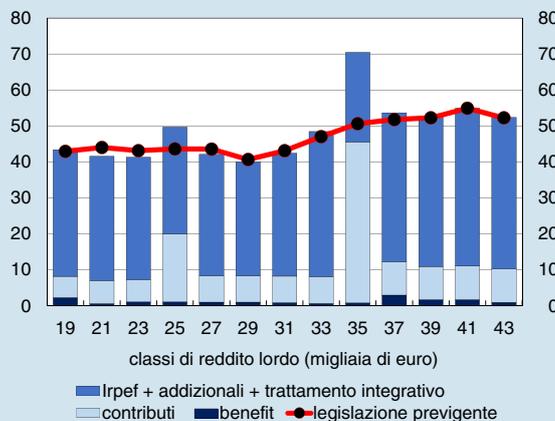
<sup>3</sup> Le AME rappresentano la variazione dell'ammontare complessivo dei contributi sociali, delle imposte sui redditi e dei trasferimenti monetari che si osserva a seguito di un aumento unitario del reddito da lavoro. Le AEP invece riflettono la quota di reddito familiare aggiuntivo – ottenuto con il passaggio dallo stato di inoccupazione a quello di occupazione – che viene meno per effetto del sistema delle imposte e dei trasferimenti sociali.

comporta la perdita dell'intera agevolazione sui contributi, con un incremento delle AME in media di oltre 15 punti.

Per contro, l'AEP per gli individui disoccupati e inattivi scende in media di circa 2,8 punti percentuali (al 20,5 per cento). La riduzione del disincentivo a partecipare al mercato del lavoro è tuttavia quasi integralmente temporanea, poiché è dovuta per circa il 70 per cento alla decontribuzione, prevista solo per l'anno in corso. Per la restante parte, attribuibile alla modifica dell'RdC, bisognerà valutare gli effetti delle nuove misure introdotte con il DL 48/2023 (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).

Figura B

Media delle aliquote marginali effettive (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 AME medie vengono calcolate per classi di 2.000 euro di reddito lordo e tengono conto dei contributi sociali, dell'Irpef e di tutti i trasferimenti a favore delle famiglie il cui importo dipende dal reddito lordo.

*Gli interventi approvati nei primi mesi del 2023.* – Il DL 11/2023 ha modificato la disciplina sulle agevolazioni fiscali per l'edilizia, abolendo, salvo limitate eccezioni, la possibilità per i committenti dei lavori di ricorrere, in alternativa alla normale fruizione dei benefici come detrazioni in sede di dichiarazione dei redditi, allo sconto in fattura o alla cessione del credito per gli interventi successivi al 17 febbraio scorso.

A metà marzo il Consiglio dei ministri ha approvato un disegno di legge delega al Governo per la riforma fiscale. Gli interventi principali – contenuti nei decreti legislativi che dovranno essere emanati entro due anni dall'approvazione della legge – riguarderebbero la revisione delle aliquote dell'Irpef, con l'obiettivo di giungere progressivamente a un'imposta ad aliquota unica, la rimodulazione di deduzioni e detrazioni, la sostituzione dell'IRAP con una sovrapposta dell'Ires, la riforma delle sanzioni e delle norme volte a prevenire e a ridurre l'evasione e l'elusione fiscale.

Alla fine di marzo il Governo ha varato il DL 34/2023, disponendo nuove misure temporanee per contrastare gli effetti avversi dei rincari energetici sui bilanci delle famiglie e delle imprese. Sono stati prorogati per il secondo trimestre dell'anno la riduzione dell'IVA e delle aliquote degli oneri di sistema gravanti sulle bollette del gas, i crediti di imposta a parziale compensazione dell'aumento dei costi energetici delle imprese, nonché il potenziamento dei bonus sociali sulle utenze. È stato inoltre deliberato un contributo in somma fissa per le spese di riscaldamento sostenute dalle famiglie nell'ultimo trimestre del 2023, differenziato in base alle zone climatiche, la cui erogazione è subordinata all'evenienza che il prezzo del gas superi determinate soglie oggetto di successive deliberazioni. Nelle valutazioni ufficiali

questi provvedimenti non hanno effetti sull'indebitamento netto: le maggiori risorse necessarie per finanziarli (quasi 5 miliardi) derivano dai risparmi di spesa conseguiti sugli stanziamenti previsti dall'ultima legge di bilancio per i crediti di imposta relativi al primo trimestre del 2023.

*Il DEF* – Nel *Documento di economia e finanza 2023*<sup>17</sup> il disavanzo tendenziale per quest'anno e per il prossimo è lievemente più basso del livello indicato nella NADEF 2022 (0,15 punti in media nei due anni; tav. 10.2). Per quanto riguarda i programmi, il Governo conferma l'obiettivo di disavanzo al 4,5 per cento quest'anno e al 3,7 per il successivo, quando, secondo le indicazioni della Commissione europea, dovrebbe essere sospesa l'applicazione della clausola generale di salvaguardia<sup>18</sup> (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Il maggiore indebitamento rispetto al quadro tendenziale è stato impiegato, per il 2023, con il DL 48/2023 approvato in maggio per rinforzare di 4 punti percentuali negli ultimi sei mesi dell'anno lo sgravio contributivo temporaneo destinato ai lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi, disposto dall'ultima legge di bilancio; per il 2024, è stato utilizzato per finanziare un fondo per la riduzione della pressione fiscale. Nell'ultimo biennio dell'orizzonte previsivo il disavanzo continuerebbe a ridursi raggiungendo il 3,0 per cento nel 2025 e il 2,5 nel 2026.

**Tavola 10.2**

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali (in percentuale del PIL)														
VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2022 quadro programmatico				DEF 2023 quadro tendenziale					DEF 2023 quadro programmatico				
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
Indebitamento netto	5,6	4,5	3,7	3,0	8,0	4,4	3,5	3,0	2,5	8,0	4,5	3,7	3,0	2,5
Avanzo primario	-1,5	-0,4	0,2	1,1	-3,6	-0,6	0,5	1,2	2,0	-3,6	-0,8	0,3	1,2	2,0
Spesa per interessi	4,1	4,1	3,9	4,1	4,4	3,7	4,1	4,2	4,5	4,4	3,7	4,1	4,2	4,5
Debito	145,7	144,6	142,3	141,2	144,4	142,0	141,2	140,8	140,4	144,4	142,1	141,4	140,9	140,4
Crescita del PIL (1)	3,7	0,3	1,8	1,5	3,7	0,9	1,4	1,3	1,1	3,7	1,0	1,5	1,3	1,1

(1) In variazione percentuale.

Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto scenderebbe di oltre 2 punti quest'anno e molto più lentamente nel prossimo triennio, collocandosi al 140,4 per cento nel 2026: il differenziale tra crescita del PIL e onere medio del debito si ridurrebbe progressivamente fino a diventare marginalmente negativo nel 2026, mentre il saldo primario diverrebbe appena positivo l'anno prossimo e raggiungerebbe un avanzo pari al

<sup>17</sup> *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2023*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Senato della Repubblica, Commissioni riunite 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Roma, 20 aprile 2023.

<sup>18</sup> Commissione europea, *Fiscal policy guidance for 2024*, COM(2023) 141 final, 2023.

2,0 per cento del PIL nel 2026. La discesa del rapporto tra il debito e il prodotto sarebbe tuttavia frenata da una componente stock-flussi in media di 1,2 punti percentuali del PIL all'anno; questa componente è attribuibile, tra l'altro, a quei crediti di imposta per il settore edilizio contabilizzati per competenza nell'indebitamento netto nel triennio 2020-22 ma non ancora utilizzati in compensazione dai beneficiari.

Nel più lungo termine l'aumento del costo medio di finanziamento del debito e l'invecchiamento della popolazione determineranno pressioni al rialzo sulla spesa pubblica. Secondo le simulazioni contenute nel DEF 2023, anche se gli obiettivi fissati per il 2026 venissero pienamente raggiunti, il rapporto tra il debito e il PIL – in assenza di una correzione dei conti – tornerebbe ad aumentare già negli anni immediatamente successivi.

*REPowerEU.* – Lo scorso febbraio il Consiglio della UE ha approvato il programma europeo per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia e per accelerare la transizione verde (*REPowerEU*), che consente ai paesi membri di integrare i piani nazionali di ripresa e resilienza con nuovi interventi destinati a favorire il risparmio energetico, la diversificazione delle fonti di approvvigionamento, la diffusione delle rinnovabili e il contrasto alla povertà energetica (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Il disegno delle misure per il raggiungimento degli impegni di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra fissati a livello europeo dovrà contemperare due obiettivi: da un lato, incentivare cittadini e imprese a internalizzare i costi sociali dell'uso di fonti fossili, dall'altro, evitare che i costi della transizione ricadano sulle famiglie più vulnerabili (cfr. il riquadro: *I potenziali effetti redistributivi di un'imposta sul contenuto di carbonio in Italia*).

#### I POTENZIALI EFFETTI REDISTRIBUTIVI DI UN'IMPOSTA SUL CONTENUTO DI CARBONIO IN ITALIA

Nel dicembre 2020 il Consiglio europeo ha approvato l'obiettivo di ridurre le emissioni nette di gas a effetto serra di almeno il 55 per cento rispetto ai livelli del 1990 entro il 2030 e di azzerarle entro il 2050<sup>1</sup>. Il raggiungimento di questi traguardi richiederà nuove politiche pubbliche: tra queste, l'imposta sul consumo di beni a contenuto di carbonio (carbon tax) è considerata dalla letteratura come la misura più efficiente per favorire i necessari cambiamenti nei comportamenti di famiglie e imprese<sup>2</sup>. L'eventuale introduzione dell'imposta solleva tuttavia diverse questioni di equità.

Considerando la distribuzione del reddito tra le generazioni esistenti<sup>3</sup>, l'imposta sarebbe regressiva: le famiglie più povere subirebbero una perdita di potere d'acquisto relativamente più marcata, poiché destinano una quota più elevata dei propri

<sup>1</sup> Consiglio europeo, *Riunione del Consiglio europeo (10 e 11 dicembre 2020). Conclusioni*, EUCO 22/20, 2020.

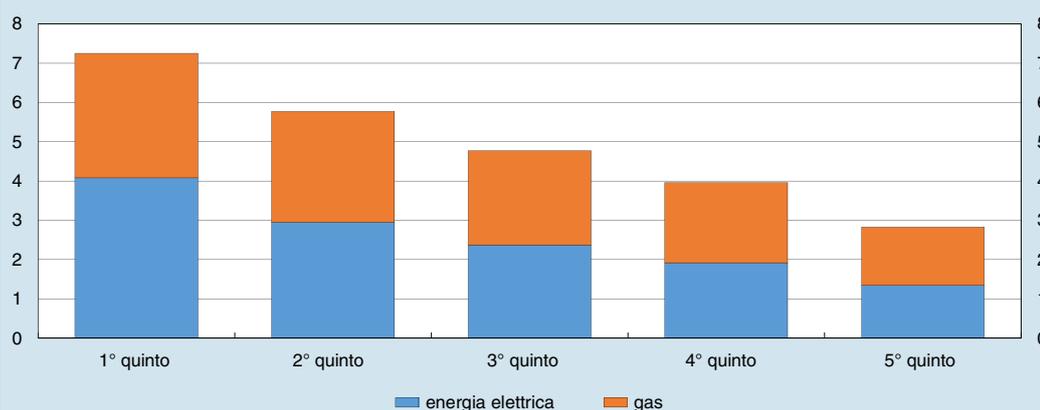
<sup>2</sup> Per approfondimenti, cfr. W.D. Nordhaus, *Banquet Speech*, discorso tenuto in occasione del Nobel Banquet, Stoccolma, 10 dicembre 2018 e FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2020.

<sup>3</sup> Dal punto di vista intergenerazionale, qui non esaminato, le generazioni future godrebbero dei benefici derivanti da emissioni di CO<sub>2</sub> più basse senza pagarne i costi.

consumi all'acquisto di beni e servizi energetici ad alto contenuto di carbonio (energia elettrica e gas; figura A). Inoltre l'aumento dei costi di produzione spingerebbe presumibilmente le imprese a contrarre la domanda di lavoro nei settori a elevata intensità energetica, dove si concentrano i lavoratori meno qualificati. L'impatto redistributivo complessivo dipende tuttavia anche dalla modalità con cui vengono utilizzati gli introiti generati dalla nuova imposta.

Figura A

**Consumi di energia elettrica e gas nel 2021 per quinti di spesa familiare equivalente**  
(in percentuale dei consumi totali)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

Un'analisi effettuata attraverso un modello di equilibrio economico generale calibrato su dati italiani<sup>4</sup> valuta l'impatto congiunto dell'introduzione di un'imposta sul contenuto di carbonio pari a 75 euro<sup>5</sup> per tonnellata di CO<sub>2</sub> e di tre politiche alternative per la redistribuzione del suo intero gettito: (a) un aumento del complesso della spesa per consumi pubblici; (b) un trasferimento uniforme a tutti i cittadini; (c) una riduzione omogenea delle aliquote medie effettive dell'imposta sui redditi da lavoro (Irpef).

Il modello tiene conto dell'eterogeneità nei consumi, del diverso grado di dipendenza energetica dei settori, delle connessioni tra questi ultimi in termini di beni intermedi per la produzione, nonché di alcune caratteristiche del sistema tributario, tra cui la progressività dell'Irpef. Non considera invece la possibilità di adottare tecnologie più efficienti in termini energetici per contenere l'aumento dei costi di produzione generato dalla carbon tax, che limiterebbe l'impatto di quest'ultima sull'attività economica. Si ipotizza infine che in ciascuno degli scenari esaminati il bilancio pubblico sia mantenuto in pareggio.

Si stima che, nel lungo periodo, una tale imposta accompagnata da un aumento della spesa per consumi pubblici incida negativamente sul benessere economico

<sup>4</sup> F. Caprioli e G. Caracciolo, *The distributional effects of a carbon tax in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

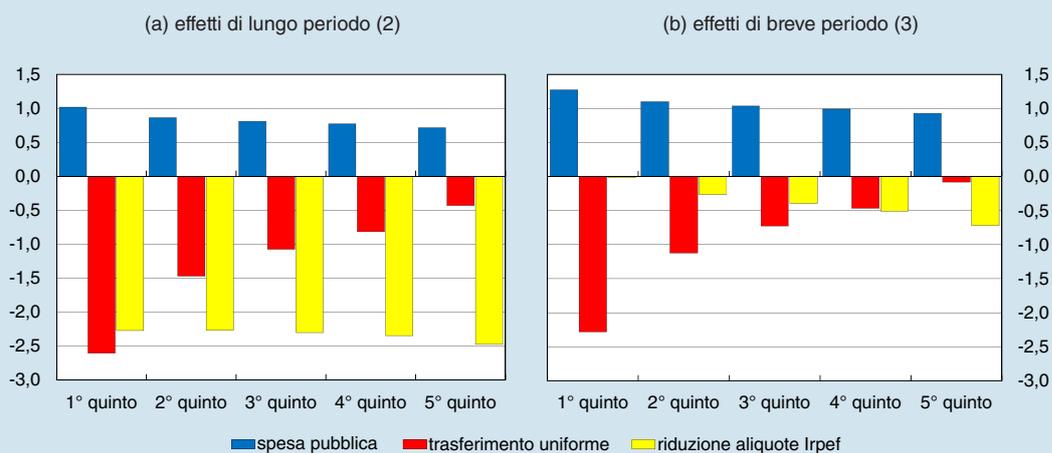
<sup>5</sup> Il valore utilizzato è coerente con le raccomandazioni dell' FMI per limitare l'aumento delle temperature al di sotto di 2°C rispetto ai livelli preindustriali (FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2019).

di tutti gli individui (figura B, pannello a). In questo scenario lo stimolo alla domanda aggregata non è sufficiente a impedire la riduzione delle retribuzioni reali. Il benessere aumenta invece negli altri due casi ipotizzati, ossia se i proventi della carbon tax vengono utilizzati per un trasferimento uniforme, e se vengono destinati a un taglio omogeneo del prelievo sui redditi da lavoro.

Le implicazioni distributive di questi due ultimi scenari sono però diverse. La prima opzione (figura B, pannello a) favorisce maggiormente gli individui nei quinti più bassi (che ricevono un trasferimento maggiore delle imposte ambientali a loro carico), mentre la seconda opzione distribuisce i guadagni in maniera pressoché uguale tra classi di reddito. Il beneficio medio ottenuto con il taglio delle aliquote Irpef sarebbe nettamente più alto rispetto a quello generato dal trasferimento, poiché viene sostituita un'imposta distorsiva sull'offerta di lavoro con una sul consumo di energia, quest'ultimo relativamente poco elastico alle variazioni di prezzo.

**Figura B**

**Impatto della carbon tax e dei diversi schemi redistributivi sul benessere degli individui per quinti di reddito (1)**  
(variazione equivalente del consumo; valori percentuali)



(1) Le tre politiche alternative considerate sono: un aumento del complesso delle spese pubbliche, eterogeneo tra settori produttivi (barre blu); l'erogazione di un trasferimento uniforme a tutti i cittadini (barre rosse); una riduzione delle aliquote medie effettive dell'imposta sui redditi da lavoro (barre gialle). Il modello calcola gli effetti sul benessere degli individui appartenenti ai diversi quintili della distribuzione del reddito in termini di variazione equivalente del consumo (*consumption equivalent variation*, CEV) necessaria a garantire esattamente lo stesso livello di benessere goduto in assenza delle modifiche normative. Un CEV positivo (negativo) indica pertanto una perdita (guadagno) di benessere. – (2) Effetti sul benessere delle generazioni esistenti nel nuovo equilibrio di stato stazionario, sotto l'ipotesi di perfetta mobilità tra settori. – (3) Effetti sul benessere della generazione attiva nel mercato del lavoro al momento dell'introduzione della carbon tax, sotto l'ipotesi che la mobilità tra settori sia preclusa.

I risultati si riferiscono all'equilibrio di lungo periodo in cui si è completata la ricollocazione dei lavoratori dai settori più esposti alle variazioni dei prezzi dell'energia a quelli meno vulnerabili. Questa mobilità è tuttavia ostacolata nel breve periodo dalla presenza di frizioni legate ad esempio a elevati costi di adeguamento delle competenze professionali. L'imposta ambientale quindi, nel breve periodo, può avere un impatto sulle retribuzioni asimmetrico tra settori, a sfavore dei lavoratori impiegati nei comparti ad alta intensità energetica e bassa sostituibilità dell'energia con altri fattori di produzione.

Per tenere conto di queste potenziali frizioni, è stato analizzato il caso estremo in cui non sia possibile cambiare settore di impiego (figura B, pannello b). In questa ipotesi la redistribuzione del gettito del nuovo tributo attraverso trasferimenti uniformi rappresenta lo schema che produce il maggiore beneficio medio tra lavoratori, in quanto la riduzione delle aliquote Irpef finanziabile con i proventi della carbon tax è inferiore rispetto al caso di perfetta mobilità dei lavoratori tra settori<sup>6</sup>.

Le frizioni all'aggiustamento del mercato del lavoro possono quindi influenzare significativamente l'azione pubblica. In presenza di forti rigidità nel processo di ricollocazione dei lavoratori tra settori, sono da privilegiare i trasferimenti uniformi; nel lungo periodo, quando verosimilmente si ha un maggiore grado di mobilità, è invece preferibile una riduzione omogenea delle aliquote medie effettive dell'Irpef, in quanto si associa a guadagni in termini di efficienza.

Questi risultati si basano su una misura di benessere che non tiene conto dei benefici ambientali derivanti dalle minori emissioni di CO<sub>2</sub> ottenibili con l'imposta. Qualora tali effetti venissero esplicitamente incorporati nell'analisi, i benefici stimati sarebbero maggiori.

---

<sup>6</sup> La minore riduzione delle aliquote Irpef consentita nel breve periodo è riconducibile al vincolo alla mobilità tra settori, che impedisce ai lavoratori di limitare l'impatto negativo dell'imposta sul proprio reddito disponibile. In questo scenario pertanto i lavoratori sono costretti ad aumentare il numero di ore lavorate rispetto al caso di perfetta mobilità. La minore domanda di lavoro da parte delle imprese e la maggiore offerta di lavoro da parte delle famiglie determinano, in equilibrio, un calo delle retribuzioni che deprime le entrate complessive dello Stato. Poiché in questo modello si ipotizza che il ricorso al debito sia precluso, la riduzione del prelievo complessivo finanziabile con i proventi della carbon tax è limitato.

## 11. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

Nel 2022 e nei primi mesi dell'anno in corso le riforme previste dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) hanno interessato numerosi aspetti del contesto istituzionale e regolamentare dell'attività di impresa.

Con l'obiettivo di migliorare il funzionamento della giustizia civile, è entrata in vigore la riforma del processo ed è stato immesso un numero significativo di risorse umane a supporto dell'attività dei giudici. Sono diminuiti l'arretrato e la durata dei procedimenti, sebbene per il momento a un ritmo ancora contenuto in considerazione degli obiettivi del PNRR.

È stato emanato il nuovo Codice dei contratti pubblici, le cui principali disposizioni riguardano la digitalizzazione e la qualificazione delle stazioni appaltanti, con possibili riflessi positivi sulla trasparenza e sulla qualità dell'azione amministrativa. Il Codice amplia inoltre il ricorso alle modalità di affidamento più discrezionali, con effetti positivi di semplificazione nella gestione delle gare a fronte di una riduzione dei benefici derivanti dalla concorrenza. Nel 2022 l'importo complessivo dei bandi di lavori pubblici è stato circa 110 miliardi, un valore oltre tre volte superiore a quello medio del decennio precedente.

Il PNRR richiede l'adozione di misure di contrasto all'economia sommersa che, oltre a rappresentare una quota significativa del prodotto, ha effetti distortivi sul funzionamento dei mercati. È stato adottato il *Piano nazionale per la lotta al lavoro sommerso 2023-2025*.

In materia di concorrenza sono entrate in vigore le riforme dei servizi pubblici locali e delle concessioni portuali, mentre sono stati rinviati il riordino delle concessioni di beni pubblici e lo svolgimento delle gare per quelle del demanio marittimo. È stato presentato un nuovo disegno di legge che contiene principalmente misure in materia di energia e che dovrà essere approvato entro l'anno, insieme ai relativi provvedimenti attuativi. Residuano aree di intervento con riferimento alla regolazione di alcuni settori e alla semplificazione dell'attività di impresa; misure attuate in passato in questa direzione hanno avuto effetti significativi sulla crescita.

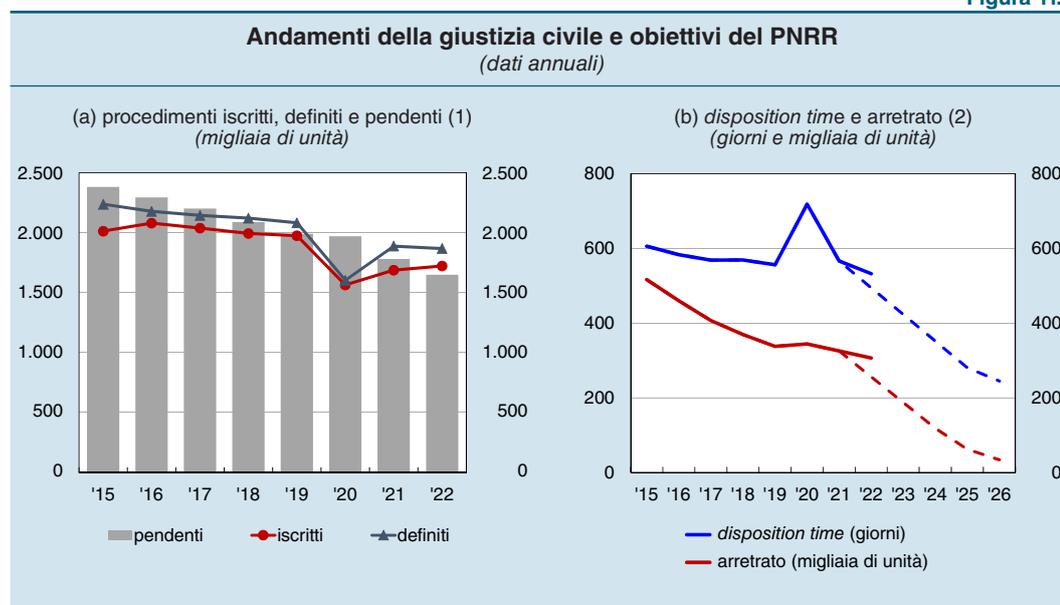
È definitivamente entrato in vigore il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, modificato per dare attuazione alla direttiva europea in materia. La ripresa economica che ha caratterizzato il 2022 e la liquidità detenuta dalle imprese hanno limitato le uscite dal mercato: le liquidazioni giudiziali sono diminuite rispetto al 2021, raggiungendo livelli bassi nel confronto storico.

## I fattori di contesto

*Giustizia civile.* – Il PNRR stabilisce obiettivi ambiziosi per i prossimi anni, richiedendo una significativa riduzione della durata media dei processi e dell’arretrato. Nel 2022 i procedimenti iscritti sono aumentati, mentre il numero di quelli definiti si è ridotto rispetto all’anno prima: il saldo è tuttavia rimasto positivo, determinando un ulteriore calo delle cause pendenti nei tribunali (fig. 11.1.a). Queste ultime si sono quasi dimezzate (1,6 milioni) dall’inizio dello scorso decennio; quelle in corso da oltre tre anni sono diminuite, portandosi a 306.000. Anche il tempo necessario per chiudere le controversie (*disposition time*) ha continuato a ridursi, scendendo nel 2022 a 532 giorni.

I miglioramenti realizzati sono per il momento inferiori a quelli che sarebbero necessari per raggiungere gli obiettivi del PNRR secondo uno scenario di progressione lineare (che tuttavia non incorpora il completo dispiegamento degli effetti delle recenti misure di natura organizzativa e normativa; fig. 11.1.b).

Figura 11.1



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) I dati si riferiscono al totale dei processi civili presso i tribunali, con l'esclusione dei procedimenti davanti al giudice tutelare, dell'accertamento tecnico preventivo e del ricevimento e della verbalizzazione di dichiarazioni giurate. – (2) Il *disposition time* misura il tempo medio di definizione delle cause confrontando lo stock di pendenze alla fine dell'anno con il flusso dei definiti nell'anno. È calcolato per tutti i procedimenti civili con l'esclusione delle separazioni e dei divorzi consensuali, della volontaria giurisdizione, dei procedimenti speciali e sommari e delle procedure esecutive e concorsuali (ad eccezione delle istanze di fallimento). Lo scenario simulato sul *disposition time* è ottenuto assumendo che la riduzione sia costante fino al raggiungimento dell'obiettivo del PNRR (rispetto al 2019, -56 per cento entro giugno 2026). L'arretrato è calcolato su tutti i procedimenti civili pendenti da più di tre anni con l'esclusione dei procedimenti davanti al giudice tutelare, dell'accertamento tecnico preventivo, del ricevimento e della verbalizzazione di dichiarazioni giurate, delle esecuzioni mobiliari e immobiliari e dei fallimenti. Lo scenario simulato sull'arretrato è ottenuto assumendo una riduzione costante e coerente con gli obiettivi del PNRR (rispetto al 2019, -65 per cento alla fine del 2024 e -90 per cento entro giugno 2026). Le linee continue rappresentano i dati osservati fino al 2022; le linee tratteggiate corrispondono allo scenario compatibile con gli obiettivi del PNRR.

Con il rafforzamento dell'Ufficio per il processo, struttura a sostegno dell'attività dei giudici, nel 2022 sono state assunte nei tribunali circa 5.500 persone. Le risorse sono state assegnate soprattutto agli uffici giudiziari che avevano un *disposition time* e un'incidenza dell'arretrato superiori alla media. In alcuni casi tuttavia i ritardi di questi tribunali non derivano da una carenza di personale rispetto ai carichi di

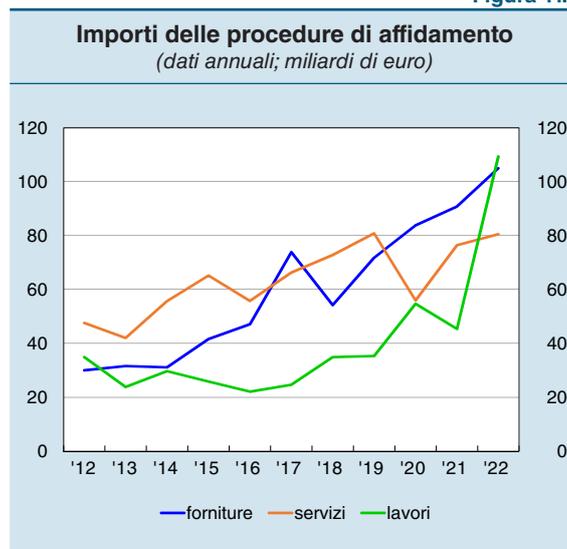
lavoro, ma da una minore efficienza<sup>1</sup>. Analisi preliminari mostrano che l'immissione di nuove risorse nell'Ufficio per il processo ha avuto un effetto positivo, sebbene per il momento ancora contenuto, sulla capacità di definire i processi. A febbraio del 2023 è inoltre entrata in vigore la riforma del processo civile (D.lgs. 149/2022), in attuazione della legge delega approvata nel 2021. La semplificazione del rito e delle modalità di decisione dei casi potranno contribuire alla riduzione dei tempi per la soluzione delle controversie.

*Il sistema degli appalti pubblici.* – L'importo totale dei nuovi appalti messi a gara è aumentato del 38 per cento rispetto al 2021, soprattutto per effetto di quelli per lavori, incrementati del 140 per cento, a 110 miliardi (fig. 11.2). Alla crescita della spesa hanno contribuito gli investimenti aggiuntivi previsti dal PNRR e il rialzo dei costi di costruzione (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del PNRR* del capitolo 4): i nuovi bandi legati a progetti finanziati o cofinanziati da fondi previsti dal PNRR e dal *Piano nazionale per gli investimenti complementari* hanno riguardato lavori per un importo superiore ai 26 miliardi.

Alla fine del 2022 lo svolgimento delle gare da parte delle Amministrazioni locali per i progetti del PNRR procedeva in maniera eterogenea sul territorio, più lentamente nel Mezzogiorno. I bandi si sono concentrati nell'ultima parte dell'anno, presumibilmente per l'attesa dell'assegnazione dei fondi a copertura dell'aumento dei costi di costruzione (DL 50/2022).

Ad aprile del 2023 è entrato in vigore il Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 36/2023), che riprende alcune misure per accelerare le procedure introdotte a partire dal 2019 (DD.LL. 32/2019, 76/2020 e 77/2021) come l'innalzamento delle soglie per ricorrere all'affidamento diretto (fig. 11.3.a). Anche per effetto di questi interventi normativi, la quota di lavori assegnati mediante procedure non competitive è passata dall'8 al 44 per cento tra il 2018 e il 2022 (fig. 11.3.b), pur continuando a rappresentare una porzione ridotta degli importi complessivi (in media il 6 per cento nello stesso periodo). Nostre analisi indicano che l'ampliamento delle procedure discrezionali ha determinato una riduzione dei tempi di affidamento intorno al 30 per cento, a fronte di un calo del numero delle offerte ammesse alla gara e di una conseguente diminuzione dei ribassi, rispetto agli importi a base di gara, stimata tra 2 e 4 punti percentuali.

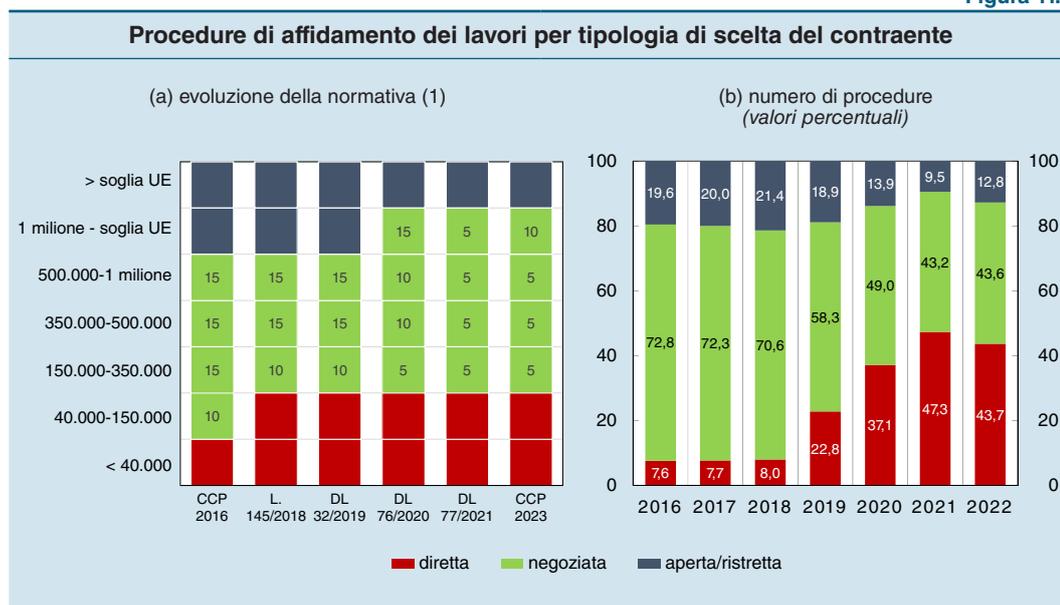
Figura 11.2



Fonte: elaborazioni su dati Autorità nazionale anticorruzione (ANAC).

<sup>1</sup> M. Cugno, S. Giacomelli, L. Malgieri, S. Mocetti e G. Palumbo, *La giustizia civile in Italia: durata dei processi, produttività degli uffici e stabilità delle decisioni*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 715, 2022.

Figura 11.3



Fonte: elaborazioni su fonti normative e dati ANAC.

(1) Modalità di affidamento applicabili secondo le previsioni dei diversi provvedimenti normativi (asse delle ascisse) per diverse classi di importo in euro (asse delle ordinate). I valori all'interno delle colonne indicano il numero minimo di imprese che devono essere invitate nelle procedure negoziate. Dal 2019 è ammesso lo svolgimento di procedure negoziate senza bando. Fino al DL 76/2020 era sempre possibile ricorrere alle altre procedure (più competitive) previste dal Codice dei contratti pubblici (CCP), mentre a partire da questo provvedimento le modalità indicate devono essere utilizzate in via esclusiva. La soglia UE è aumentata da 5.225.000 di euro nel 2016 agli attuali 5.382.000. Il CCP del 2023 fissa a 500.000 euro la soglia a partire dalla quale le procedure sono riservate alle stazioni appaltanti qualificate.

La durata della fase di aggiudicazione può essere ridotta anche attraverso interventi di natura procedurale<sup>2</sup>. Il Codice conferma la possibilità di anteporre la valutazione delle offerte alla verifica della documentazione amministrativa, effettuata per il solo aggiudicatario. La procedura di aggiudicazione incide tuttavia solo in minima parte sulla durata complessiva dei tempi di realizzazione delle opere pubbliche<sup>3</sup>, che includono anche la fase di progettazione e di esecuzione; il contenimento di queste fasi è necessario per attuare i progetti del PNRR nei tempi previsti.

Il Codice pone particolare enfasi sulla digitalizzazione di tutte le fasi dei contratti pubblici, fondamentale per semplificare gli adempimenti a carico delle Amministrazioni e migliorare la trasparenza, e sulla qualificazione delle stazioni appaltanti, necessaria per garantire la qualità del sistema degli appalti pubblici. L'esperienza e le capacità dei soggetti incaricati delle procedure di aggiudicazione rimangono cruciali per l'efficienza delle stesse (cfr. il riquadro: *Il ruolo del Responsabile unico del procedimento nei lavori pubblici*).

#### IL RUOLO DEL RESPONSABILE UNICO DEL PROCEDIMENTO NEI LAVORI PUBBLICI

Nei lavori pubblici il Responsabile unico del procedimento (RUP) viene incaricato dalle stazioni appaltanti di gestire le fasi di programmazione,

<sup>2</sup> A. Baltrunaite, T. Orlando, I. Pizzolla, V. Ragozini e G. Rovigatti, *Il ricorso all'inversione procedimentale nell'affidamento dei contratti pubblici*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 750, 2023.

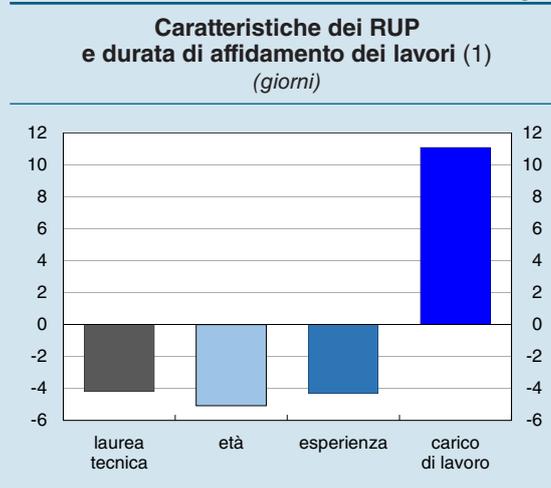
<sup>3</sup> C. Carlucci, C. Giorgiantonio e T. Orlando, *Tempi di realizzazione delle opere pubbliche e loro determinanti*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 538, 2019.

progettazione, affidamento ed esecuzione degli appalti<sup>1</sup>. Per le fasi che precedono l'esecuzione dei lavori, il RUP è direttamente coinvolto nell'organizzazione, nel coordinamento e nella verifica della correttezza di tutte le procedure preliminari (come l'analisi di fattibilità tecnica ed economica) e di quelle di affidamento, proponendo all'Amministrazione la nomina della commissione aggiudicatrice, il criterio di aggiudicazione e la tipologia di contratto da stipulare. Durante la fase di esecuzione è invece chiamato a supervisionare gli aspetti relativi all'avanzamento e alla chiusura dei lavori<sup>2</sup>.

La professionalizzazione di questa figura rientra tra gli obiettivi del PNRR per accelerare i tempi delle procedure, insieme alla definizione dell'iter con cui le stazioni appaltanti attestano il possesso dei requisiti necessari a gestire appalti di importi elevati e, più in generale, alla riforma del Codice dei contratti pubblici approvata con il D.lgs. 36/2023.

L'analisi delle procedure di affidamento dei lavori nel quinquennio precedente la pandemia mostra che queste hanno durate molto diverse, anche a parità di contesto normativo e di caratteristiche specifiche dei lavori, e che una quota significativa della variabilità è attribuibile ai RUP<sup>3</sup>. Tra le caratteristiche osservabili, l'età, l'esperienza maturata nella gestione degli appalti e, in misura più contenuta, il possesso di un titolo di studio superiore in materie tecniche (ingegneria e architettura) sono positivamente associati a una riduzione nei tempi di affidamento (figura). Le durate tendono invece a essere più lunghe in caso di gestione contemporanea di numerosi appalti, circostanza che si verifica più spesso per i RUP particolarmente qualificati.

Figura



Fonte: elaborazioni su dati ANAC.

(1) Impatti stimati di alcune caratteristiche dei RUP sulla durata della fase di affidamento per le gare di appalto per lavori tra il 2014 e il 2019. La variabile "laurea tecnica" si riferisce al possesso di una laurea in materie specialistiche; le variabili "età", "esperienza" e "carico di lavoro" si riferiscono al possesso delle relative caratteristiche con valori più elevati della media degli altri RUP (pari a 52 anni, 9 contratti e 2 bandi di gara, rispettivamente). Le stime tengono conto della variabilità temporale e di quella legata al ruolo della stazione appaltante; considerano inoltre le principali caratteristiche dell'appalto (importo del bando di gara, criterio di aggiudicazione, tipologia di lavori, area geografica, fonte di finanziamento). La media della durata di affidamento nel periodo considerato è 137 giorni, con un valore mediano di 105 giorni.

<sup>1</sup> La figura e i compiti del RUP sono definiti dall'art. 31 del D.lgs. 50/2016 e dalle linee guida ANAC 3/2017. Nel nuovo Codice dei contratti pubblici questa figura è ridenominata Responsabile unico di progetto, riconoscendo già dalla denominazione la pluralità di compiti affidati, che corrispondono nei fatti a più procedimenti afferenti allo stesso progetto.

<sup>2</sup> Il RUP ha anche altri compiti, tra cui: nominare e istruire il direttore dei lavori, verificare la data di effettivo inizio dei lavori, autorizzare modifiche e varianti per i contratti in corso di validità, rilasciare i certificati di ultimazione dei lavori e di pagamento.

<sup>3</sup> A. Baltrunaite, E. Maltese, T. Orlando e G. Rovigatti, *Managerial selection and procurement outcomes: the case of Italian public works contracts*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Indicazioni simili provengono dalla valutazione di una misura prevista nel precedente Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 50/2016), che prevedeva il possesso di requisiti minimi in termini di titoli di studio e di esperienza professionale per assumere il ruolo di RUP, a seconda della complessità dei lavori da gestire<sup>4</sup>. Grazie al coinvolgimento di responsabili con un più elevato livello di qualificazione, i tempi di aggiudicazione dei contratti si sono ridotti in media dell'8 per cento (una o due settimane a seconda dell'importo della gara), nonostante l'esclusione di alcune categorie dalla possibilità di svolgere il ruolo di RUP abbia incrementato il carico di lavoro dei soggetti in possesso dei requisiti.

Questi risultati indicano che la professionalizzazione della figura del RUP, in linea con gli indirizzi del PNRR e con quanto previsto dal nuovo Codice, e l'assunzione di personale qualificato, cui consegue una distribuzione dei carichi di lavoro più appropriata, costituiscono due fattori rilevanti per accelerare le procedure, i cui effetti positivi si potranno dispiegare anche oltre l'orizzonte del PNRR.

<sup>4</sup> La definizione dei requisiti e delle relative classi di importo è stata affidata all'ANAC. Per gli appalti di modesta entità (fino a 150.000 euro) è richiesto il possesso di un diploma rilasciato da un istituto tecnico al termine di un corso di studi quinquennale e un'esperienza nel campo dei lavori pubblici di almeno 3 anni, mentre per quelli fino a un milione di euro l'esperienza richiesta varia da 10 anni per i possessori di diploma, ai 3 (2) anni per coloro che posseggono un titolo di laurea triennale (quinquennale) e risultano iscritti a un albo professionale. Per importi medi e grandi (oltre un milione di euro) i requisiti di esperienza vengono portati rispettivamente a 15, 5 e 3 anni per diplomati, laureati triennali o quinquennali. Infine solo i laureati quinquennali con almeno 5 anni di esperienza possono essere chiamati a gestire progetti per importi oltre la soglia di rilevanza comunitaria, pari a 5.382.000 euro.

*L'economia sommersa.* – Secondo le stime dell'Istat il valore aggiunto dell'economia sommersa nel 2020 (ultimo anno disponibile) rappresentava il 9,5 per cento del PIL (oltre 150 miliardi), proseguendo una flessione in atto da diversi anni (11,5 per cento nel 2015).

Circa il 40 per cento era attribuibile al lavoro irregolare, un fenomeno la cui incidenza è più elevata nel lavoro domestico presso le famiglie, nell'agricoltura e nelle costruzioni. A dicembre dello scorso anno è stato adottato il *Piano nazionale per la lotta al lavoro sommerso 2023-2025* che, in linea con le indicazioni del PNRR, prevede azioni per migliorare la misurazione del fenomeno, rafforzare l'attività ispettiva e scoraggiare i datori di lavoro dal ricorrere al lavoro irregolare.

Oltre la metà dell'economia sommersa era invece riconducibile alla sottodichiarazione di fatturato. Secondo le analisi contenute nella *Relazione sull'economia non osservata e sull'evasione fiscale e contributiva. Anno 2022* del Ministero dell'Economia e delle finanze, i regimi di tassazione agevolata, la cui platea di beneficiari è stata progressivamente ampliata, possono avere fornito un ulteriore incentivo alla sottodichiarazione dei redditi. L'evasione fiscale, oltre agli effetti diretti sulle entrate, può distorcere il funzionamento del mercato e la concorrenza tra le imprese (cfr. il riquadro: *Gli effetti distorsivi sul sistema produttivo dei regimi di tassazione agevolata*).

## GLI EFFETTI DISTORSIVI SUL SISTEMA PRODUTTIVO DEI REGIMI DI TASSAZIONE AGEVOLATA

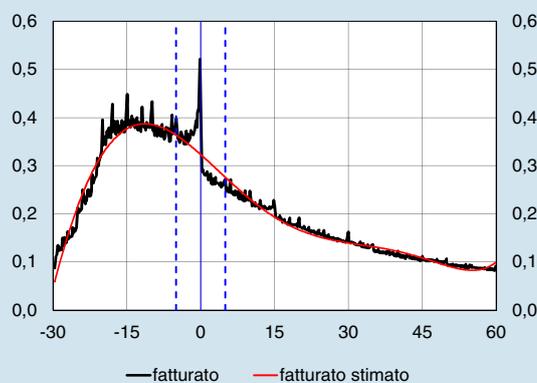
I regimi di tassazione agevolata permettono alle imprese che soddisfano determinati requisiti dimensionali di beneficiare di aliquote più basse rispetto alla tassazione ordinaria e di fruire di semplificazioni fiscali e contabili. Riducendo gli oneri a carico delle imprese più piccole o più giovani, questi regimi possono favorire la nascita di nuove imprese e la loro sopravvivenza, soprattutto nei primi anni di attività, ma anche disincentivarne lo sviluppo dimensionale e aumentare la propensione all'evasione fiscale per soddisfare i criteri di accesso alle agevolazioni. Ne possono derivare effetti negativi sulle imprese che non evadono, con una diminuzione dell'efficienza del sistema produttivo e del potenziale di crescita dell'economia nel suo complesso<sup>1</sup>.

Utilizzando dati di fonte Istat (*Risultati economici delle imprese*) sono stati analizzati gli effetti degli schemi di tassazione agevolata applicati tra il 2005 e il 2019 alle imprese individuali, sfruttando la variazione nel tempo dei criteri previsti per usufruirne<sup>2</sup>. In particolare la soglia di fatturato annuale individuata per accedere al regime agevolato, inizialmente pari a 30.000 euro per tutte le imprese individuali, dal 2015 è stata modificata in base al settore di attività; nel 2019 è stata resa nuovamente omogenea ed è stata elevata a 65.000 euro. Lo schema iniziale prevedeva inoltre un trattamento agevolato per le sole imprese più giovani (attive da meno di tre anni); le modifiche successive hanno esteso il beneficio fiscale a quelle attive da meno di cinque anni e, seppure in misura minore, alle altre imprese.

Confrontando la distribuzione del fatturato delle imprese con la stima della distribuzione che si sarebbe avuta in assenza dell'agevolazione, si osserva che il numero di imprese individuali che hanno dichiarato un fatturato appena al di sotto della soglia di accesso è superiore di circa il 40 per cento a quello che si sarebbe osservato senza il regime agevolato (figura). La concentrazione delle imprese in prossimità della soglia risulta maggiore per quelle più giovani, che hanno goduto di agevolazioni più rilevanti, e per i settori di attività economica con minore incidenza dei costi operativi sul fatturato, caratterizzati quindi

Figura

**Distribuzione del fatturato delle imprese individuali (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Frame SBS.

(1) La linea nera riporta la percentuale delle imprese (asse delle ordinate) rispetto al fatturato (espresso in migliaia di euro; asse delle ascisse), calcolato come deviazione dalla soglia che determina l'accesso al regime di tassazione agevolata. La linea rossa corrisponde alla stima controfattuale ottenuta escludendo i valori intorno alla soglia (quelli compresi nell'intervallo  $\pm 5.000$  euro, delimitato dalle linee verticali blu). È considerato l'universo delle imprese individuali nel periodo 2005-2019.

<sup>1</sup> L'evasione fiscale conferisce un vantaggio in termini di costo alle imprese che evadono e, di conseguenza, un vantaggio competitivo rispetto alle concorrenti; cfr. E. Bobbio, *Tax evasion, firm dynamics and growth*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 357, 2016.

<sup>2</sup> Di Marzio, S. Mocetti e E. Rubolino, *Market externalities of tax evasion: evidence from preferential tax regimes in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

da un più elevato reddito imponibile. Le imprese appena sotto la soglia hanno inoltre avuto tassi di crescita del fatturato in media significativamente inferiori alle altre, e tali da preservarne la permanenza nel regime agevolato.

La concentrazione delle imprese appena sotto la soglia è maggiore nei comuni e nei settori di attività economica che secondo le stime disponibili sono caratterizzati da un minore rispetto degli obblighi fiscali, in linea con l'ipotesi che la sottodichiarazione dei ricavi possa spiegare una quota rilevante del fenomeno.

Si stima inoltre che un aumento della quota di imprese che si colloca in prossimità della soglia di accesso al beneficio fiscale si associ sia a una significativa riduzione del fatturato e del valore aggiunto delle imprese concorrenti che operano nello stesso comune e nello stesso settore di attività economica, sia a un incremento del loro tasso di uscita dal mercato<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Il confronto è svolto con imprese concorrenti diverse da quelle individuali.

### *Concorrenza e regolamentazione dei mercati*

Il PNRR prevede che entro il 2026 siano adottate quattro leggi annuali finalizzate a rimuovere le restrizioni alla concorrenza che ancora caratterizzano alcuni settori. La prima di queste, la cui approvazione rappresentava un traguardo da raggiungere lo scorso anno, è entrata in vigore ad agosto del 2022 e contiene deleghe al Governo in materia di servizi pubblici locali e concessioni (L. 118/2022).

La riforma dei servizi pubblici locali ha disciplinato le competenze dei diversi soggetti pubblici coinvolti, le forme di gestione dei servizi di rilevanza economica e le modalità per assicurare la trasparenza e il controllo (D.lgs. 201/2022). Il decreto ha sistematizzato una materia che negli ultimi quindici anni è stata oggetto di numerosi interventi, anche di segno contraddittorio, e ha allineato il nostro ordinamento alla disciplina europea, equiparando l'affidamento con gara alla gestione diretta del servizio da parte dell'ente erogante e prevedendo l'obbligo di motivare la decisione di non ricorrere a procedure concorrenziali per la scelta del gestore.

La L. 14/2023 ha rinviato alla fine di luglio di quest'anno il termine per l'adozione del decreto contenente le modalità della mappatura di tutte le concessioni di beni pubblici. È stato inoltre rimandato di un ulteriore anno l'obbligo di svolgimento delle gare per le concessioni del demanio marittimo, un settore caratterizzato da forti restrizioni alla concorrenza più volte censurate sia dal Consiglio di Stato sia dalla Corte di giustizia dell'Unione europea. In base alle informazioni parziali contenute nel Sistema informativo del demanio, l'importo dei canoni appare contenuto, in media 6.335 euro l'anno a maggio del 2021; questo valore è eterogeneo tra le diverse aree (in media più elevato al Centro Nord) e all'interno delle stesse. Nel 2019 l'incidenza del canone sul valore aggiunto era pari al 9 per cento per le circa 5.000 imprese che negli archivi Istat indicavano come attività principale la gestione di stabilimenti balneari. Il decreto in materia di concessioni portuali, adottato in applicazione della L. 118/2022, ha invece introdotto l'obbligo di svolgere procedure a evidenza pubblica per il rilascio di concessioni di aree e banchine.

Il disegno di legge annuale per il mercato e la concorrenza presentato ad aprile 2023 contiene, come previsto dal PNRR, misure per il potenziamento della rete elettrica nazionale e per la promozione dell'utilizzo dei contatori intelligenti. Reintroduce inoltre l'obbligo di assegnare con gara i posteggi per il commercio ambulante, prevedendo una fase transitoria a tutela delle concessioni in essere.

La L. 49/2023 precisa le norme relative all'equo compenso dei professionisti introdotte nel 2017 e le estende anche alle professioni non regolamentate. I parametri ai quali i corrispettivi versati da alcuni committenti (banche, assicurazioni, grandi imprese, Pubbliche amministrazioni) dovranno conformarsi saranno definiti da decreti ministeriali. La fissazione di tariffe di riferimento può ostacolare le dinamiche concorrenziali nella determinazione dei prezzi.

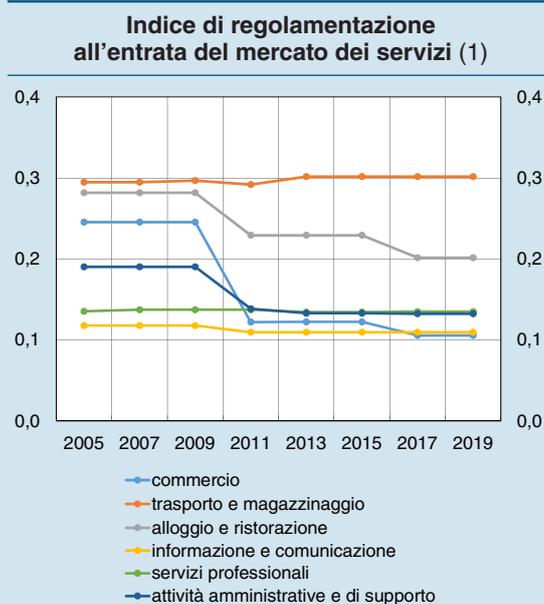
Le misure che stimolano la concorrenza possono avere un effetto positivo sulla crescita. Nei servizi alcuni interventi del decennio scorso hanno reso progressivamente meno stringenti le norme che regolano l'accesso al mercato, favorendo l'aumento della produttività aggregata (cfr. il riquadro: *Regolamentazione e produttività nei servizi*).

## REGOLAMENTAZIONE E PRODUTTIVITÀ NEI SERVIZI

Dalla seconda metà degli anni novanta del secolo scorso la crescita della produttività del lavoro in Italia è risultata ampiamente inferiore a quella delle principali economie dell'area dell'euro<sup>1</sup>. Questa dinamica è stata principalmente guidata dalla sostanziale stagnazione nei servizi non finanziari, che incidono per oltre i due terzi sul valore aggiunto complessivo nazionale; l'andamento nella manifattura è stato molto vivace, seppure più contenuto rispetto a quello degli altri paesi avanzati.

Le norme relative all'accesso ai mercati possono avere un impatto sulla produttività influenzando sulla selezione delle aziende, sulla demografia di impresa e, in ultima analisi, sul livello di concorrenzialità. Queste disposizioni sono

Figura A



Fonte: A. Cintolesi, S. Mocetti e G. Roma, di prossima pubblicazione, op. cit. (1) L'indice sintetizza a livello della classificazione Ateco a 5 cifre sia l'entità dei requisiti professionali, sia la complessità degli adempimenti amministrativi richiesti per svolgere ciascuna attività; ha un campo di variazione tra 0 e 1, dove 0 (1) rappresenta il punto minimo (massimo) di regolamentazione osservato per ciascuna attività economica. Il valore riportato nel grafico indica la media semplice tra le diverse attività economiche appartenenti a ciascun settore indicato in legenda.

<sup>1</sup> 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.

particolarmente rilevanti nei servizi, caratterizzati da elevati livelli di regolamentazione per l'esercizio delle attività e da minori pressioni competitive dall'estero.

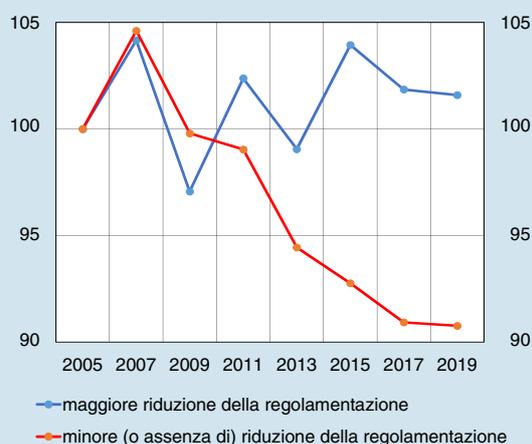
I requisiti necessari per l'accesso ad alcune professioni – come i titoli di studio o la durata del periodo di formazione richiesto per l'abilitazione – elevano il capitale umano di chi inizia quelle attività, ma al tempo stesso possono scoraggiare l'ingresso degli individui che, pur avendo elevate capacità professionali, non possono o non vogliono intraprendere carriere per le quali sono previsti tempi di accesso particolarmente lunghi. La normativa che regola l'avvio dell'attività di impresa (ad es. in materia di igiene e sicurezza, di inquinamento acustico, di impatto ambientale e di prevenzione degli incendi) mira a ridurre le esternalità negative associate all'esercizio dell'attività, ma prevede adempimenti amministrativi che incidono, in termini di numero di procedure e di tempi necessari per espletarle, sui costi di ingresso nel mercato. A fronte di questi effetti ambivalenti, solo l'analisi empirica può fornire indicazioni sull'impatto economico complessivo della regolamentazione.

Un indice di regolamentazione all'entrata mostra che in Italia nella maggior parte dei comparti, esaminati a un livello molto dettagliato, i vincoli sono divenuti meno stringenti rispetto alla metà degli anni duemila (figura A)<sup>2</sup> sotto la spinta di una serie di interventi normativi finalizzati a ridurre i costi di ingresso (ad es. il recepimento della direttiva CE/2006/123 sui servizi, nel 2010, e la semplificazione dei procedimenti amministrativi, nel 2016). Il calo dell'indice è stato particolarmente marcato per le attività commerciali, i servizi di alloggio e ristorazione e gli altri servizi di supporto alle imprese. Permangono tuttavia significative differenze sia tra i settori che compongono l'aggregato dei servizi, sia tra le diverse attività all'interno di ciascun settore.

La dinamica della produttività è stata meno deludente nei settori dove è stata maggiore la riduzione dell'indice di regolamentazione all'entrata (figura B). All'attenuazione dei vincoli all'avvio dell'attività di impresa tra il 2005 e il 2019 è attribuibile un effetto positivo cumulato sulla dinamica della produttività del complesso dei servizi non finanziari compreso tra 3 e 5 punti percentuali.

Figura B

**Effetto della regolamentazione sulla produttività (1)**  
(numeri indice: 2005=100)



Fonte: elaborazione su dati Istat, *Risultati economici delle imprese*.  
(1) Evoluzione della produttività del lavoro (misurata dal rapporto tra valore aggiunto e addetti) nei settori di attività economica caratterizzati rispettivamente da una variazione dell'indicatore di regolamentazione superiore (linea blu) e inferiore (linea rossa) alla mediana.

<sup>2</sup> A. Cintolesi, S. Mocetti e G. Roma, *Productivity and regulation: evidence from the universe of Italian firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

L'effetto ha riguardato la produttività media non solo delle nuove imprese entrate nel mercato, ma anche di quelle già presenti. Per queste ultime, presumibilmente in seguito alla maggiore pressione competitiva, si registra anche un miglioramento dell'efficienza allocativa, guidato dalla crescita dimensionale delle imprese più efficienti. La riduzione della regolamentazione all'entrata ha determinato anche un calo dei prezzi dei servizi offerti nell'ordine del 5 per cento nel complesso del periodo considerato.

Il DL 176/2022 ha rinviato al 2024 la completa liberalizzazione della disciplina dei prezzi nel mercato al dettaglio del gas. A febbraio del 2023 è entrato in funzione a livello europeo il tetto al prezzo del gas (*price cap*). Nostre simulazioni indicano che il meccanismo riduce il costo dell'energia quando le quotazioni di questo combustibile raggiungono livelli particolarmente alti<sup>4</sup>. La Commissione europea ha presentato una proposta di riforma del mercato elettrico per incentivare l'impiego di energie rinnovabili e ridurre il consumo di gas. La proposta contiene misure che favoriscono il ricorso a contratti a lungo termine, ampliano gli strumenti contro i rincari a favore di famiglie e imprese e contrastano la volatilità dei prezzi.

Il Quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato approvato a marzo dalla Commissione europea<sup>5</sup> consente la concessione di sovvenzioni fino a 2 milioni di euro, garanzie pubbliche e prestiti a tassi agevolati a tutte le imprese, nonché di sostegni di importi più elevati per le aziende maggiormente esposte agli aumenti del costo dell'energia. Gli aiuti alle imprese stanziati nell'ultimo decennio in Italia sono ampiamente inferiori a quelli nelle altre principali economie dell'area, anche in ragione dei più stringenti vincoli di bilancio pubblico che caratterizzano il nostro paese. L'Italia si contraddistingue inoltre per una maggiore frammentazione degli interventi, con un più alto numero di obiettivi perseguiti e di misure di agevolazione, spesso per importi estremamente esigui. Il Quadro temporaneo consente inoltre interventi per accelerare la diffusione delle energie rinnovabili e dello stoccaggio di energia. A questo obiettivo concorrono anche le misure di semplificazione approvate recentemente in numerosi provvedimenti (DD.LL. 17/2022, 34/2022, 50/2022 e 13/2023; cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

### **La gestione delle crisi di impresa**

Nel 2022 sono state aperte circa 7.000 procedure liquidatorie<sup>6</sup>, un valore in diminuzione rispetto al 2021 e ampiamente inferiore a quello precedente la pandemia (poco più di 11.000 nel 2019). Anche il numero di istanze per l'apertura delle

<sup>4</sup> Se il *price cap* fosse stato in funzione nel 2022, sarebbe stato attivato solo durante il picco del costo del gas registrato ad agosto e avrebbe generato una riduzione dei prezzi del 7,5 per cento e un aumento della domanda dello 0,6. Complessivamente, la misura avrebbe ridotto la spesa per gli acquirenti di circa il 7 per cento; cfr. M. Alpino, E. Ciapanna, L. Citino e G. Rovigatti, *A model of the Italian electricity market for policy evaluation*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> Commissione europea, *Quadro temporaneo di crisi e transizione per misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina*, C(2023) 1711 final, 2023.

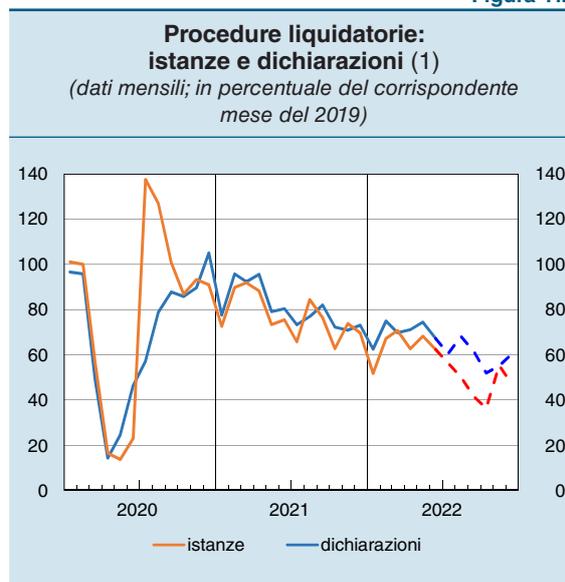
<sup>6</sup> Il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, entrato in vigore il 15 luglio 2022, ha ridenominato il "fallimento" in "liquidazione giudiziale".

procedure è diminuito (fig. 11.4). La riduzione dei fallimenti è in parte attribuibile agli interventi di sostegno alle imprese e alla marcata ripresa economica.

Il funzionamento delle procedure per la gestione della crisi di impresa presenta diversi problemi. I fallimenti hanno una durata media di sette anni e un mese, di cui la fase di liquidazione dell'attivo occupa la parte preponderante<sup>7</sup>. I tassi di recupero sono inferiori alla media europea<sup>8</sup> e in circa il 40 per cento dei casi i creditori non ottengono alcun provento alla chiusura della procedura. Questi risultati riflettono anche il significativo ritardo con cui avviene la dichiarazione di fallimento rispetto sia alla cessazione effettiva dell'attività di impresa, sia alla classificazione come sofferenza delle esposizioni bancarie (fig. 11.5), limitando le possibilità di mantenere il valore di avviamento e di riallocare gli attivi. Solo per un quinto delle domande di concordato preventivo si giunge all'approvazione definitiva da parte dei creditori e del tribunale; di queste, soltanto un terzo prevede la continuazione dell'attività di impresa.

A luglio del 2022 è entrato in vigore il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (D.lgs. 14/2019) che prevede un sistema di allerta rafforzato, basato sia sui doveri degli organi di gestione e di controllo, sia su segnalazioni da parte di creditori pubblici qualificati (INPS, Inail, Agenzia delle Entrate). Il Codice include le nuove disposizioni sulla composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa (introdotte dal DL 118/2021), semplifica le modalità con cui gli imprenditori insolventi possono ottenere la liberazione dai debiti non soddisfatti nel corso della liquidazione giudiziale e aumenta i margini di discrezionalità dei debitori nella formulazione dei piani per continuare l'attività di impresa, pur rafforzando contestualmente le tutele dei creditori. Il Codice potrà migliorare il processo di gestione delle crisi di impresa, anche se la complessità applicativa di alcune disposizioni potrebbe generare un elevato contenzioso. La nuova disciplina incide tuttavia in misura marginale su fattori importanti quali l'efficienza dei tribunali e la limitata specializzazione dei professionisti incaricati<sup>9</sup>.

Figura 11.4



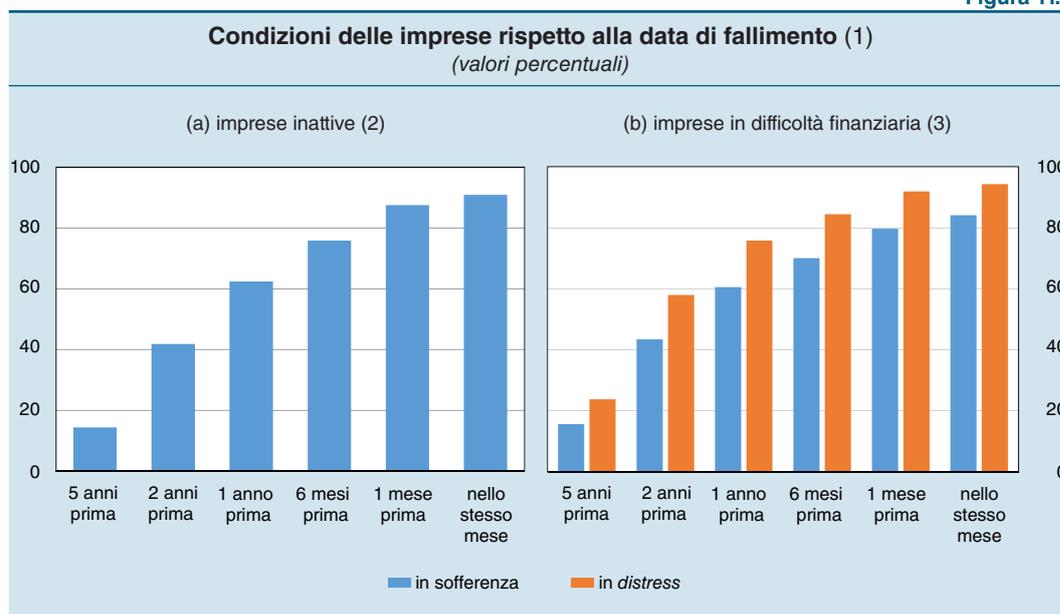
Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.  
(1) Numero di istanze di apertura di procedure liquidatorie e numero di dichiarazioni di apertura per ciascun mese, in percentuale delle istanze pervenute e delle dichiarazioni nel corrispondente mese del 2019. Le linee tratteggiate indicano i dati a partire dal 15 luglio 2022, che devono considerarsi preliminari a causa del necessario tempo di adattamento dei sistemi informatici al nuovo impianto previsto dal Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza.

<sup>7</sup> M. Calanca, L. Cipollini, F. Fornasari, S. Giacomelli, G. Palumbo e G. Rodano, *Le caratteristiche e la durata dei fallimenti e dei concordati preventivi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>8</sup> EBA, *Report on the benchmarking of national loan enforcement frameworks*, EBA/Rep/2020/29, novembre 2020.

<sup>9</sup> F. Fornasari e G. Roma, *Le procedure di liquidazione giudiziale nelle principali economie europee*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura 11.5



Fonte: elaborazione su dati Infocamere, INPS e Centrale dei rischi.

(1) I dati si riferiscono alle imprese che sono state dichiarate fallite nel periodo 2015-19. – (2) Quota di imprese inattive prima della dichiarazione di fallimento; un'impresa è classificata come inattiva se non dichiara dipendenti all'INPS. – (3) Quota di imprese con difficoltà ad adempiere alle proprie obbligazioni nei confronti del sistema bancario prima della dichiarazione di fallimento. Questo stato è individuato con la presenza di sofferenze o di una situazione di *distress*. Un'impresa è in sofferenza se presenta almeno un'esposizione classificata come tale in Centrale dei rischi; si definisce in *distress* se, sul totale delle proprie esposizioni, è presente: (a) una quota di esposizioni in sofferenza maggiore del 10 per cento; (b) una quota di esposizioni in sofferenza o deteriorate maggiore del 20 per cento; (c) una quota di esposizioni in sofferenza o deteriorate o scadute da più di 90 giorni maggiore del 50 per cento.

## 12. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il rialzo dei tassi ufficiali avviato nello scorso mese di luglio in risposta all'aumento dell'inflazione ha notevolmente influenzato l'operatività degli intermediari creditizi. L'attività delle banche è stata inoltre condizionata da uno scenario macroeconomico caratterizzato da una crescita debole e da un livello elevato di incertezza, anche per il perdurare del conflitto in Ucraina.

Nel 2022 i prestiti alle imprese hanno rallentato, fino a contrarsi, mentre la crescita dei finanziamenti alle famiglie è rimasta stabile ma si è indebolita a partire dagli ultimi mesi dell'anno. Le banche hanno inasprito le condizioni di offerta, a causa dei maggiori rischi percepiti. L'ammontare di titoli pubblici in portafoglio e la loro durata finanziaria residua sono diminuiti.

Il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* si è lievemente ridotto. Il volume delle cessioni di crediti deteriorati si è mantenuto alto, contribuendo a portare l'incidenza di questi prestiti sul totale dei finanziamenti su un valore in linea con quello medio dei paesi dell'area dell'euro.

La raccolta complessiva del sistema bancario si è contratta, soprattutto per effetto della diminuzione delle passività verso l'Eurosistema. I depositi a vista da residenti sono scesi lievemente, a fronte di un maggiore ricorso all'interbancario estero e all'emissione di obbligazioni al dettaglio. Il costo della raccolta è salito di oltre un punto percentuale.

La redditività delle banche è migliorata, portandosi sui livelli più elevati dall'avvio della crisi finanziaria globale; vi ha contribuito principalmente la crescita del margine di interesse e, in misura minore, il calo delle rettifiche di valore sui prestiti. I costi operativi sono rimasti stabili e le spese per il personale sono leggermente diminuite. Le banche hanno continuato a razionalizzare i canali di distribuzione.

La patrimonializzazione è lievemente aumentata per effetto della riduzione delle attività ponderate per il rischio, che ha più che compensato la contrazione del patrimonio derivante dalla flessione del valore dei titoli di debito in portafoglio iscritti al *fair value* e dalle operazioni di riacquisto di azioni proprie da parte dei due maggiori gruppi.

Il rialzo dei tassi e l'andamento negativo dei mercati finanziari hanno contribuito a ridurre la raccolta netta degli investitori istituzionali italiani, soprattutto per gli intermediari che investono prevalentemente in prodotti a reddito fisso, quali le assicurazioni e i fondi comuni obbligazionari.

Nei primi mesi del 2023 le tensioni sui mercati finanziari internazionali conseguenti alla crisi di alcuni intermediari negli Stati Uniti e in Svizzera non hanno avuto un impatto

di rilievo sulle banche italiane. Il rafforzamento dei bilanci conseguito negli ultimi anni ha accresciuto significativamente la loro resilienza rispetto ai passati episodi di crisi.

Sono proseguite le azioni degli intermediari per allineare le metodologie di valutazione e gestione dei rischi climatici alle aspettative di vigilanza. In prospettiva questi approcci potranno beneficiare della più ampia disponibilità di informazioni di sostenibilità da parte delle imprese basate su standard comuni europei.

La crescente diffusione delle tecnologie digitali richiede alle banche di aumentare gli investimenti in infrastrutture informatiche per adeguarsi ai mutamenti in corso nel mercato dei servizi finanziari e far fronte ai rischi cibernetici, anche in collaborazione con società non finanziarie esterne ai gruppi.

### *La struttura dell'industria bancaria*

Alla fine del 2022 il sistema bancario italiano era composto da 139 intermediari (2 in meno del 2021), ripartiti tra 53 gruppi e 86 banche individuali; queste ultime comprendevano 39 banche di credito cooperativo (BCC) non appartenenti a gruppi<sup>1</sup>, 36 società per azioni e 11 banche popolari. I gruppi classificati come significativi (*significant institutions*, SI) nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) erano 12, uno in più rispetto al 2021 a seguito dell'ingresso di Mediolanum e Fineco, i cui attivi hanno superato stabilmente la soglia dei 30 miliardi di euro, e della fusione di Banca Carige con BPER Banca. Ai gruppi significativi era riconducibile oltre l'80 per cento del totale degli attivi del sistema.

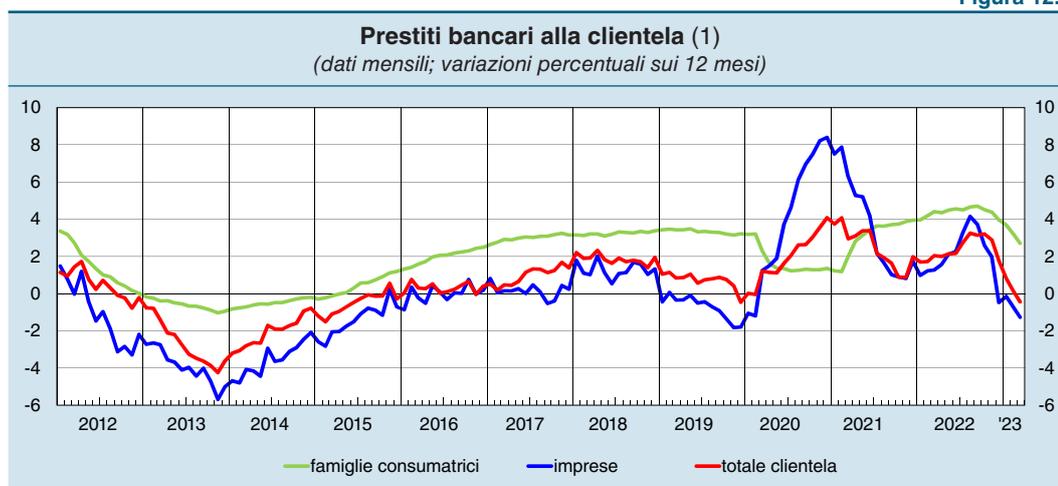
Le banche hanno proseguito nella riorganizzazione della rete degli sportelli e dei canali di distribuzione: nel 2022 il numero dei dipendenti è diminuito di circa l'1 per cento, per effetto della ristrutturazione di un grande intermediario, mentre quello degli sportelli è sceso del 3 per cento; nell'ultimo decennio il calo è stato del 14 e del 36 per cento, rispettivamente. Sulla base degli ultimi dati disponibili per il confronto con gli altri principali paesi europei (riferiti al 2021), il numero medio di abitanti per sportello è salito a oltre 2.700, un valore intermedio tra quello della Francia (circa 1.900) e della Germania (oltre 3.800) e di poco superiore a quello della Spagna (circa 2.400).

### *Le attività delle banche*

*Il credito.* – Nel 2022 i prestiti delle banche alla clientela residente sono saliti dell'1,8 per cento (fig. 12.1), una crescita lievemente inferiore a quella dell'anno precedente. I prestiti hanno iniziato a decelerare dal secondo semestre, in concomitanza con i rialzi dei tassi di interesse decisi dalla Banca centrale europea. Sulla base delle indagini qualitative presso gli intermediari, il rallentamento è ascrivibile sia alle minori richieste della clientela, sia a un irrigidimento delle politiche di offerta. Nel primo trimestre del 2023 il credito è diminuito.

<sup>1</sup> Si tratta delle banche Raiffeisen dell'Alto Adige che aderiscono al sistema di tutela istituzionale (*institutional protection scheme*, IPS).

Figura 12.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2023 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 alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici. Cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*.

I prestiti alle imprese nel 2022 si sono contratti dello 0,5 per cento (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). L'aumento del costo del credito e le ridotte necessità di finanziamenti per finalità di investimento hanno inciso negativamente sulla domanda e sono stati solo in parte controbilanciati dalla maggiore richiesta di credito per soddisfare il fabbisogno di capitale circolante. Allo stesso tempo una più elevata percezione del rischio e una minore disponibilità a tollerarlo da parte degli intermediari hanno determinato un inasprimento delle condizioni di offerta (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023). La composizione delle nuove erogazioni è tornata a essere fortemente sbilanciata verso i prestiti a tasso variabile (91 per cento nel 2022), dopo un temporaneo incremento nella diffusione di quelli a tasso fisso durante la pandemia per effetto dei finanziamenti assistiti da garanzia pubblica.

La crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile al 4 per cento. Nell'ultimo trimestre dell'anno si è indebolita con il calo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo, principalmente dovuto all'aumento dei tassi. È raddoppiata la quota delle erogazioni a tasso variabile (26 per cento); l'incremento è stato guidato dai mutui residenziali, per effetto di un ampliamento del divario tra il costo dei finanziamenti a tasso fisso e quello dei prestiti a tasso variabile (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*)<sup>2</sup>.

Secondo i risultati dell'ultima indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*) condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, circa la metà degli intermediari ritiene che il rischio climatico assuma rilevanza nel processo di erogazione di credito alle imprese. Lo scorso anno l'Istituto ha fatto svolgere alle banche meno significative una autovalutazione del livello di allineamento con le aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali<sup>3</sup>. L'esercizio ha evidenziato un allineamento solo parziale, sebbene

<sup>2</sup> Oltre il 30 per cento dei mutui a tasso variabile erogati nel corso del 2022 prevedeva che il tasso di interesse non potesse comunque superare una soglia (*cap*) predefinita.

<sup>3</sup> Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 2022.

nel contesto di una diffusa e crescente consapevolezza dell'importanza della tematica<sup>4</sup>. Seguendo le indicazioni della Vigilanza, le banche hanno predisposto piani di azione per adeguarsi alle aspettative del supervisore in un orizzonte triennale. La difficoltà nel reperire dati affidabili è il principale ostacolo riscontrato nell'indagine; la valutazione dei rischi climatici è quindi effettuata in prevalenza con approcci qualitativi. Anche alla luce di queste evidenze, la Banca d'Italia ha promosso confronti con l'industria per valutare possibili iniziative di sistema volte ad agevolare il censimento e la raccolta dei dati disponibili<sup>5</sup>; inoltre l'Istituto partecipa al tavolo tecnico in materia coordinato dal Ministero dell'Economia e delle finanze. In prospettiva la proposta di direttiva della Commissione europea sull'informativa di sostenibilità da parte delle imprese (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) potrà contribuire alla diffusione di standard di comunicazione uniformi e confrontabili, con potenziali benefici anche per i sistemi di gestione dei rischi climatici e ambientali degli intermediari.

*La qualità degli attivi e il rischio di credito.* – Nel 2022 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto alla consistenza di quelli *in bonis* è sceso all'1 per cento (dall'1,2 nel 2021). Il calo dell'indicatore è dovuto alla diminuzione sia per i finanziamenti alle famiglie sia per quelli alle imprese.

È proseguita la riduzione anche delle consistenze dei crediti deteriorati, realizzata soprattutto attraverso operazioni di cessione per circa 20 miliardi; dal 2016, quando le transazioni sul mercato di questi finanziamenti hanno acquisito rilevanza, sono state effettuate vendite per circa 230 miliardi di valore nominale. Nel 2022 il rapporto tra l'ammontare dei crediti deteriorati e il totale dei prestiti al netto delle rettifiche è diminuito di circa 20 punti base, all'1,5 per cento (al lordo delle rettifiche è sceso di 60 punti base, al 2,8 per cento; fig. 12.2). Alla fine dell'anno il valore dell'indicatore per i gruppi significativi italiani era pressoché in linea con quello relativo al complesso degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della BCE (1,2 contro 1,1 per cento, rispettivamente). Il tasso di copertura era pari al 53,5 per cento, a fronte del 43,5 per la media dell'area dell'euro.

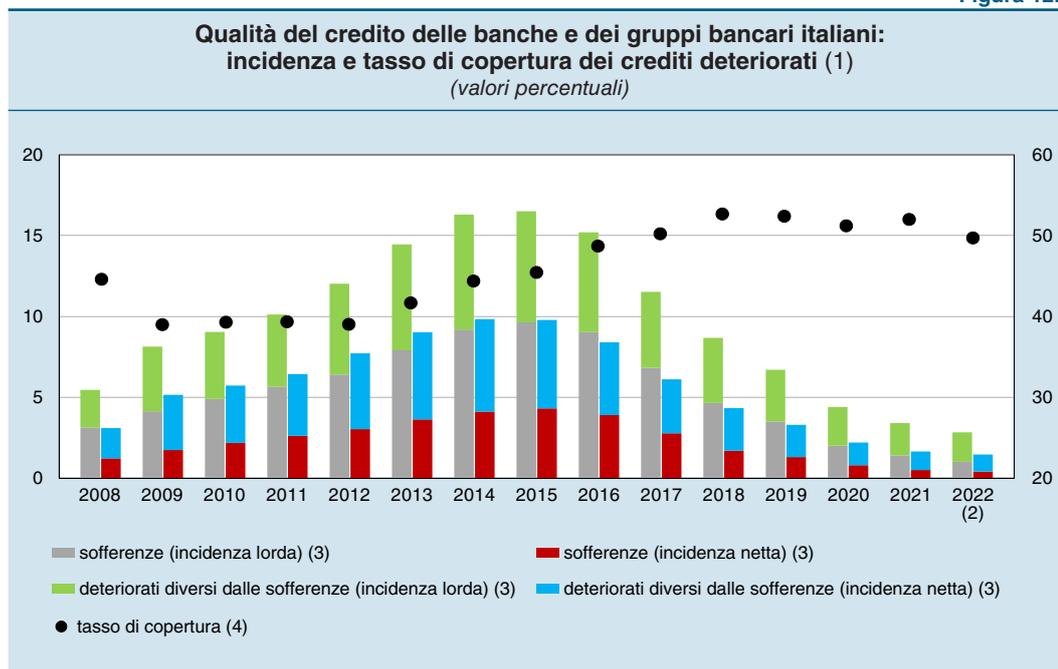
Il 64 per cento dei crediti deteriorati netti detenuti dalle banche italiane era costituito da inadempienze probabili<sup>6</sup>; dal picco del 2014, il volume di queste esposizioni è gradualmente sceso da 140 a 38 miliardi e le banche ne hanno considerevolmente aumentato il tasso di copertura (dal 27 al 44 per cento).

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia, *Rischi climatici e ambientali. Indagine tematica su un campione di banche meno significative*.

<sup>5</sup> L. Lavecchia, J. Appodia, P. Cantatore, R. Cappariello, S. Di Virgilio, A. Felettigh, A. Giustini, V. Guberti, D. Liberati, G. Meucci, S. Piermattei, F. Schimperna e K. Specchia, *Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 732, 2022.

<sup>6</sup> La categoria delle inadempienze probabili adottata a livello italiano è differente da quella utilizzata in ambito europeo armonizzato (*unlikely to pay*). La prima classifica le esposizioni in funzione della loro rischiosità e comprende sia le esposizioni già scadute sia quelle che ancora non lo sono; la seconda invece esclude le esposizioni scadute da oltre 90 giorni (che rientrano nella categoria armonizzata delle cosiddette *past-due exposures*). Per maggiori dettagli, cfr. D. Briscolini, P. Maddaloni, G. Nuzzo e F.R. Rinaldi, *La qualità del credito. Guida ai dati pubblicati dalla Banca d'Italia*, Banca d'Italia, Statistiche. Metodi e fonti: approfondimenti, 28 febbraio 2023. Sulla base delle definizioni armonizzate, il 48,7 per cento dei crediti deteriorati netti delle banche italiane era costituito da *unlikely to pay* e la restante quota da *past-due exposures*.

Figura 12.2



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. – (4) Scala di destra.

Alla fine del 2022 l'incidenza dei finanziamenti *in bonis* per i quali le banche hanno rilevato un significativo incremento del rischio di credito (cui segue il passaggio dallo stadio 1 allo stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9) sul totale dei prestiti verso il settore privato non finanziario era pari al 12,8 per cento; il dato, in flessione di 1,8 punti percentuali rispetto alla fine del 2021, era ancora superiore ai valori osservati prima della pandemia (10,4 per cento a dicembre del 2019). La riduzione ha riflesso un marcato calo dell'indicatore per i gruppi significativi italiani (dal 16,0 al 13,7 per cento), che rimane tuttavia superiore al valore medio per il complesso degli intermediari europei significativi (10,9 per cento).

*I titoli.* – Nel 2022 il valore dei titoli in portafoglio – diversi da quelli relativi ad attività proprie cartolarizzate e dai titoli emessi da banche residenti – è diminuito da 629 a 601 miliardi. La riduzione è attribuibile al calo del valore di mercato dei titoli pubblici italiani (da 409 a 376 miliardi), il cui peso sul complesso degli attivi è sceso dal 10,3 al 9,5 per cento. Le consistenze di titoli emessi da altri Stati, soprattutto europei, sono invece lievemente aumentate, in seguito ad acquisti netti che hanno più che compensato la flessione delle quotazioni.

Nella seconda metà dell'anno gli intermediari hanno effettuato vendite nette di titoli di Stato italiani e ridotto di tre mesi la durata finanziaria media dei titoli pubblici detenuti dalle banche (a quattro anni e quattro mesi). Nel primo trimestre del 2023 gli intermediari sono tornati a effettuare acquisti netti di questa tipologia di titoli (cfr. il capitolo 13: *I mercati monetari e finanziari*).

La quota dei titoli pubblici italiani inclusi nel portafoglio valutato al costo ammortizzato è salita al 75 per cento (dal 72 nel 2021). L'impatto sul conto economico delle variazioni di valore per i titoli in questa categoria contabile dovute alle oscillazioni dei rendimenti è limitato: le eventuali minusvalenze, pari alla differenza tra il valore di bilancio e quello di mercato dei titoli, verrebbero iscritte in bilancio soltanto nel caso in cui gli intermediari dovessero vendere gli strumenti prima della loro naturale scadenza; questa eventualità è in generale poco probabile, salvo in casi di crisi. In base ai dati di bilancio e di mercato della fine del 2022, se le perdite potenziali dovessero materializzarsi, queste comporterebbero una riduzione del rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio (*CET1 ratio*) degli intermediari bancari in media di 200 punti base. Solo meno del 2 per cento di queste perdite sarebbe riconducibile a banche con un indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*) relativamente basso (compreso tra il limite minimo regolamentare del 100 per cento e il 150 per cento; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023) e quindi con maggiori probabilità di trovarsi nella necessità di dover liquidare le consistenze di titoli.

Le recenti turbolenze sui mercati finanziari hanno evidenziato come gli investimenti in titoli possano esporre le banche a rischi di tasso e di liquidità particolarmente rilevanti. Nel 2022, in un contesto di elevati tassi di interesse, l'interconnessione tra gli attivi e i passivi di bilancio degli intermediari è tornata ad aumentare (cfr. il riquadro: *L'interdipendenza tra attivi e passivi bancari negli ultimi due decenni*).

#### L'INTERDIPENDENZA TRA ATTIVI E PASSIVI BANCARI NEGLI ULTIMI DUE DECENNI

L'attività delle banche è caratterizzata dalla concessione di finanziamenti con scadenze superiori a quelle delle passività. Ciò espone gli intermediari ai rischi di tasso di interesse e di liquidità. Questi rischi possono essere mitigati attraverso la gestione congiunta delle diverse poste dell'attivo e del passivo in funzione della loro durata e della loro reattività alle variazioni dei tassi di mercato. Le strategie di contenimento dei rischi possono essere influenzate da vari fattori, tra cui le condizioni macroeconomiche in cui le banche si trovano a operare e la possibilità di utilizzare strumenti di copertura fuori bilancio.

Per valutare come le banche italiane abbiano affrontato i rischi derivanti dal disallineamento delle scadenze è stato costruito un indice sintetico di interdipendenza tra le attività e le passività<sup>1</sup>. Un valore elevato dell'indicatore segnala la presenza di forti correlazioni bilaterali tra le singole attività e passività di bilancio. È importante inoltre considerare da un lato i legami tra le singole poste di bilancio (ad es. tra i depositi e i titoli acquistati) che hanno contribuito alla dinamica dell'indice, dall'altro il segno delle relative correlazioni.

L'indice è diminuito tra il 2003 e il 2021 sia per gli intermediari di maggiore dimensione, sia per quelli più piccoli (figura A) ed è tornato a crescere dal 2022 per

<sup>1</sup> V. Michelangeli e F.M. Piersanti, *Interdependence between assets and liabilities in the banking system: changes in the last two decades*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 752, 2023.

entrambe le categorie di banche. L'analisi per sottoperiodi mostra alcune differenze tra i due gruppi.

Nel periodo 2003-07 il grado di interdipendenza tra attività e passività è stato relativamente alto per entrambe le categorie di banche e ha rispecchiato principalmente la propensione degli intermediari con una quota più ingente di raccolta obbligazionaria (e pertanto con un'incidenza minore di depositi) a detenere all'attivo una percentuale maggiore di prestiti a medio e a lungo termine, in gran parte verso le imprese, diversi dai mutui residenziali (figura B). In una fase di rendimenti relativamente elevati, le obbligazioni rappresentavano una forma di investimento attraente per le famiglie e al contempo garantivano una fonte di finanziamento stabile per il sistema bancario. Quote cospicue di depositi a vista erano invece associate a maggiori investimenti in titoli, anche di Stato, e alla concessione di mutui residenziali alle famiglie, entrambe attività prevalentemente a tasso fisso, a differenza dei prestiti alle imprese. Questa evidenza è coerente con le prassi di gestione congiunta degli attivi e dei passivi di bilancio (*asset-liability management*) poiché i depositi a vista, avendo una durata effettiva superiore a quella contrattuale e una bassa reattività ai tassi di mercato, permettono agli intermediari di coprirsi, almeno in parte, dal rischio di tasso connesso con le attività a medio e a lungo termine a tasso fisso<sup>2</sup>.

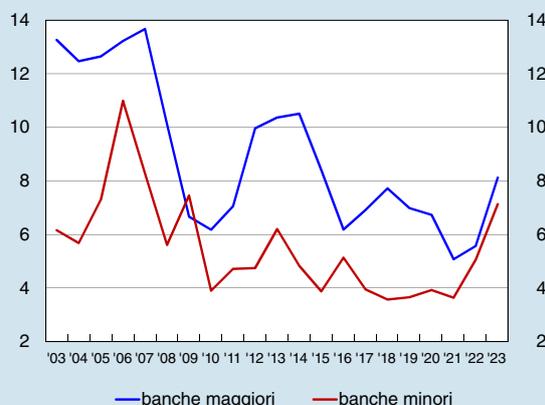
La riduzione dell'indice di interdipendenza negli anni compresi tra la crisi finanziaria globale e la crisi dei debiti sovrani (2008-2011) ha riflesso in particolare la diminuzione nel valore assoluto delle correlazioni tra i depositi, da un lato, e i titoli acquistati, i prestiti a medio e a lungo termine e i mutui residenziali, dall'altro. Le banche maggiori hanno inoltre utilizzato strumenti derivati fuori bilancio per gestire, almeno in parte, i rischi legati alla trasformazione delle scadenze<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> I. Drechsler, A. Savov, e P. Schnabl, *Banking on deposits: maturity transformation without interest rate risk*, "The Journal of Finance", 76, 3, 2021, pp. 1091-1143. In situazioni di stress queste relazioni possono non valere per singoli intermediari.

<sup>3</sup> Prima della riforma del bilancio civilistico, introdotta dal D.lgs. 139/2015 e con effetto a partire dal 1° gennaio 2016, le operazioni in strumenti derivati erano considerate operazioni "fuori bilancio". Da quella data i derivati sono contabilizzati nello stato patrimoniale al *fair value*. I derivati non sono inclusi nella costruzione dell'indice.

Figura A

**Indice di interdipendenza (1)**  
(dati annuali; valori percentuali)



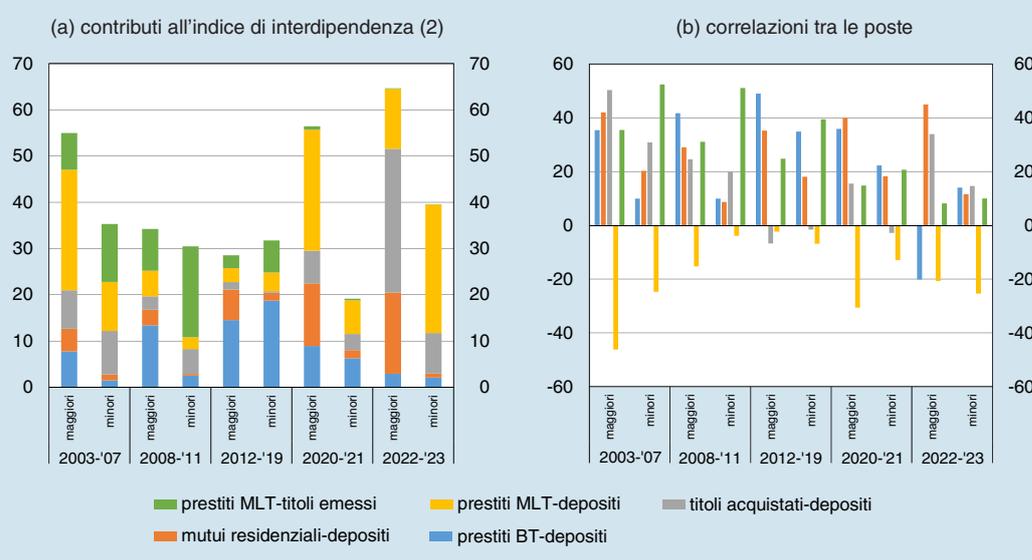
Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) L'indice di interdipendenza è ottenuto in tre passaggi. Partendo dalle segnalazioni delle singole banche si determina, per ogni anno, il valore medio delle quote di tutte le attività e passività sul totale dell'attivo. Si calcolano poi le correlazioni per tutte le coppie di quote attivo-passivo (determinate nel primo passaggio) delle singole banche appartenenti a ciascuna categoria di intermediari. Si sommano infine i quadrati di queste correlazioni pesati per la frazione media delle rispettive poste in bilancio. L'indice in termini percentuali assume valori compresi tra 0 (assenza di correlazione tra tutte le poste) e 100 (correlazione perfetta, positiva o negativa). Sono definite banche maggiori (minori) quelle con un attivo superiore (inferiore) alla mediana del campione che esclude le BCC. I dati riferiti al 2023 sono preliminari.

Nel periodo 2012-19 le interconnessioni tra le poste di bilancio hanno risentito dell'aumento della tassazione dei rendimenti delle obbligazioni bancarie, avviata nel 2012, che ha indotto i sottoscrittori a sostituire i titoli in scadenza con depositi. La diminuzione delle quote di obbligazioni emesse dalle banche non si è associata a una corrispondente contrazione delle percentuali di prestiti a medio e a lungo termine, determinando un calo della correlazione tra queste voci. Hanno inoltre influito i cambiamenti nello scenario macroeconomico. L'elevata disponibilità di liquidità concessa dall'Eurosistema e le aspettative riguardanti il perdurare di una politica monetaria espansiva hanno determinato una minore esigenza per gli intermediari di coprirsi dai rischi di tasso e di liquidità attraverso una gestione congiunta delle poste del bilancio; ne è discesa una moderata flessione, in media, nei valori delle correlazioni tra le poste di bilancio rispetto ai periodi precedenti (figura B, pannello b).

**Figura B**

**Principali relazioni tra poste dell'attivo e del passivo nei bilanci bancari (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Con "prestiti BT" si fa riferimento ai prestiti a breve termine (con durata inferiore all'anno) rivolti prevalentemente a imprese e famiglie, con "prestiti MLT" ai prestiti a medio e a lungo termine (diversi dai mutui residenziali). – (2) I singoli segmenti colorati nelle barre verticali indicano che la specifica relazione spiega una determinata frazione del valore complessivo dell'indice; la differenza rispetto a 100 è attribuibile a relazioni minori non rappresentate. Le banche maggiori e minori sono definite come nella nota 1 della figura A.

Nel periodo 2020-21 l'indice si è mantenuto su valori contenuti. I prestiti a medio e a lungo termine, anche se in crescita in termini di ammontare, sono rimasti pressoché invariati in rapporto al totale dell'attivo, a causa dell'espansione dei bilanci bancari connessa con l'ampio ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema. Anche i depositi sono aumentati, così come il loro peso nel bilancio. Dal lato dell'attivo, gli intermediari hanno investito maggiormente in titoli, più prontamente acquistabili, rispetto all'erogazione di prestiti. Ne è disceso un incremento della correlazione tra depositi e titoli e una riduzione di quella tra depositi e prestiti a medio e a lungo termine.

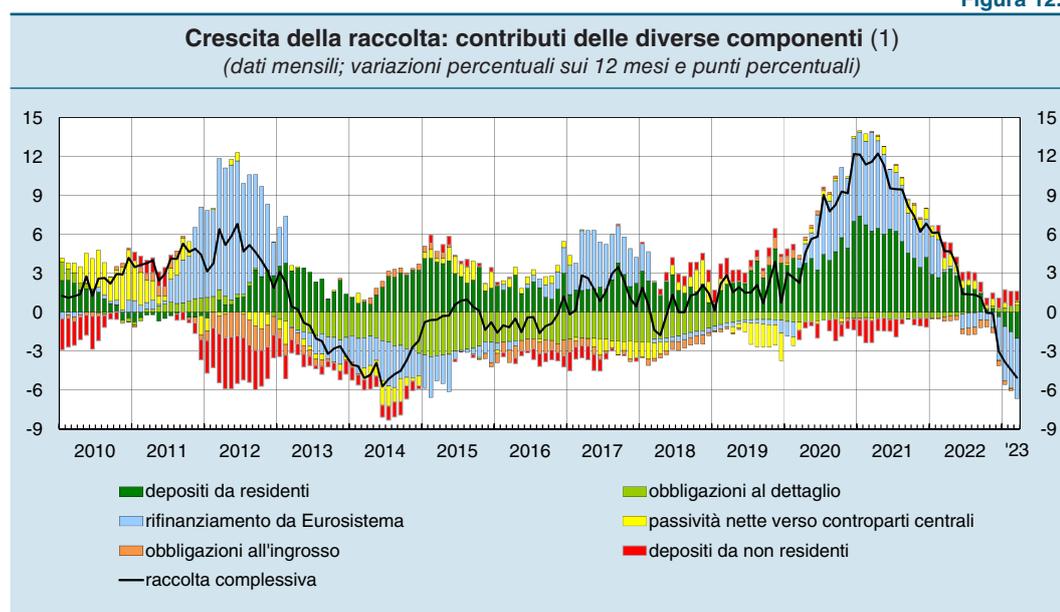
Dal 2022 l'indice è aumentato e, sulla base di evidenze preliminari, il rialzo sarebbe proseguito nei primi mesi dell'anno in corso. L'incremento è associato

soprattutto a una più forte relazione tra depositi e titoli acquistati. In un contesto di politica monetaria particolarmente restrittiva, le banche la cui quota di depositi si è ridotta hanno anche registrato un calo della detenzione di titoli. L'incertezza connessa con lo scenario macroeconomico e le aspettative di incremento dei tassi di interesse sembrano quindi spingere gli intermediari verso una gestione congiunta più stretta degli attivi e dei passivi di bilancio.

### La raccolta bancaria

Nel 2022 la raccolta delle banche è scesa del 3,1 per cento (fig. 12.3), principalmente per effetto del calo delle passività verso l'Eurosistema. La quota di queste passività è diminuita di 3 punti percentuali, al 13 per cento. Al netto di tale componente, la raccolta all'ingrosso è lievemente cresciuta in conseguenza di un aumento dei depositi da non residenti (in prevalenza interbancario estero) che ha più che compensato una lieve contrazione delle obbligazioni collocate sui mercati internazionali. La raccolta al dettaglio si è invece ridotta in seguito a una diminuzione dei depositi da residenti maggiore dell'incremento delle emissioni di obbligazioni al dettaglio (aumentate per la prima volta dal 2013).

Figura 12.3



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.

La moderata riduzione dei depositi detenuti da residenti riflette una parziale riallocazione dei risparmi della clientela verso strumenti più remunerativi. La crescita dei depositi delle famiglie si è arrestata, a fronte di maggiori investimenti in titoli di Stato e obbligazioni bancarie (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*); i depositi delle imprese sono lievemente diminuiti (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Alla fine del 2022 oltre la metà del valore dei depositi era protetto da sistemi di garanzia nazionali.

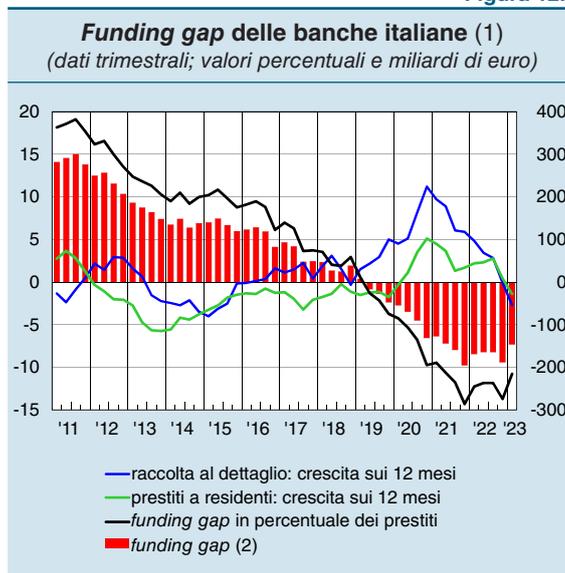
Dal mese di novembre, le passività delle banche verso l'Eurosistema si sono ridotte per i rimborsi anticipati della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3; cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*); il calo è proseguito nel primo trimestre del 2023 e continuerà nel corso dell'anno per effetto della scadenza, prevista a giugno, del 45 per cento delle TLTRO in essere, salvo che gli intermediari non ricorrano ad altre operazioni di banca centrale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023).

Alla fine del 2022 la quota dei depositi da residenti sul totale della raccolta delle banche italiane era in linea con quella media dell'area dell'euro (67 e 66 per cento, rispettivamente). Dopo oltre un decennio di progressiva flessione, il peso delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie è tornato a salire, all'1,7 per cento della raccolta complessiva (1,3 nel 2021). L'incidenza della provvista all'ingrosso è diminuita al 32 per cento.

Nel mese di dicembre la differenza tra l'ammontare dei prestiti e la provvista al dettaglio (*funding gap*) in rapporto ai prestiti era su valori negativi, simili a quelli dello scorso anno (-13,7 per cento, da -14,3 nel 2021; fig. 12.4).

Il costo medio della raccolta è aumentato nel corso del 2022, da meno dello 0,1 per cento a circa l'1,1, soprattutto in seguito ai rialzi dei tassi sui prestiti interbancari e sul rifinanziamento presso l'Eurosistema, cresciuti entrambi di 3 punti percentuali; è stato molto contenuto l'incremento dei tassi di interesse sui depositi, saliti di soli 14 punti base, sebbene in costante rialzo nel primo trimestre del 2023 (ulteriori 15 punti base alla fine di marzo).

**Figura 12.4**



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 2023. – (2) Scala di destra.

### La redditività e il patrimonio delle banche

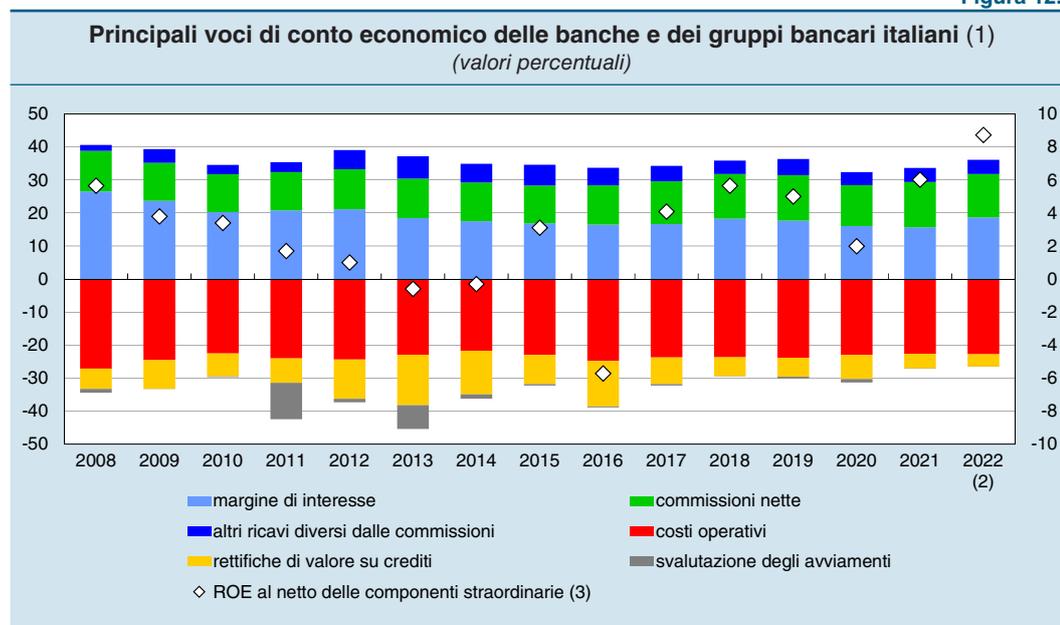
*La redditività.* – Nel 2022 la redditività delle banche italiane è aumentata (fig. 12.5): il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 6,0 all'8,7 per cento, il valore più elevato dal 2008<sup>7</sup>. La redditività è stata sostenuta dalla crescita del margine di interesse e da rettifiche di valore sui prestiti particolarmente contenute.

<sup>7</sup> Il rendimento degli attivi (*return on assets*, ROA), definito come il rapporto tra l'utile netto e il totale dell'attivo di bilancio, è cresciuto dallo 0,42 allo 0,67 per cento.

Il margine di interesse si è ampliato di quasi un quinto, riflettendo prevalentemente il più alto rendimento medio dei prestiti negli ultimi due trimestri dell'anno. Il rendimento unitario dei prestiti alle imprese, che rappresentavano il 44 per cento dei crediti complessivi, è salito di 38 punti base, al 2,3 per cento; quello dei prestiti alle famiglie, che costituivano il 39 per cento dei crediti, è aumentato di 11 punti base, al 2,5 per cento. Al rialzo degli interessi attivi hanno inoltre contribuito le maggiori cedole sui titoli di debito, in particolare quelle relative alle obbligazioni pubbliche, il cui peso sul margine di interesse è passato dal 12 al 18 per cento.

Dal lato delle passività il costo medio unitario dei depositi detenuti dalle famiglie e dalle imprese è rimasto su livelli contenuti (15 e 24 punti base, rispettivamente). Nei prossimi trimestri il costo della raccolta potrebbe risentire della ricomposizione verso strumenti più onerosi, che saranno necessari per soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) e per sostituire, almeno parzialmente, la raccolta effettuata attraverso le TLTRO3.

Figura 12.5



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) I valori sono espressi in rapporto al capitale medio dell'anno, mostrando il contributo di ciascuna voce al ROE. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Scala di destra.

Le commissioni sono diminuite del 4,5 per cento, in particolare quelle derivanti dal risparmio gestito; il margine di intermediazione è aumentato del 6,7 per cento. Nonostante l'elevata inflazione, i costi operativi sono rimasti pressoché stabili (0,1 per cento); al netto degli oneri non ricorrenti per il personale legati all'interruzione anticipata del rapporto di lavoro, si sono ridotti dello 0,5 per cento. Il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione (*cost-income ratio*) è sceso dal 67,2 al 63,1 per cento.

Per i 12 gruppi classificati come significativi il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è cresciuto dal 5,7 all'8,6 per cento; un solo gruppo ha chiuso il bilancio

in perdita e 7 intermediari hanno migliorato la propria redditività rispetto all'anno precedente. Il ROE delle banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) è salito dal 6,9 al 7,6 per cento; due terzi di questi intermediari hanno migliorato la propria redditività, mentre il 10 per cento ha chiuso in perdita. Il divario nella redditività tra le banche che operano prevalentemente nel comparto del risparmio gestito e quelle con modello di business tradizionale è diminuito; sulle prime ha inciso negativamente la flessione dei ricavi da commissioni, mentre le seconde hanno maggiormente beneficiato degli effetti del rialzo dei tassi sul margine di interesse.

Il costo del rischio, misurato dal rapporto tra il flusso annualizzato di rettifiche e la consistenza dei prestiti, si è ridotto da 60 a 49 punti base; si è collocato su valori simili per SI e per LSI tradizionali ed è stato in linea con quello degli intermediari significativi europei.

Sulla base dei modelli di previsione delle principali variabili del conto economico e del più recente scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2023), quest'anno la redditività complessiva delle banche italiane dovrebbe rimanere su livelli prossimi a quelli del 2022; subirebbe una diminuzione nel biennio successivo a causa dell'aumento delle rettifiche di valore su crediti, pur restando ampiamente positiva (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023).

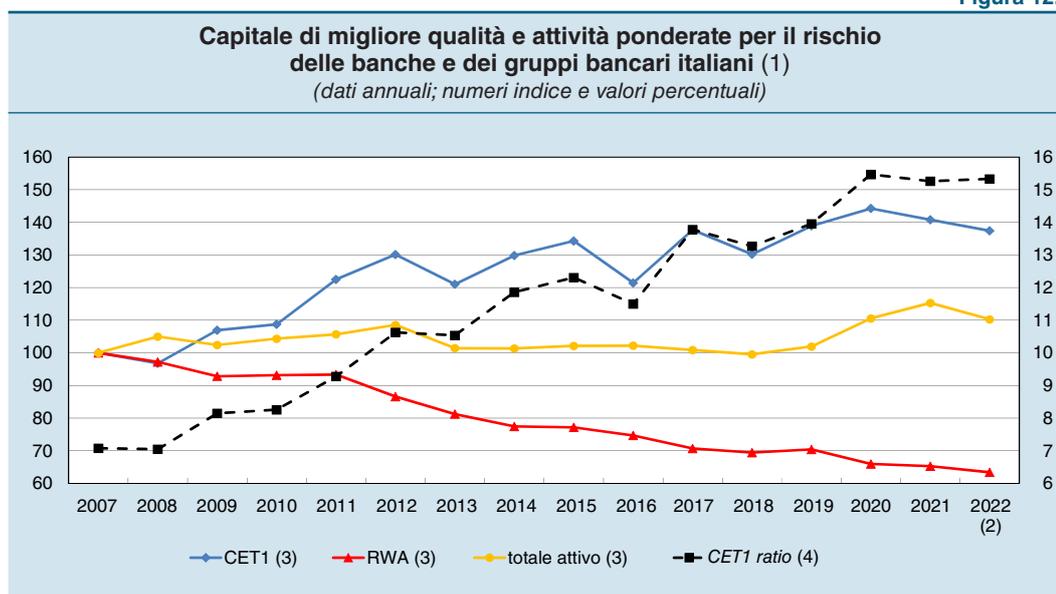
L'impatto sui corsi azionari delle tensioni seguite ai dissesti di alcune banche negli Stati Uniti e in Svizzera è stato analogo a quello osservato per il resto delle banche europee quotate: dopo avere subito una flessione di circa il 15 per cento nei giorni successivi al fallimento di Silicon Valley Bank, nelle settimane seguenti le quotazioni azionarie hanno recuperato quasi interamente il calo e risultavano alla fine della seconda decade di maggio del 21 per cento più elevate rispetto ai valori dell'inizio dell'anno.

*Il patrimonio.* – Nel 2022 il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche italiane è salito al 15,3 per cento degli attivi ponderati per il rischio (*risk weighted assets*, RWA; fig. 12.6). L'aumento è riconducibile alla rilevante riduzione degli RWA, connessa con la diminuzione delle attività complessive, che ha più che compensato la flessione del capitale di migliore qualità. Quest'ultimo ha risentito del netto calo della riserva patrimoniale a valere sulla redditività complessiva (63 punti base) – soprattutto per il decremento del valore dei titoli di debito in portafoglio – e del perfezionamento di alcune operazioni di riacquisto di azioni proprie da parte dei due maggiori gruppi bancari (48 punti base), solo in parte compensati dagli utili non distribuiti (76 punti base).

A dicembre il *CET1 ratio* era pari al 15,7 per cento per i gruppi significativi italiani, al 16,4 per le banche meno significative e al 12,1 per le filiazioni di gruppi significativi esteri<sup>8</sup>. Il livello medio di patrimonializzazione delle banche significative italiane era superiore di 40 punti base nel confronto con quello degli analoghi

<sup>8</sup> Gli RWA dei gruppi significativi, delle banche meno significative e delle filiazioni di gruppi esteri erano rispettivamente pari al 78, al 10 e al 12 per cento di quelli del sistema bancario italiano.

Figura 12.6



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.

intermediari dei paesi partecipanti all'SSM. Tenendo conto anche dei requisiti di leva e del requisito MREL, il CET1 in eccesso rispetto al livello minimo regolamentare alla fine del 2022 per il totale del sistema era pari al 4,1 per cento degli RWA<sup>9</sup>.

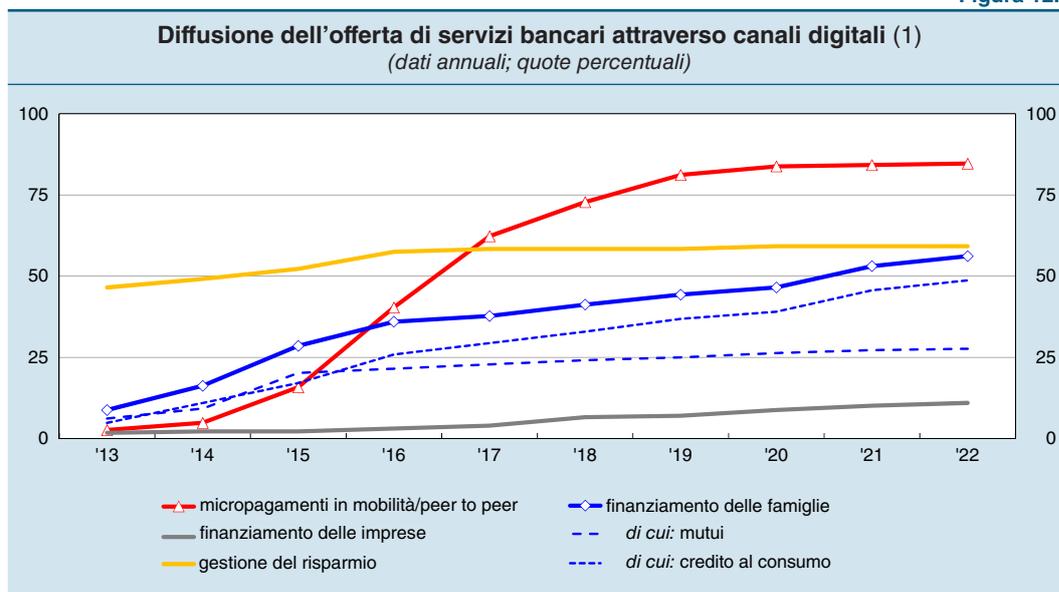
### La digitalizzazione dell'industria bancaria

La diffusione delle tecnologie digitali sta determinando un mutamento della domanda e dell'offerta di prodotti e servizi finanziari, che richiede alle banche un aumento degli investimenti in infrastrutture digitali. Secondo i dati dell'ultima indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*), circa un terzo delle banche italiane ha in corso o ha pianificato investimenti finalizzati all'applicazione delle nuove tecnologie digitali in campo finanziario (FinTech) e un quarto li ha realizzati in passato.

Alla fine del 2022 la quota di clienti che in Italia potevano accedere a servizi bancari attraverso canali digitali era superiore all'80 per cento. L'85 per cento delle banche permetteva di effettuare pagamenti di piccolo importo per l'acquisto di beni e servizi mediante dispositivi mobili (fig. 12.7). A fronte della crescente offerta di servizi di pagamento digitali, l'Eurosistema sta valutando la possibile introduzione

<sup>9</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 singoli minimi regolamentari (cfr. il riquadro: *Effettiva utilizzabilità del requisito combinato di riserva di capitale per le banche italiane: un approccio olistico*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). Alla fine del 2022 l'eccedenza patrimoniale rispetto ai soli requisiti di capitale ponderati era pari al 6,1 per cento.

Figura 12.7



Fonte: *Regional Bank Lending Survey*.

(1) Quota di banche che rispondono affermativamente alle domande circa l'offerta dei prodotti digitali riportati nella legenda contenute nella sezione dell'indagine sull'offerta di servizi digitali. Per i gruppi diversi da quelli cooperativi si considera un'unica risposta a livello consolidato. Con "micropagamenti in mobilità/peer to peer" si intendono le tecnologie che permettono agli utenti di effettuare pagamenti di piccolo importo o trasferimenti di denaro con appositi software, gestibili dall'utenza grazie a specifiche applicazioni su smartphone e altri dispositivi. I servizi di finanziamento delle famiglie e delle imprese rappresentano l'offerta di strumenti che consentono di utilizzare internet per richiedere preventivi, avanzare richieste di credito o sottoscrivere finanziamenti. Per il finanziamento delle famiglie complessivo si considerano le banche che offrono attraverso i canali digitali almeno un prodotto tra mutui e credito al consumo.

dell'euro digitale (cfr. il riquadro: *Il progetto dell'euro digitale e i possibili impatti sulla raccolta delle banche italiane*).

## IL PROGETTO DELL'EURO DIGITALE E I POSSIBILI IMPATTI SULLA RACCOLTA DELLE BANCHE ITALIANE

Dal gennaio 2020 la BCE e le banche centrali nazionali dell'area dell'euro stanno studiando la possibile introduzione dell'euro digitale, una moneta in formato elettronico emessa dall'Eurosistema e disponibile al pubblico, che si affiancherebbe al contante senza sostituirlo<sup>1</sup>.

L'euro digitale garantirebbe agli utenti la possibilità di effettuare transazioni in modalità digitale utilizzando la moneta emessa dalla banca centrale, preservandone quindi il ruolo di ancora monetaria<sup>2</sup>, in connessione con la progressiva riduzione dell'uso delle banconote nelle transazioni e con la crescente digitalizzazione dell'economia. Questa moneta rafforzerebbe sia l'autonomia e la sovranità

<sup>1</sup> La maggior parte delle banche centrali a livello globale ha avviato attività di analisi, ricerca o sviluppo relative alla possibile emissione di una moneta digitale per i pagamenti al dettaglio; per approfondimenti, cfr. A. Kosse e I. Mattei, *Gaining momentum. Results of the 2021 BIS survey on central bank digital currencies*, BIS Papers, 125, 2022.

<sup>2</sup> La fiducia di famiglie e imprese nelle forme di moneta emesse da soggetti privati (come i depositi bancari) costituisce un elemento fondante della stabilità del sistema finanziario e dipende dalla convertibilità alla pari di queste forme di moneta con la moneta pubblica, ossia quella emessa dalla banca centrale; per maggiori dettagli, cfr. F. Panetta, *Le valute digitali delle banche centrali: un'ancora monetaria per l'innovazione digitale*, Madrid, 5 novembre 2021.

valutaria dell'area – a fronte dell'introduzione di monete digitali da parte di altre giurisdizioni o di emittenti privati – sia il grado di concorrenza e di efficienza del sistema dei pagamenti europeo<sup>3</sup>. L'euro digitale promuoverebbe inoltre l'inclusione finanziaria, in quanto l'accesso sarebbe consentito anche ai cittadini che non hanno conti bancari o strumenti di pagamento elettronici.

L'Eurosistema – in stretto contatto con le altre autorità e istituzioni europee, gli Stati membri, l'industria finanziaria, le associazioni dei consumatori e delle imprese – sta vagliando diverse alternative sulle possibili caratteristiche e modalità di distribuzione dell'euro digitale. L'infrastruttura tecnica sarebbe gestita direttamente dall'Eurosistema, per garantire la massima resilienza in caso di attacchi cibernetici e di malfunzionamenti. I principali utilizzi individuati per l'euro digitale sono costituiti dai pagamenti associati al commercio online e nei negozi fisici, quelli tra privati (*person to person*) e quelli tra soggetti pubblici e cittadini, categorie di transazioni molto diffuse che favorirebbero l'adozione della moneta emessa dall'Eurosistema qualora si decidesse di procedere con la sua emissione. Compatibilmente con gli obiettivi di interesse pubblico, tra cui la necessità di prevenirne l'utilizzo per il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo, l'euro digitale sarebbe inoltre dotato del più alto livello di privacy tra gli strumenti di pagamento analoghi<sup>4</sup>. Gli intermediari vigilati avrebbero un ruolo cruciale nella distribuzione, fornendo i servizi che prevedono un rapporto diretto con gli utilizzatori<sup>5</sup>.

L'euro digitale potrebbe determinare cambiamenti nella struttura della raccolta bancaria, se le sue caratteristiche fossero tali da indurre i cittadini a detenerlo in sostituzione dei depositi. Per contenere i possibili effetti che questa sostituzione avrebbe sulla trasmissione della politica monetaria e sulla stabilità finanziaria, l'Eurosistema sta valutando diverse soluzioni<sup>6</sup>.

I risultati di un esercizio di simulazione svolto utilizzando dati relativi alla fine del 2022 indicano che gli effetti dell'euro digitale sulla raccolta del sistema bancario italiano sarebbero nel complesso contenuti, se la domanda fosse tale da comportare una riduzione dei depositi al dettaglio inferiore al 15 per cento e la sua emissione

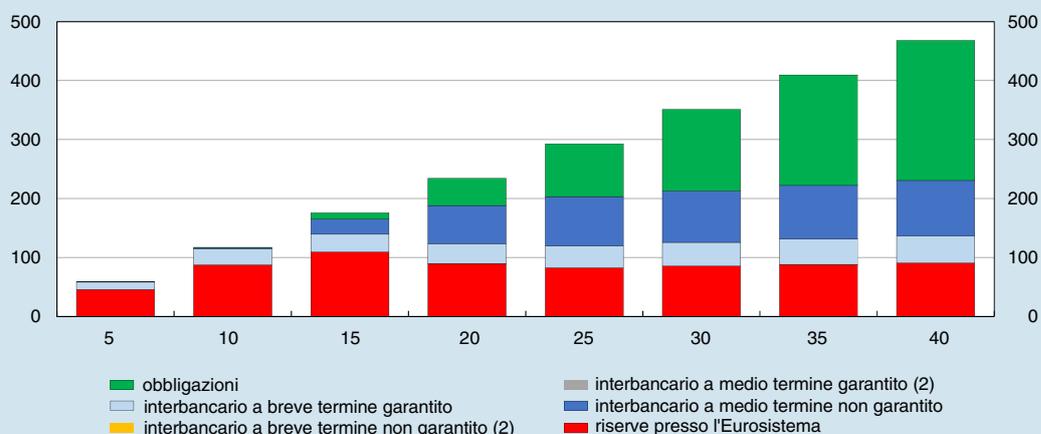
<sup>3</sup> Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Report on a digital euro*, ottobre 2020.

<sup>4</sup> Le decisioni finali sui profili di privacy verranno prese dal Parlamento europeo e dal Consiglio della UE; l'Eurosistema non ritiene tuttavia opportuno il completo anonimato dell'euro digitale. Su questi temi, cfr. F. Panetta, *Il giusto equilibrio per un euro digitale al servizio dei cittadini*, Bruxelles, 30 marzo 2022.

<sup>5</sup> Il Consiglio direttivo della BCE sta inoltre prendendo altre decisioni, tra cui rientrano: (a) il modello di regolamento delle transazioni; (b) l'individuazione delle attività che verrebbero svolte dall'Eurosistema e dagli intermediari; (c) il modello di distribuzione "a schema di pagamento", volto a istituire un insieme comune di regole, standard e procedure cui gli intermediari vigilati dovranno attenersi; (d) la definizione dei soggetti che avranno accesso all'euro digitale; (e) la possibilità di effettuare pagamenti automatici; (f) lo schema di compensazione dei costi connessi, in particolare, con la distribuzione e le operazioni di trasferimento. Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Publications on digital euro*.

<sup>6</sup> *The implementation of CBDCs by central banks: challenges, risks and opportunities*, intervento del Vice Direttore generale della Banca d'Italia P. Cipollone alla conferenza *Central bank digital currencies: threat or opportunity?*, London School of Economics, Londra, 28 ottobre 2022.

**Possibile impatto dell'euro digitale sulla struttura del bilancio delle banche italiane (1)**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni sui dati di mercato e sulle segnalazioni di vigilanza delle banche relative alla fine del 2022.

(1) Il grafico illustra, per ogni ammontare percentuale di possibile deflusso di depositi, come le banche potrebbero farvi fronte con i diversi strumenti di raccolta considerati. – (2) I risultati dell'esercizio di simulazione indicano un ricorso estremamente contenuto a questa fonte di raccolta.

avvenisse in un contesto di ampia liquidità e raccolta stabile per le banche (figura)<sup>7</sup>. In questo caso infatti gli intermediari potrebbero compensare la maggior parte del calo della raccolta al dettaglio con una diminuzione delle riserve in eccesso depositate presso l'Eurosistema e un aumento della provvista a breve termine garantita (quella meno onerosa dopo i depositi al dettaglio).

Il prossimo autunno il Consiglio direttivo della BCE deciderà se avviare la fase del progetto dedicata allo sviluppo delle soluzioni tecniche e commerciali necessarie a emettere e a distribuire l'euro digitale, fase che potrebbe richiedere circa tre anni. Il passaggio alla fase di preparazione non implicherebbe l'effettiva emissione: l'eventuale decisione sarebbe infatti presa dal Consiglio direttivo in uno stadio successivo e solo dopo l'adozione del necessario impianto normativo da parte del Parlamento europeo e del Consiglio dell'Unione europea.

<sup>7</sup> Nell'esercizio di simulazione gli intermediari creditizi compensano il calo della raccolta al dettaglio con una riduzione delle riserve in eccesso e con un aumento dei finanziamenti interbancari e dell'emissione di obbligazioni. Per maggiori dettagli, cfr. S. Auer, N. Branzoli, G. Ferrero, A. Ilari, F. Palazzo ed E. Rainone, *CBDC and the banking system*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Alla fine del 2022 più della metà degli intermediari italiani offriva prestiti alle famiglie mediante i canali digitali, prevalentemente credito al consumo. La quota di banche che proponevano finanziamenti online alle imprese era più contenuta (circa l'11 per cento). L'ammontare dei finanziamenti bancari erogati nell'ultimo trimestre del 2022 attraverso i canali digitali era ancora modesto (quasi il 5 per cento dei prestiti erogati alle famiglie e meno dell'1 di quelli alle imprese).

Nella gestione del risparmio la quota di banche che consentono di acquistare e vendere online attività finanziarie è rimasta stabile al 60 per cento. In questo settore

l'utilizzo della tecnologia è principalmente mirato a sostenere l'attività di consulenza e di gestione individuale dei portafogli, per ottimizzare la proposta di strumenti finanziari ai clienti.

Nell'offerta di prodotti e servizi digitali le banche tradizionali competono, o molto spesso collaborano, con altri operatori (cfr. il capitolo 16: *La digitalizzazione dell'industria finanziaria italiana* nella *Relazione annuale* sul 2021). Oltre la metà dei progetti e degli investimenti FinTech in corso o programmati per il triennio 2023-25 dalle banche italiane prevede infatti la cooperazione con società non finanziarie esterne al gruppo. La maggior parte delle iniziative in corso di sviluppo o in fase di produzione riguarda l'accesso e lo sfruttamento di dati esterni. Le collaborazioni in quest'ultimo settore potranno beneficiare dello sviluppo dell'open banking, ossia l'offerta di servizi basati sull'accesso alle informazioni sui conti della clientela da parte di prestatori di servizi autorizzati (*third party providers*, TPP) regolato nell'Unione europea dalla direttiva UE/2015/2366 (Revised Payment Services Directive, PSD2). Nel 2022 si è avuto un aumento del numero di prestatori di servizi attivi in Italia (da 70 a 91); recenti indagini evidenziano tuttavia volumi ancora limitati rispetto al potenziale<sup>10</sup>.

Accanto alle significative opportunità derivanti dall'uso della tecnologia, la digitalizzazione dell'industria si associa a nuovi rischi per gli intermediari. Tra questi, uno dei principali deriva dagli attacchi informatici (cfr. il riquadro: *L'analisi del rischio informatico connesso con i profili di digitalizzazione delle banche meno significative*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023). Nel 2022 circa l'80 per cento delle banche ha avviato progetti di verifica sulla sicurezza dei propri sistemi e servizi informatici. I rischi in questo comparto potranno essere ulteriormente mitigati dall'applicazione, a partire dal 2025, della normativa europea recentemente approvata sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA)<sup>11</sup>, che prevede l'introduzione di regole armonizzate sulla sicurezza dei servizi informatici.

I risultati di una recente indagine indicano un crescente interesse degli intermediari italiani verso le tecnologie basate sui registri distribuiti (*distributed ledger technologies*, DLT)<sup>12</sup>. Nel mese di giugno dello scorso anno la Banca d'Italia ha inviato una comunicazione nella quale sottolinea i potenziali benefici derivanti dall'utilizzo di queste tecnologie e l'esigenza di adeguati presidi per attenuare i rischi connessi con il loro impiego e con le criptoattività, strumenti il cui trasferimento è basato sulle DLT<sup>13</sup>. Il regolamento europeo sui mercati delle criptoattività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR), che entrerà a breve in vigore e comincerà a essere applicato dalla seconda metà del 2024, introduce requisiti comuni per l'emissione di questi strumenti e la prestazione di servizi a essi collegati. Gli standard

<sup>10</sup> R. Pellitteri, R. Parrini, C. Cafarotti e B.A. De Vendictis, *L'open banking nel sistema dei pagamenti: evoluzione infrastrutturale, innovazione e sicurezza, prassi di vigilanza e sorveglianza*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 31, 2023.

<sup>11</sup> I destinatari del regolamento hanno due anni di tempo per adempiere agli obblighi previsti.

<sup>12</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; per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'uso della tecnologia a registro distribuito (DLT) nel ciclo di vita degli strumenti finanziari* del capitolo 13.

<sup>13</sup> Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*.

per il trattamento prudenziale delle esposizioni bancarie in cryptoattività, pubblicati lo scorso dicembre dal Comitato di Basilea, permetteranno inoltre di armonizzare la regolamentazione prudenziale di queste esposizioni a livello globale<sup>14</sup>.

### ***Gli altri intermediari creditizi e i confidi***

Nel 2022 è proseguita la crescita degli impieghi degli intermediari creditizi non bancari. Nei comparti del leasing e del factoring le attività sono aumentate del 3 per cento, a 81 miliardi. Nei settori del credito al consumo e della cessione del quinto dello stipendio o della pensione gli impieghi hanno accelerato al 15 per cento (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*), raggiungendo 42 miliardi. La qualità del credito è lievemente migliorata: al lordo delle rettifiche di valore l'incidenza dei finanziamenti deteriorati sul totale si è ridotta di 0,6 punti percentuali rispetto al 2021, al 4,4 per cento.

Il valore delle operazioni di cartolarizzazione 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*) è salito del 5 per cento. La quota di mercato del complesso delle operazioni di cartolarizzazione relativa a questi intermediari è rimasta stabile nel confronto con quella delle banche (47 e 53 per cento, rispettivamente).

La redditività degli intermediari creditizi non bancari è nel complesso aumentata. Il risultato di esercizio è cresciuto a un miliardo, più del doppio del 2021, grazie all'incremento del margine di intermediazione (5,2 per cento) e al dimezzamento del costo legato al rischio di credito, dovuto al forte miglioramento del saldo tra rettifiche e riprese di valore sui crediti. Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio (*total capital ratio*) è leggermente sceso, dal 16,4 al 15,9 per cento, a causa dell'incremento delle attività; rimane ben superiore al requisito previsto dalla normativa (6 per cento).

Nel 2022 l'ammontare delle garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'albo ex art. 106 del TUB è diminuito dell'11 per cento, a 6,9 miliardi. L'incidenza delle garanzie deteriorate sul totale di quelle rilasciate ammontava al 19,5 per cento (22,2 nel 2021). La redditività del settore è rimasta limitata, a causa dell'alta incidenza dei costi fissi. Anche nel comparto dei confidi il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio si è mantenuto elevato, al 36,4 per cento.

### ***Gli investitori istituzionali***

Lo scorso anno l'andamento negativo dei mercati finanziari e il rialzo dei tassi di interesse hanno contribuito a ridurre la raccolta netta degli investitori istituzionali italiani (da 72 a 34 miliardi; tav. 12.1 e fig. 12.8). Sono stati in particolare penalizzati gli intermediari che investono prevalentemente in prodotti a reddito fisso, quali le assicurazioni e i fondi obbligazionari. Anche le gestioni patrimoniali hanno registrato deflussi netti, riconducibili principalmente ai mandati assicurativi.

<sup>14</sup> Comitato di Basilea, *Prudential treatment of cryptoasset exposures*, 16 dicembre 2022.

Tavola 12.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2021	2022 (1)	2021	2022 (1)	quote percentuali	
					2021	2022 (1)
Fondi comuni (2)	14.055	6.956	377.630	358.451	15,0	15,5
Assicurazioni (3)	43.345	30.242	876.672	844.580	34,8	36,6
Fondi pensione (4)	2.934	4.082	213.289	205.585	8,5	8,9
Gestioni patrimoniali	24.056	-4.858	1.039.404	901.793	41,8	39,0
<b>Totale</b>	<b>84.415</b>	<b>36.422</b>	<b>2.506.995</b>	<b>2.310.409</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>71.683</b>	<b>33.988</b>	<b>1.723.382</b>	<b>1.610.844</b>	–	–
in percentuale del PIL	4,0	1,8	97,1	84,4	–	–
<i>per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (6)	67.653	13.103	1.041.995	877.132	–	–
<i>di cui:</i>						
di intermediari italiani	16.653	4.237	231.402	204.964	–	–

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 di quelle 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.

Il patrimonio gestito dagli investitori istituzionali è diminuito di oltre 110 miliardi, a circa 1.720, a causa della contrazione del valore delle attività detenute. In rapporto al PIL le risorse gestite dagli intermediari non bancari in Italia restano inferiori a quelle di Francia e Germania; il divario è riconducibile al minore patrimonio gestito dall'industria italiana dei fondi comuni e ai fondi pensione (fig. 12.9.a).

Il rialzo dei tassi ha influenzato anche l'allocazione di portafoglio degli intermediari. In linea con gli andamenti a livello europeo, gli investitori istituzionali italiani hanno ridotto la durata finanziaria media delle obbligazioni detenute (da 8,3 a 6,8 anni), diminuendo così la loro esposizione al rischio di tasso di interesse. Hanno inoltre continuato a diminuire la quota di titoli di Stato italiani in portafoglio (dal 29 al 25 per cento; fig. 12.9.b); è cresciuto invece il peso dei titoli emessi da imprese residenti e dei titoli di Stato esteri.

Figura 12.8

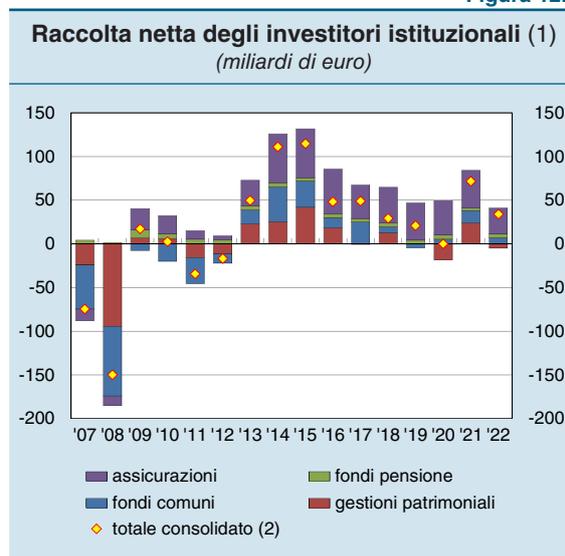
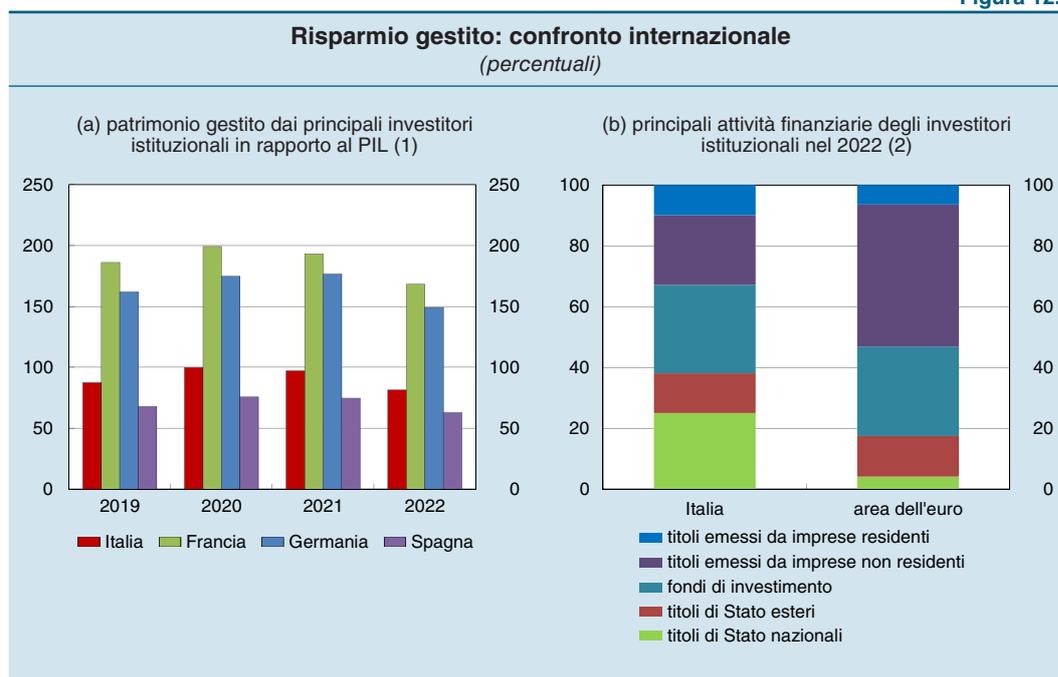


Figura 12.9



Fonte: BCE.

(1) Totale delle attività delle assicurazioni, dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione. – (2) Sono escluse le gestioni patrimoniali; i dati sull'area dell'euro non includono l'Italia.

*I fondi comuni.* – Nel 2022 la raccolta netta dei fondi comuni aperti di diritto italiano è stata pressoché nulla<sup>15</sup>. I significativi deflussi dei fondi obbligazionari (-4,5 miliardi; circa il 4 per cento del patrimonio netto di dicembre del 2021) sono stati compensati dall'afflusso nei comparti azionario e monetario (3,4 e 1,3 miliardi, rispettivamente). Alla fine dell'anno il patrimonio complessivo del settore era sceso a 236 miliardi e continuava a rappresentare circa il 40 per cento di quello delle gestioni collettive, sia di diritto italiano sia di diritto estero, relative a gruppi italiani. Nel primo trimestre del 2023 la raccolta netta dei fondi aperti di diritto italiano è stata positiva per circa un miliardo.

Il patrimonio dei fondi aperti di diritto italiano che promuovono investimenti con caratteristiche ambientali, sociali e di governo societario (*environmental, social and governance*, ESG) nel rispetto del regolamento europeo per la trasparenza degli investimenti sostenibili (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) ha continuato a crescere e ha raggiunto circa 95 miliardi. L'aumento è riconducibile esclusivamente ai fondi che investono tenendo conto anche dei criteri di sostenibilità ambientale o sociale (ex art. 8 dell'SFDR; *light green*), il cui patrimonio era di 88 miliardi alla fine del 2022. Le risorse gestite dai fondi che hanno come obiettivo principale gli investimenti sostenibili (ex art. 9 dell'SFDR; *dark green*) si sono invece ridotte, da 8 a 7 miliardi, per effetto della diminuzione del valore delle attività detenute. Alla fine dell'anno tutti i fondi italiani *dark green* esaminati avevano un

<sup>15</sup> La raccolta netta è stata invece nel complesso positiva se si includono anche i fondi di diritto estero gestiti da SGR italiane.

rating di sostenibilità elevato, ossia superiore alla mediana<sup>16</sup>; al contrario, quasi tre quinti degli intermediari *light green* avevano un rating pari o inferiore alla mediana, una quota solo di poco più bassa di quella dei restanti fondi non classificati come ESG (circa il 70 per cento). L'entrata in vigore a gennaio del 2023 degli standard tecnici di regolamentazione (*Regulatory Technical Standards*, RTS), approvati ad aprile dello scorso anno<sup>17</sup>, ha introdotto norme più dettagliate sulla definizione degli strumenti sostenibili e contribuirà a mitigare i rischi di un disallineamento tra la classificazione ESG degli intermediari e l'effettivo grado di sostenibilità dei loro investimenti.

Anche nel 2022 è proseguita l'espansione del settore dei fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi italiani. Circa tre quarti del patrimonio del comparto sono riconducibili ai FIA immobiliari. Il valore degli attivi detenuti da questi ultimi è salito a 114 miliardi, beneficiando anche di una raccolta netta positiva in linea con l'anno precedente (4,5 miliardi). La quasi totalità del patrimonio è riconducibile al segmento dei fondi chiusi riservati agli investitori professionali. In particolare, circa un terzo delle quote dei fondi immobiliari italiani è stato sottoscritto da investitori esteri, soprattutto degli altri paesi dell'area dell'euro. Tra gli investitori italiani, le compagnie assicurative e gli enti previdenziali sono i principali sottoscrittori (20 per cento per entrambe le categorie)<sup>18</sup>. Gli investimenti dei fondi italiani si sono concentrati per oltre il 90 per cento nel settore degli immobili commerciali, dove gli acquisti dei fondi hanno rappresentato circa un terzo del valore complessivo degli scambi, prevalentemente nelle province di Milano e di Roma (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023).

Alla fine dell'anno il patrimonio dei FIA mobiliari italiani era di circa 36 miliardi, con una raccolta netta di 2 miliardi nel 2022. La crescita del settore è in larga parte imputabile ai fondi che investono nel capitale di rischio delle aziende (private equity) e a quelli di debito (private debt). Nonostante l'espansione di entrambi i comparti, il ruolo degli operatori italiani è ancora limitato nel mercato nazionale. Secondo i 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 2022 era infatti riconducibile a FIA esteri (quasi 10 su 12 miliardi).

Al fine di ampliare la platea dei potenziali sottoscrittori, a marzo del 2022 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>19</sup>. L'iniziativa non ha ancora avuto effetti significativi

<sup>16</sup> L'analisi è stata condotta utilizzando il *Morningstar sustainability rating* (MSR), una misura dei rischi ambientali, sociali e di governo societario cui sono esposti gli emittenti dei titoli detenuti dai fondi. A ogni intermediario è assegnato un rating crescente da 1 a 5 in termini di livello di sostenibilità degli investimenti. Si considera come rating di sostenibilità elevato un punteggio superiore alla mediana del comparto dei fondi di diritto italiano, pari a 3. Sono esclusi dall'analisi i fondi per i quali l'MSR non è disponibile a dicembre del 2022.

<sup>17</sup> Regolamento delegato UE/2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 che integra il regolamento UE/2019/2088.

<sup>18</sup> Il resto del patrimonio è stato sottoscritto da banche (3 per cento) e da altri investitori istituzionali italiani.

<sup>19</sup> Il DM 19/2022 del Ministero dell'Economia e delle finanze, 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 sia pari o superiore a 100.000 euro.

sul comparto e la quota del patrimonio sottoscritto da investitori non professionali è rimasta inferiore al 2 per cento.

Nel 2022 gli utili netti delle SGR sono scesi del 33 per cento nel confronto con il 2021, a causa di una flessione delle commissioni nette e di un lieve aumento dei costi operativi. Il rapporto fra il patrimonio di vigilanza e il requisito patrimoniale di questi intermediari è leggermente diminuito (5,5 rispetto a 5,6 del 2021), rimanendo comunque su livelli adeguati.

*Le assicurazioni.* – L'anno scorso la raccolta netta delle assicurazioni è significativamente scesa (30 miliardi; -30 per cento). Il calo è riconducibile alla riduzione dei premi nel ramo vita (16 miliardi a fronte di 30 nel 2021), dove si è verificata una flessione sia nel ramo I (polizze tradizionali), sia nel ramo III (polizze unit linked e index linked). La raccolta ha risentito soprattutto della riallocazione di portafoglio da parte dei contraenti, alla ricerca di investimenti più remunerativi rispetto ai prodotti di investimento assicurativo. Dalla seconda parte dell'anno si è inoltre osservato un aumento dei riscatti, in particolare per le compagnie che distribuiscono attraverso la rete di sportelli bancari o mediante promotori finanziari, che rappresentano i principali canali di raccolta dei premi vita (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023).

La redditività delle compagnie vita è stata lievemente negativa, per effetto sia del calo della raccolta sia delle minusvalenze sulle obbligazioni in portafoglio generate dal rialzo dei rendimenti di mercato<sup>20</sup>. Entrambi i fattori, associati a specifiche vulnerabilità strutturali, hanno contribuito alla crisi della compagnia Eurovita, che ha reso necessaria l'adozione di misure di risanamento della società e di salvaguardia della stabilità finanziaria (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023). Dal 29 marzo 2023 la compagnia è stata posta in amministrazione straordinaria con decreto del Ministro delle Imprese e del made in Italy, su proposta dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass). La temporanea sospensione della facoltà di riscatto delle polizze da parte della clientela è stata disposta per assicurare un ordinato svolgimento delle attività e accompagnare la definizione di una soluzione di mercato.

Nel comparto danni la raccolta netta è stata positiva (14 miliardi) e in crescita (6 per cento). Nonostante l'incremento dei premi, il ROE del comparto è diminuito (dal 7 al 5 per cento), principalmente a causa dell'impatto dell'inflazione sugli oneri per sinistri.

La patrimonializzazione del comparto assicurativo si è ridotta, risentendo dell'incremento del requisito patrimoniale, riconducibile all'aumentata esposizione ai rischi di tasso di interesse e di estinzione anticipata dei contratti vita. L'indice di solvibilità resta comunque su livelli elevati, prossimi alla media europea.

<sup>20</sup> Circa un terzo delle compagnie italiane ha adottato la deroga normativa che consente di sospendere temporaneamente gli effetti sui risultati economici del 2022 delle minusvalenze sui titoli del portafoglio non immobilizzato (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023).

## 13. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2022 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono nel complesso peggiorate a causa delle persistenti pressioni inflazionistiche, dell'orientamento della politica monetaria più restrittivo delle attese e del rallentamento del quadro congiunturale nella seconda metà dell'anno. Ha inoltre pesato la maggiore avversione al rischio degli investitori connessa principalmente con l'incertezza geopolitica globale scaturita dal conflitto in Ucraina.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono saliti significativamente, mentre i differenziali con i corrispondenti titoli decennali tedeschi sono aumentati in misura più contenuta. Questi incrementi sono stati accompagnati da un peggioramento delle condizioni di liquidità del mercato. Sono inoltre diminuite le emissioni nette di titoli pubblici, mentre è proseguito il collocamento di quelli destinati a finanziare progetti volti a sostenere la transizione ecologica. Gli spread delle obbligazioni private sono rimasti su livelli in media più elevati rispetto all'anno precedente, frenando il ricorso al mercato da parte delle imprese e delle banche. Le quotazioni azionarie sono scese, risentendo del deterioramento delle prospettive di crescita globale e del progressivo rialzo dei tassi di interesse.

Nell'ultimo trimestre del 2022 e all'inizio del 2023 le condizioni dei mercati finanziari sono migliorate, per poi peggiorare temporaneamente a seguito dell'incertezza connessa con le prospettive dell'inflazione e con la reazione delle politiche monetarie. Nella seconda metà di marzo i dissesti di alcune banche negli Stati Uniti e in Svizzera hanno determinato marcate e transitorie oscillazioni dei corsi azionari, soprattutto nel comparto bancario, a fronte di variazioni più contenute dei rendimenti dei titoli di Stato.

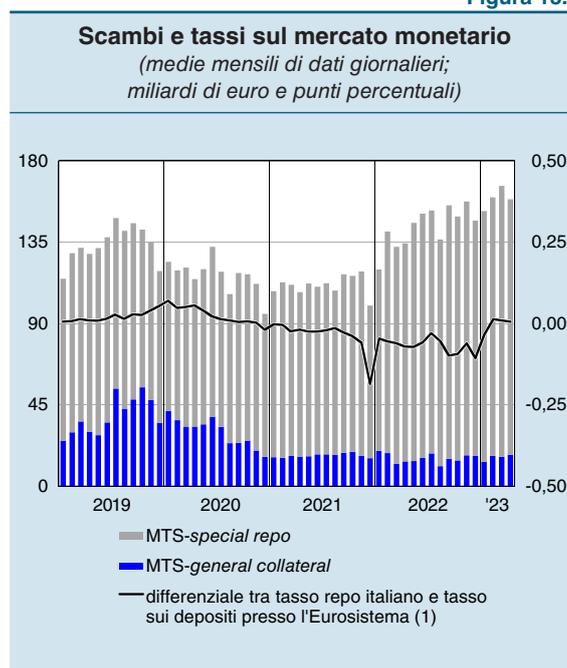
Nel marzo 2023 è stato recepito nell'ordinamento italiano il regolamento europeo relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (*distributed ledger technologies*, DLT). In aggiunta alla forma dematerializzata e a quella cartolare, il DLT Pilot Regime consente alle infrastrutture di mercato che offrono servizi di negoziazione e regolamento delle transazioni in titoli di sperimentare l'applicazione delle tecnologie DLT per alcuni strumenti finanziari.

### *I mercati monetari e dei titoli pubblici*

*Il mercato monetario.* – Nel 2022 gli scambi medi giornalieri dei contratti pronti contro termine in titoli di Stato sul mercato MTS repo sono aumentati sensibilmente (a 143 miliardi di euro, da 111 nel 2021; fig. 13.1), sospinti dall'attività di prestito titoli degli operatori italiani.

La ridotta esigenza di provvista a breve termine delle banche, dovuta all'ampia liquidità presente nel sistema, ha determinato una contrazione degli scambi sul segmento *general collateral* (-9 per cento), prevalentemente utilizzato per questa finalità. L'incremento delle negoziazioni sul segmento *special repo* (26 per cento) ha invece continuato a riflettere l'attività di prestito di titoli specifici, sostenuta dall'elevata domanda di collaterale in un contesto di incertezza sul quadro macroeconomico e geopolitico. Vi ha inoltre contribuito, nel corso dell'estate, l'apertura di posizioni ribassiste connesse con aspettative di rialzo dei tassi di politica monetaria. L'attività di negoziazione è rimasta consistente anche nei primi quattro mesi del 2023.

Figura 13.1



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa e CME Group.  
(1) Scala di destra.

Nel segmento *general collateral* i tassi di interesse medi a un giorno sui prestiti di titoli di Stato italiani si sono mantenuti lievemente al di sotto del tasso sui depositi presso l'Eurosistema. La trasmissione del rialzo dei tassi di politica monetaria è avvenuta nel complesso in modo ordinato.

*L'offerta e la domanda di titoli pubblici.* – Nel 2022 le emissioni nette di titoli pubblici italiani si sono ridotte sensibilmente rispetto all'anno precedente, da 81 a 25 miliardi. Il calo ha riflesso quello del fabbisogno, favorito in particolare dal buon andamento delle entrate, e l'utilizzo di parte delle disponibilità liquide detenute dal Tesoro (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica*). La vita media residua dei titoli di Stato in circolazione alla fine del 2022 era pari a 7 anni, valore analogo a quello del 2021 (7,1 anni); la durata media delle emissioni effettuate nell'anno è diminuita da 6,5 a 5,7 anni. Il costo medio dell'ammontare di titoli di Stato in circolazione è salito al 2,2 per cento alla fine dell'anno, invertendo la tendenza in atto dal 2012.

È proseguito il collocamento di titoli di Stato destinati a finanziare progetti per sostenere la transizione ecologica, attraverso l'emissione di un BTP Green con durata di 13 anni per un importo di 8 miliardi. Nel 2023 verrà collocato un altro BTP Green con durata di 8 anni (cfr. il riquadro: *Il mercato delle obbligazioni verdi nell'area dell'euro e in Italia*).

## IL MERCATO DELLE OBBLIGAZIONI VERDI NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA

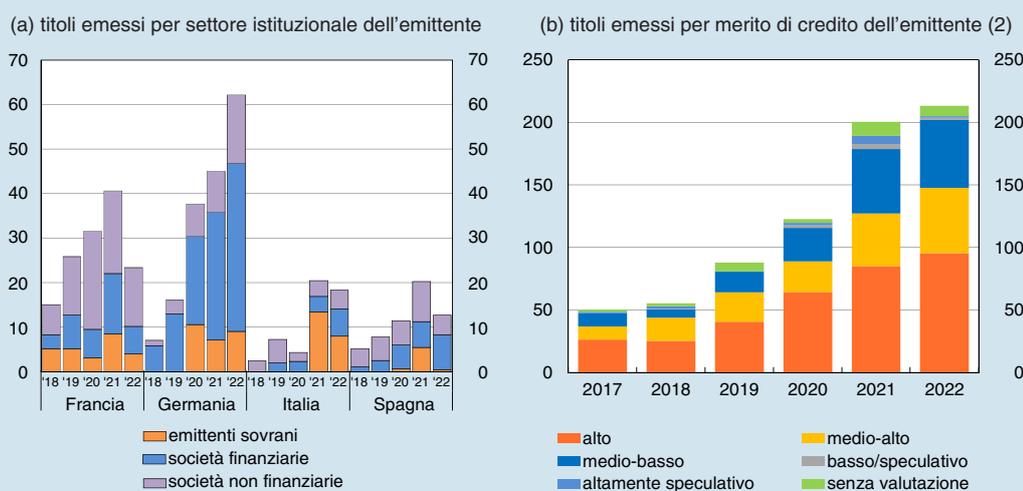
Le obbligazioni verdi (green bond) sono titoli di debito emessi principalmente da istituzioni nazionali, sovranazionali, imprese o banche per finanziare progetti

volti a sostenere la transizione ecologica. Sono soggette a specifici criteri di idoneità, definiti dal quadro normativo di riferimento, per garantire che la raccolta sia utilizzata per il perseguimento degli obiettivi ambientali<sup>1</sup>. Nell'area le emissioni di questi titoli sono cresciute da circa 90 miliardi di euro nel 2019 a oltre 200 nel 2022; la loro quota sul totale delle emissioni obbligazionarie complessive è passata dal 4 al 18 per cento. L'area dell'euro sta contribuendo significativamente all'emissione di obbligazioni verdi: secondo dati di fonte Dealogic, circa la metà dei titoli verdi emessi nel mondo nel 2022 sono riconducibili a emittenti, pubblici o privati, residenti nell'area.

L'espansione del mercato è stata favorita dall'ampia raccolta effettuata dalla Commissione europea nell'ambito del programma *Next Generation EU* (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica*), i cui fondi sono costituiti per circa un quinto da obbligazioni verdi. Anche i principali emittenti sovrani e le società dell'area dell'euro hanno ampliato il ricorso a questi strumenti per finanziare progetti sostenibili (figura, pannello a): tra il 2019 e il 2021 i green bond hanno avuto una crescita significativa in Germania, Francia e Spagna, per lo più nel settore privato,

Figura

**Obbligazioni verdi a medio-lungo termine emesse nell'area dell'euro (1)**  
(valori nominali; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno. Nel caso di titoli emessi da società, la nazionalità, il merito di credito dell'emittente e il settore fanno riferimento alla società capogruppo. – (2) Il merito di credito riportato è quello determinato all'emissione come media della valutazione delle tre principali agenzie di rating (S&P, Fitch e Moody's). La classe di merito creditizio "alto" include emittenti con rating corrispondente alle classi S&P da AAA ad AA-; la classe "medio-alto" da A+ ad A-; la classe "medio-basso" da BBB+ a BBB-; la classe "basso/speculativo" da BB+ a BB-; la classe "altamente speculativo" da B+ a B-.

<sup>1</sup> Attualmente non esiste un unico standard globale per la certificazione delle obbligazioni verdi. La qualificazione di "obbligazione verde" è determinata dall'emittente stesso o da una società esterna che ne garantisce l'aderenza alle linee guida dell'International Capital Market Association (ICMA) o agli standard della *Climate Bond Initiative*. L'Unione europea sta lavorando attivamente alla creazione di uno standard comune (*European Green Bond Standard*) all'interno della strategia per la neutralità climatica della Commissione (Green Deal). La nuova regolamentazione dell'Unione, che ha raggiunto in marzo un primo accordo tra il Consiglio e il Parlamento europeo, è volta a garantire che le obbligazioni verdi emesse siano in linea con la tassonomia europea delle attività sostenibili.

e in Italia, principalmente in quello pubblico. Nel 2022 la Germania è diventata il paese con maggiori emissioni verdi a livello globale, con un ammontare collocato pari a 62 miliardi di euro, superando Cina e Stati Uniti; l'Italia è all'ottavo posto, con 18 miliardi (al tredicesimo per le emissioni convenzionali). Di questi 18 miliardi, 6 provengono dal settore finanziario con dieci collocamenti, 3 miliardi da imprese del settore energetico e dei servizi di pubblica utilità con sei collocamenti, 1 miliardo da altre imprese con due collocamenti e infine 8 dal Tesoro in una singola emissione.

In Europa tra il 2019 e il 2022 si è osservata una progressiva diversificazione degli emittenti, con una crescita dell'attività di collocamento da parte di imprese operanti in settori ad alta intensità carbonica, quali quelli dell'energia e dei servizi di pubblica utilità, dei trasporti e delle costruzioni, e con un merito di credito relativamente più basso (figura, pannello b). Tra gli emittenti privati l'ammontare medio collocato in una singola operazione è stato simile tra obbligazioni verdi e convenzionali, mentre tra gli emittenti sovrani la dimensione media delle emissioni verdi è stata pari al doppio. Vi ha contribuito anche la forte domanda degli investitori nel mercato dei titoli pubblici verso questa nuova classe di attività.

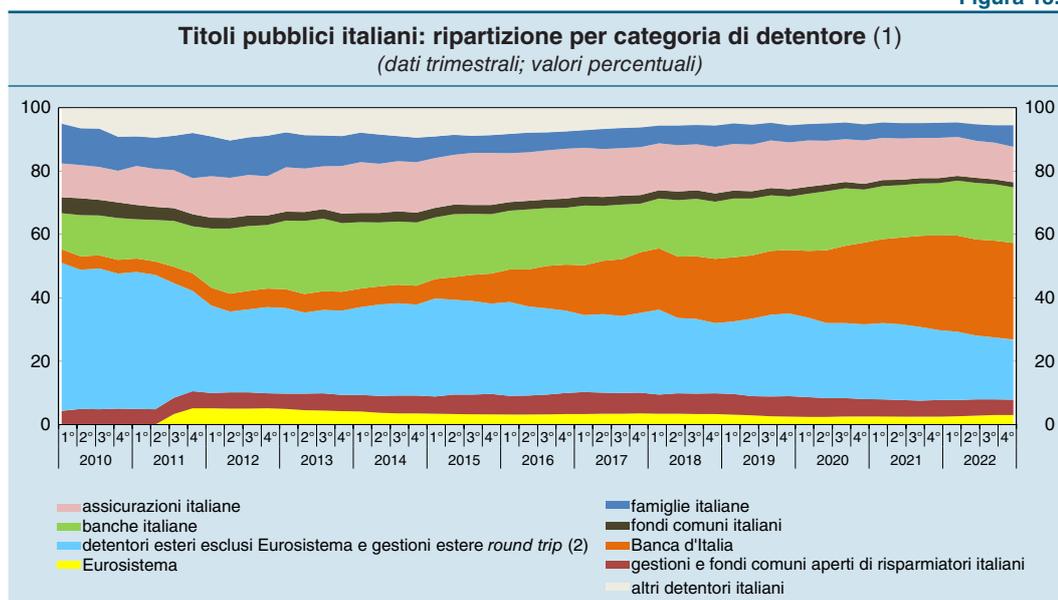
Nel corso del 2022 i BTP Green italiani<sup>2</sup> hanno beneficiato di un'elevata liquidità (cfr. il paragrafo: *I mercati monetari e dei titoli pubblici*) e i loro rendimenti sono stati in media inferiori di 3 punti base a quelli dei corrispondenti BTP convenzionali; in concomitanza con i momenti di maggiore tensione sui mercati, questo divario si è ampliato, riflettendo anche il più lungo orizzonte di investimento dei detentori di attività verdi rispetto agli investitori in attività tradizionali.

<sup>2</sup> La prima emissione di BTP Green con scadenza ad aprile 2045 è avvenuta nel 2021 per un importo complessivo pari a 13,5 miliardi di euro. Nel 2022 è stata effettuata una seconda emissione per un ammontare di 8 miliardi, con scadenza ad aprile 2035. Un terzo titolo verrà emesso nel 2023. I proventi netti delle emissioni verranno utilizzati nell'ambito degli obiettivi ambientali individuati dal *Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato green*, monitorandone gli impatti positivi sul clima e sull'ambiente. Un organismo indipendente ha certificato la conformità di questi strumenti alle linee guida redatte dall'ICMA, tenendo anche in considerazione il futuro standard comune europeo.

Nel 2022 la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è aumentata al 30,6 per cento (30 nel 2021; fig. 13.2) a seguito degli acquisti netti effettuati fino a marzo nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) e sino a giugno per il programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP).

Sono salite le quote di titoli di Stato nel portafoglio delle famiglie italiane e delle banche (del 2 e dell'1 per cento, rispettivamente), mentre si è ridotta la quota delle assicurazioni (di quasi 2 punti, all'11,1 per cento). È proseguito il calo della percentuale di titoli detenuti da investitori esteri, passata dal 29,8 al 26,8 per cento. Secondo nostre stime, il peso del settore estero calcolato 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 sceso di 3,2 punti percentuali, al 18,8 per cento.

Figura 13.2



Fonte: Banca d'Italia e stime basate su dati Assogestioni e BCE.

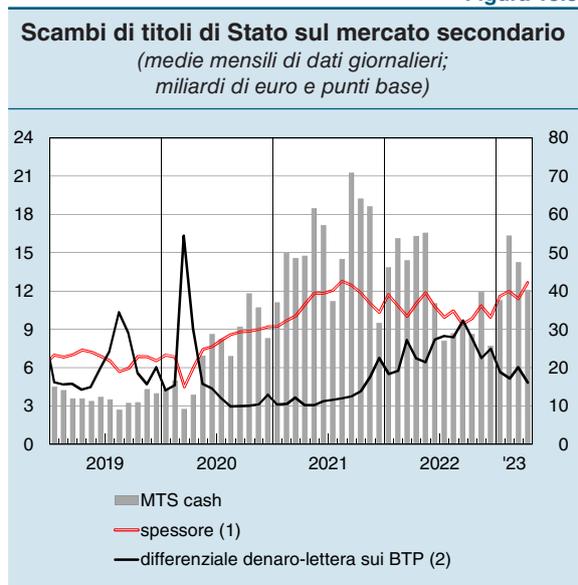
(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosystem (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

Nel primo trimestre del 2023 la quota di titoli detenuta dalla Banca d'Italia è diminuita (al 30,3 per cento), anche a seguito della decisione della Banca centrale europea di ridurre le consistenze di titoli detenuti dall'Eurosystem nell'ambito dell'APP (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), così come la quota degli investitori esteri (al 26,2 per cento).

*Gli scambi dei titoli pubblici sul mercato secondario.* – Nel 2022 il valore medio degli scambi giornalieri di titoli di Stato italiani sul mercato a pronti MTS cash è diminuito a 11,9 miliardi, da 15,4 nel 2021 (fig. 13.3).

La liquidità del mercato MTS ha risentito sia delle tensioni geopolitiche e dell'incertezza sul quadro macroeconomico, sia dell'inasprimento delle condizioni monetarie (cfr. il riquadro: *La liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani*). Le quantità proposte dai *market makers* nella loro attività di quotazione dei BTP sono lievemente scese. Il differenziale medio di prezzo denaro-lettera è salito a 25 punti base, contro i 13

Figura 13.3



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.

del 2021. Nei primi mesi del 2023 gli scambi e l'attività di quotazione hanno mostrato segnali di ripresa, pur in un contesto di alta volatilità.

Anche nel 2022 la liquidità dei due BTP Green scambiati sui mercati è risultata leggermente migliore di quella dei BTP convenzionali con durata residua simile. I *market makers* hanno proposto differenziali di prezzo denaro-lettera più contenuti e quantità più elevate; la media giornaliera degli scambi è stata superiore di oltre il 30 per cento a quella dei corrispondenti BTP convenzionali.

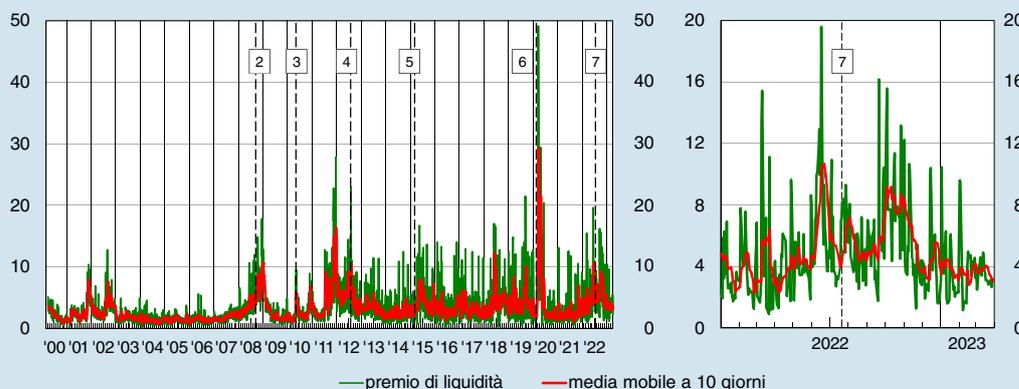
## LA LIQUIDITÀ DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI

Nel 2022 la liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani è nel complesso peggiorata rispetto all'anno precedente. Come avvenuto in altri paesi europei, i differenziali fra le quotazioni lettera e denaro si sono ampliati, i volumi di contrattazione sono diminuiti e la volatilità dei corsi è notevolmente aumentata.

Dal 2000 il premio per il rischio di liquidità stimato sui BTP decennali è stato mediamente molto ridotto (circa 3 punti base; figura)<sup>1</sup>. Si sono tuttavia osservati aumenti significativi in corrispondenza di periodi di forti turbolenze dei mercati, come durante la crisi finanziaria globale, quella dei debiti sovrani nell'area dell'euro e la fase iniziale della pandemia.

Figura

**Andamento del premio di liquidità dei BTP decennali (1)**  
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

(1) Il premio per il rischio di liquidità viene stimato sulla base dei risultati di un'analisi econometrica che mette in relazione il differenziale di rendimento tra i BTP decennali *on-the-run* e *off-the-run* con sette delle principali misure delle condizioni di liquidità del mercato proposte in letteratura (il differenziale denaro-lettera, l'indicatore di Roll, lo stimatore di Corwin e Shultz, l'indicatore di Abdi e Rinaldo, l'indicatore di Hui e Heubel, la misura di illiquidità di Amihud e il volume scambiato). – (2) Crisi finanziaria globale (15 settembre 2008). – (3) Salvataggio della Grecia dalla crisi economica (5 maggio 2010). – (4) M. Draghi, *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*, discorso tenuto alla Global Investment Conference, Londra, 26 luglio 2012. – (5) Inizio del programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP; 9 marzo 2015). – (6) Scoppio della pandemia in Italia (21 febbraio 2020). – (7) Inizio della fase di rialzo dei tassi di riferimento da parte della BCE (21 luglio 2022).

<sup>1</sup> Il premio per il rischio di liquidità misura la remunerazione aggiuntiva richiesta dagli investitori per detenere un'attività più difficilmente smobilizzabile rispetto a una perfettamente liquida. Le stime qui riportate sono basate su dati di fonte mercato telematico dei titoli di Stato (MTS); per maggiori dettagli, cfr. M.L. Drudi e G.C. Venturi, *Assessing the liquidity premium in the Italian bond market*, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Nel corso del 2022 il premio si è mantenuto su livelli contenuti (circa 5 punti base), ma superiori a quelli medi storici. I due periodi di maggiore tensione, all'inizio di giugno e in autunno, sono riconducibili al temporaneo aumento dell'incertezza sul quadro macroeconomico e al processo di normalizzazione della politica monetaria.

All'inizio del 2023 i premi di liquidità sono leggermente scesi, in concomitanza con condizioni più distese nel mercato dei titoli di Stato, nonostante i dissesti di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera nel mese di marzo.

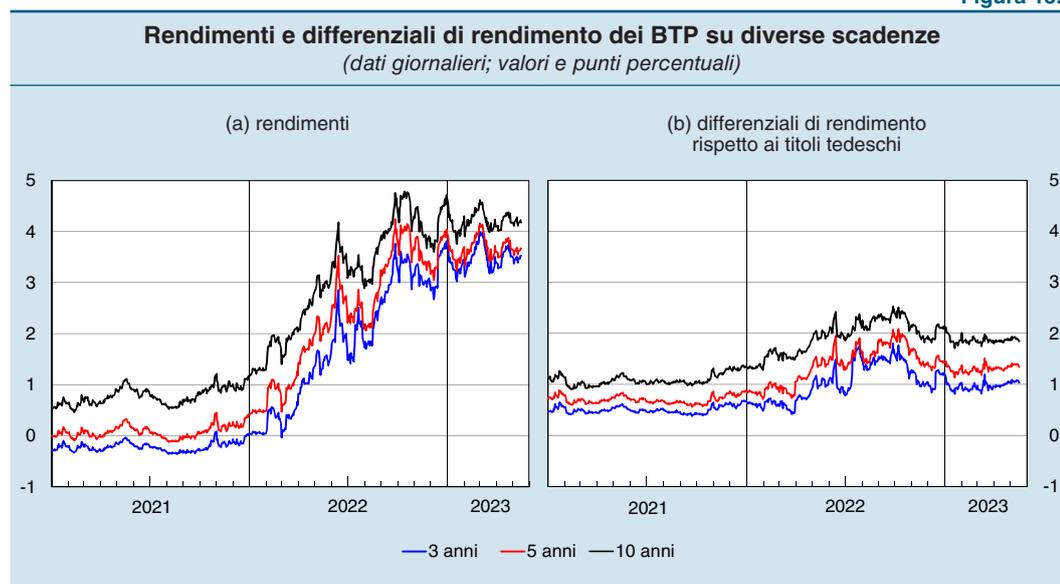
Nel complesso, il mercato dei titoli di Stato italiani è molto liquido nel confronto internazionale, grazie anche alla presenza di volumi di scambio significativi sul segmento all'ingrosso e di un ampio mercato dei futures.

*I rendimenti dei titoli pubblici.* – Il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani è aumentato di oltre 350 punti base nel 2022 (al 4,7 per cento; fig. 13.4.a); i rialzi sono stati lievemente maggiori per le scadenze a 3 e a 5 anni (360 e 378 punti base, rispettivamente). Gli incrementi hanno riflesso soprattutto i più elevati tassi di politica monetaria della BCE, analogamente a quanto avvenuto per i rendimenti di tutti i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro.

Nei primi cinque mesi del 2023 i rendimenti dei titoli pubblici sono leggermente diminuiti, pur con oscillazioni determinate dall'incertezza sul contesto macroeconomico e sulle decisioni di politica monetaria.

Nel corso del 2022 il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi sulla scadenza decennale è salito di circa 80 centesimi di punto percentuale, collocandosi alla fine dell'anno intorno ai 215 punti base (fig. 13.4.b). L'andamento ha risentito del processo di normalizzazione della politica monetaria

Figura 13.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

da parte della BCE. L'annuncio, in giugno, del nuovo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria ha tuttavia contribuito a ridurre le tensioni sul mercato dei titoli pubblici (cfr. il riquadro: *Le misure di contrasto ai rischi di frammentazione delle condizioni finanziarie* del capitolo 3). Il differenziale ha raggiunto un massimo in autunno a causa dell'incertezza politica collegata alla formazione del nuovo Governo, per poi ridiscendere nell'ultimo trimestre del 2022 e stabilizzarsi nei primi mesi del 2023.

Alla metà di maggio di quest'anno il rendimento del titolo di Stato italiano decennale era pari al 4,2 per cento e il suo differenziale rispetto al titolo tedesco corrispondente si collocava intorno ai 185 punti base.

### *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*

*Le emissioni.* – Nel 2022 l'incremento del costo della raccolta ha frenato il ricorso al mercato obbligazionario delle società non finanziarie italiane e, per la prima volta dal 2019, le emissioni nette di titoli con durata all'emissione superiore all'anno sono state negative (tav. 13.1): i collocamenti lordi si sono più che dimezzati rispetto al 2021 (da 33 a 14 miliardi), mentre i rimborsi sono aumentati (da 14 a 16 miliardi). Il rialzo dei tassi di interesse privi di rischio a lungo termine ha indotto le aziende a intensificare i collocamenti a tasso variabile, misto o strutturato, passati nel corso dell'anno dal 33 al 42 per cento del totale. In rapporto al PIL la consistenza di obbligazioni emesse dalle imprese è leggermente scesa, all'8,7 per cento, un livello inferiore a quello medio dell'area dell'euro (11,6 per cento).

Il sensibile aumento dei rimborsi di obbligazioni da parte delle banche italiane (da 60 a 77 miliardi) ha più che compensato l'incremento delle emissioni lorde (da 54 a 67 miliardi). Complessivamente, sono stati quindi effettuati maggiori rimborsi netti rispetto all'anno precedente (tav. 13.1). Alla fine del 2022 l'ammontare di obbligazioni bancarie in circolazione era pari al 21,2 per cento del PIL, ben al di sotto della media dell'area dell'euro (32,5 per cento).

**Tavola 13.1**

<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
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2022
Banche	-19.360	-5.994	-9.468	424.195	411.440	404.152	21,2
Altre società finanziarie (3)	5.795	8.909	16.511	250.503	257.075	270.713	14,2
Società non finanziarie	7.786	19.111	-2.048	143.115	164.840	166.207	8,7
<b>Totale</b>	<b>-5.779</b>	<b>22.026</b>	<b>4.995</b>	<b>817.813</b>	<b>833.355</b>	<b>841.072</b>	<b>44,1</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.

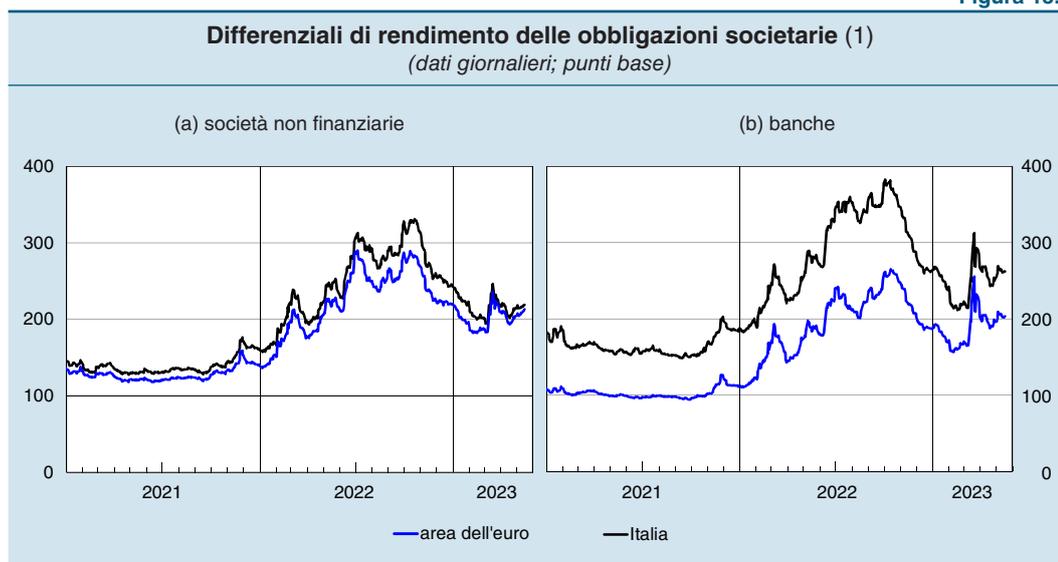
Nel confronto con il periodo corrispondente dello scorso anno, nel primo trimestre del 2023 sono aumentati i collocamenti netti sia delle imprese sia delle banche.

*I differenziali di rendimento.* – Nel 2022 i costi di finanziamento delle imprese e delle banche sono saliti sensibilmente, risentendo dell’accelerazione della restrizione della politica monetaria e dell’accresciuta avversione al rischio degli investitori innescata dal conflitto in Ucraina. Nei primi nove mesi dell’anno il differenziale medio tra il rendimento dei titoli emessi dalle società non finanziarie italiane e quello dei titoli ritenuti più sicuri, che misura il premio per il rischio di credito, è aumentato notevolmente, in linea con quello delle altre aziende dell’area dell’euro. Sull’ampliamento del differenziale hanno pesato timori che il peggioramento delle condizioni finanziarie potesse incidere in modo negativo sulle prospettive reddituali e finanziarie delle imprese, determinando una crescita delle insolvenze (fig. 13.5.a). La tendenza si è invertita nell’ultimo trimestre, quando i differenziali sono diminuiti, riflettendo un miglioramento della propensione al rischio in una fase di rallentamento ciclico meno intenso del previsto.

Anche i differenziali di rendimento delle obbligazioni bancarie italiane si sono ampliati sensibilmente nei primi nove mesi del 2022, per poi diminuire nella parte finale dell’anno, pur rimanendo su livelli più elevati rispetto a quelli medi dell’area dell’euro (fig. 13.5.b).

Il calo dei differenziali delle obbligazioni private italiane e dell’area dell’euro è proseguito nei primi mesi di quest’anno. A marzo il dissesto di alcune banche negli Stati Uniti e in Svizzera ha prodotto un repentino rialzo – in parte riassorbito nelle settimane successive – del premio per il rischio di credito, in particolare per le banche, misurato sia dai differenziali di rendimento delle obbligazioni, sia dai premi sui credit default swap (CDS).

Figura 13.5



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Differenziali di rendimento tra obbligazioni denominate in euro e il 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.

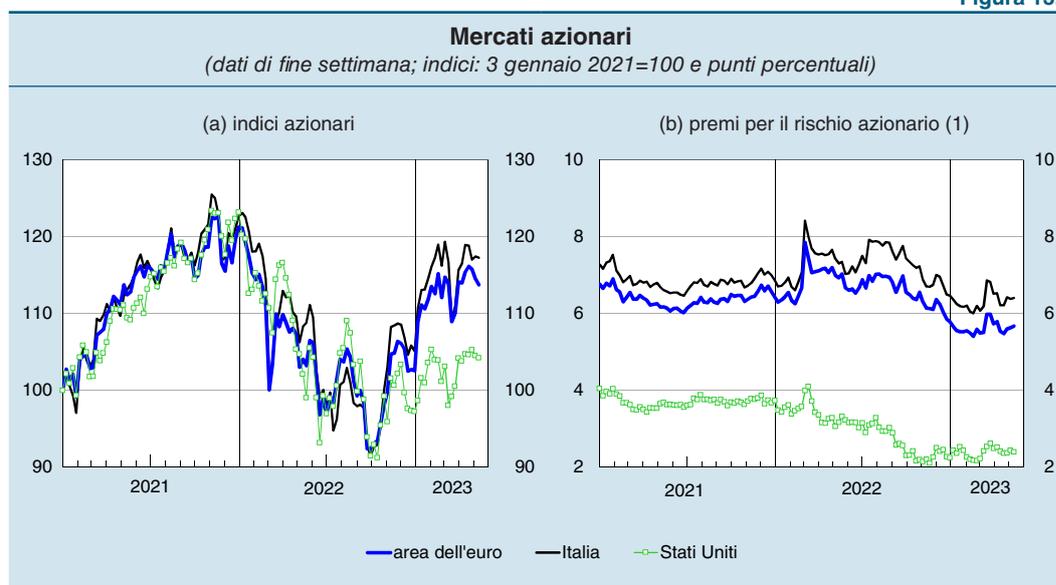
## Il mercato azionario

*Le quotazioni azionarie.* – L'indice del mercato azionario italiano è diminuito di oltre il 15 per cento nel 2022, in linea con la media dell'area dell'euro, nonostante il mercato recuperò nell'ultimo trimestre (fig. 13.6.a). Le quotazioni hanno risentito dell'aumento dei tassi di interesse a lungo termine e dell'accresciuta avversione al rischio a seguito del conflitto in Ucraina. Ad eccezione del comparto energetico, il calo dei corsi ha interessato tutti i principali settori che compongono l'indice generale e in particolare il tecnologico, i servizi sanitari e le telecomunicazioni.

Il premio richiesto dagli investitori per detenere azioni è salito bruscamente in concomitanza con l'avvio della guerra in Ucraina, per poi ridiscendere nella seconda parte dell'anno sospinto da utili aziendali in crescita e, nell'ultimo trimestre, anche da aspettative di un rallentamento del ritmo di rialzo dei tassi di interesse di politica monetaria a livello globale (fig. 13.6.b).

Nei primi cinque mesi del 2023 l'indice del mercato italiano è aumentato dell'11 per cento, in linea con quello dell'area dell'euro. Le quotazioni sono state sostenute dalla diffusione di dati sugli utili relativi al quarto trimestre del 2022 particolarmente positivi e da un rallentamento dell'economia meno intenso delle attese. L'indice del comparto bancario italiano è salito del 20 per cento circa, rispetto all'8 nell'area dell'euro, sospinto dall'incremento della redditività del settore (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023). In marzo gli indici generali hanno risentito solo temporaneamente delle tensioni generate dal dissesto di alcuni intermediari bancari negli Stati Uniti e in Svizzera; tuttavia i corsi del settore bancario, particolarmente colpiti, non hanno ancora recuperato completamente le perdite subite in quella occasione.

Figura 13.6

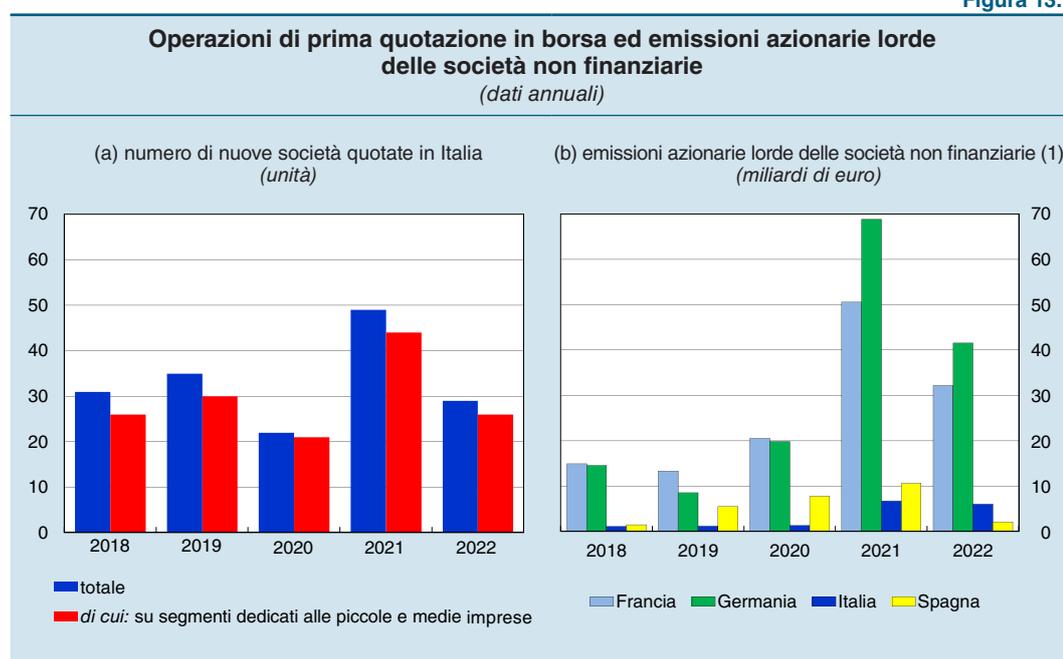


Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Per i 3 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.

*L'offerta di azioni.* – Nel 2022 l'attività di nuova quotazione sul mercato azionario italiano è diminuita rispetto all'anno precedente, con 29 ingressi nel listino (49 nel 2021) e un controvalore totale di 1,5 miliardi (2,3 nel 2021). Il rallentamento è riconducibile, oltre che alle condizioni di mercato poco favorevoli, anche all'attività di collocamento particolarmente intensa osservata nell'ultima parte del 2021, quando si sono dissipati i timori legati alla pandemia. Nel listino principale Euronext Milan (EXM) sono state quotate 3 società (per un controvalore pari a 550 milioni), mentre le restanti 26 sono entrate nel comparto Euronext Growth Milan (EGM), il segmento del gruppo paneuropeo Euronext dedicato alle piccole e medie imprese (fig. 13.7.a). Vi sono state 23 revoche dalla quotazione, di cui 15 nel segmento principale (14 a seguito di un'offerta pubblica di acquisto e una su richiesta dell'emittente) e 8 nel comparto EGM (di cui 5 attraverso un'offerta pubblica di acquisto).

Figura 13.7



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.

Si è ridotta la capitalizzazione media delle 220 società che fanno parte del listino principale EXM (a 3 miliardi, da 3,5 alla fine del 2021); l'andamento è stato guidato dalle 20 aziende a maggiore capitalizzazione. La liquidità del comparto EXM, misurata dal rapporto tra volume scambiato e numero di azioni in circolazione delle singole società (*turnover velocity*), è invece migliorata.

Nel comparto EGM alla fine del 2022 erano quotate 188 società, con una crescita del numero di quelle appartenenti ai settori industriale, dell'alta tecnologia e dei beni di consumo. La capitalizzazione media di mercato delle imprese è scesa rispetto all'anno precedente (57 milioni alla fine del 2022, da 67 nel 2021). Sono inoltre diminuiti gli scambi e il grado di liquidità del comparto.

Nei primi tre mesi del 2023 si sono avute 8 nuove quotazioni, di cui 7 nel segmento EGM, con un incremento sul corrispondente trimestre dell'anno

precedente. Nello stesso periodo sono state revocate 4 società, di cui 3 nel listino principale EXM.

Secondo dati di fonte BCE<sup>1</sup>, lo scorso anno la raccolta di fondi mediante emissioni di nuove azioni da parte di tutte le società italiane è scesa rispetto al 2021 (da 15,1 a 12,4 miliardi). Il ricorso al mercato azionario delle società non finanziarie resta molto contenuto nel confronto con Francia e Germania (fig. 13.7.b).

Nel primo trimestre del 2023 il valore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte delle società italiane è diminuito rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, principalmente a seguito del calo delle operazioni effettuate dalle banche.

### Le infrastrutture di mercato

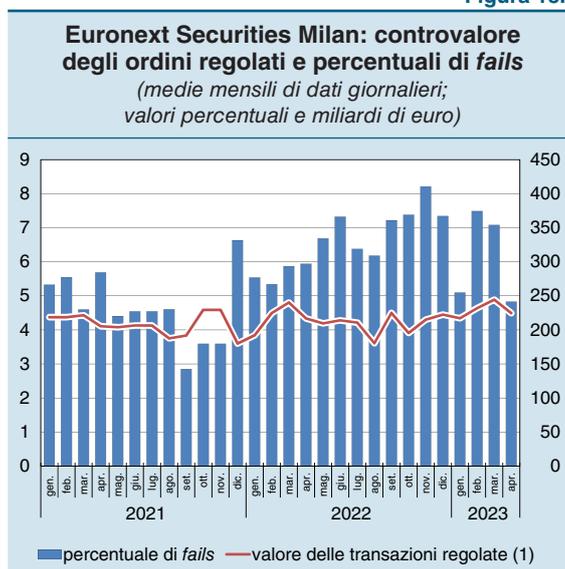
Nel 2022 il numero medio giornaliero di operazioni su TARGET2-Securities (T2S) è stato pari a 716.400, in lieve calo rispetto all'anno precedente, per un controvalore di 744 miliardi. Nei primi mesi del 2023 l'operatività è rimasta su livelli analoghi.

Euronext Securities Milan si conferma il maggiore contributore della piattaforma, con circa il 30 per cento dei controvalori medi giornalieri immessi. I titoli di Stato hanno rappresentato la quasi totalità degli strumenti inviati a regolamento in T2S. La percentuale di operazioni non regolate entro la data stabilita (*fails*) ha raggiunto il 6,9 per cento dei controvalori immessi in media d'anno, con una crescita di circa 2 punti percentuali rispetto al 2021, in un quadro di più elevata volatilità dei mercati. Nei primi quattro mesi del 2023 la quota di mancati regolamenti è diminuita (fig. 13.8).

Nel marzo 2023 è stato recepito nell'ordinamento italiano il DLT Pilot Regime, in attuazione del pacchetto sulla finanza digitale della Commissione europea, che rende possibile l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari in forma digitale (cfr. il riquadro: *L'uso della tecnologia a registro distribuito (DLT) nel ciclo di vita degli strumenti finanziari*).

Nel 2022 l'ammontare medio dei margini raccolti dalla controparte centrale Euronext Clearing (ENXC) è salito del 26 per cento rispetto

Figura 13.8



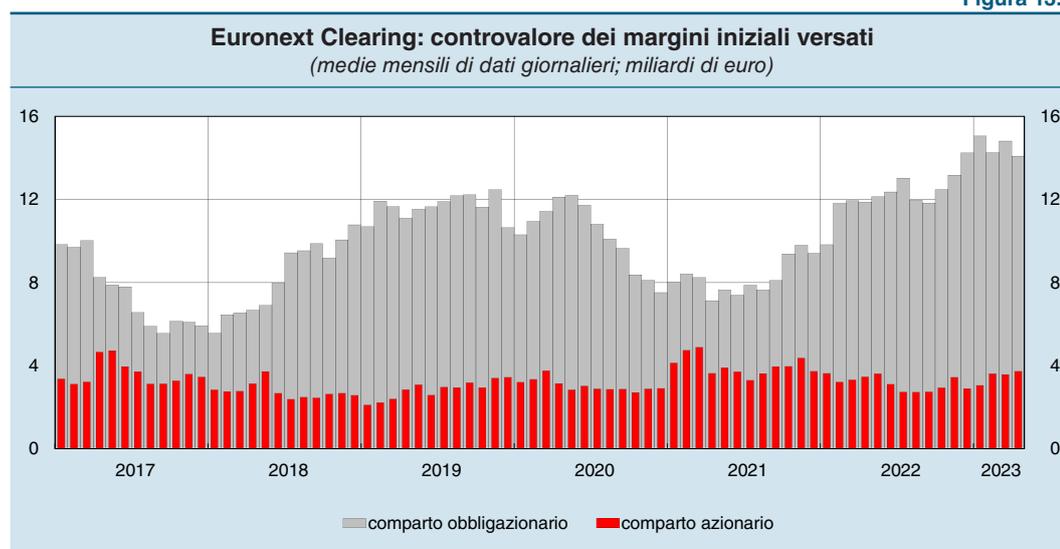
Fonte: elaborazioni su dati Euronext Securities Milan.  
(1) Scala di destra.

<sup>1</sup> A partire dal 2022 le informazioni relative alle emissioni di nuove azioni si basano su serie calcolate secondo metodologie armonizzate nell'ambito del SEBC (CSEC-CSDB Based Securities Issues Statistics). Le nuove serie includono nei flussi anche le transazioni non monetarie e pertanto non sono direttamente confrontabili con quelle di fonte Banca d'Italia utilizzate in precedenza.

all'anno precedente (fig. 13.9); l'incremento è riconducibile sia al maggior controvalore medio garantito (aumentato di circa il 15 per cento nel confronto con il 2021), sia all'effetto sui margini dell'accresciuta volatilità connessa con l'inizio del conflitto in Ucraina. L'andamento è stato diverso nei due settori dove opera ENXC: nel comparto obbligazionario, l'ammontare medio dei margini di ENXC è salito del 48 per cento, mentre in quello azionario è diminuito del 26. La controparte centrale non ha dovuto procedere alla revisione dei parametri applicati per la determinazione dei margini, che sono risultati ampiamente sufficienti a coprire le variazioni di prezzo anche nei momenti di maggiore tensione sui mercati nei mesi di febbraio e marzo 2022, in concomitanza con l'invasione dell'Ucraina. Dal 22 giugno 2022, al termine del processo di validazione previsto dalla normativa europea, la controparte centrale (*central counterparty*, CCP) ha adottato il nuovo modello per la determinazione dei margini basato sulla metodologia *Value at Risk* (VaR), che consente un miglioramento nella gestione del rischio. Nei primi quattro mesi del 2023 la media mensile dei margini totali è aumentata del 13,2 per cento rispetto al trimestre precedente.

Nel corso dell'anno è proseguito il progetto di *clearing internalization* del gruppo Euronext, in base al quale ENXC diverrà la controparte centrale di riferimento per i mercati azionari e dei derivati del gruppo.

Figura 13.9



Fonte: elaborazioni su dati ENXC.

### L'USO DELLA TECNOLOGIA A REGISTRO DISTRIBUITO (DLT) NEL CICLO DI VITA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

Le tecnologie a registro distribuito (*distributed ledger technologies*, DLT) sono in grado di innovare radicalmente il modo di operare delle infrastrutture dei mercati finanziari. Le DLT si basano sulla presenza di archivi di informazioni (registri) in cui le operazioni sono rilevate in modalità sincronizzata e verificate mediante l'utilizzo di meccanismi di coordinamento tra i soggetti che vi hanno accesso (meccanismi di consenso). In virtù di tali caratteristiche le DLT consentono di svolgere le diverse fasi del ciclo di vita degli strumenti finanziari (emissione,

negoiazione, regolamento e custodia) su un'unica piattaforma, senza necessità di ricorrere a sistemi centralizzati distinti per funzione<sup>1</sup>.

Per facilitare la sperimentazione di questo processo innovativo, il regolamento UE/2022/858 (DLT Pilot Regime) permette alle infrastrutture del mercato finanziario di fornire i servizi di negoziazione e di regolamento titoli utilizzando le DLT, per un periodo di tempo limitato (fino a un massimo di sei anni). A tal fine viene introdotto un regime autorizzativo specifico per le infrastrutture (DLT *market infrastructures*) che consente alle autorità competenti di esentare queste infrastrutture dal rispetto di alcuni requisiti normativi che potrebbero rappresentare un ostacolo all'utilizzo delle DLT o limitarne i benefici<sup>2</sup>.

Il DL 25/2023<sup>3</sup>, pubblicato lo scorso 17 marzo, contiene le norme che consentono il recepimento nell'ordinamento italiano del regolamento UE/2022/858, rendendo possibile l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari in forma digitale su registri distribuiti (in aggiunta alla forma dematerializzata, basata su scritturazioni su conti, e a quella cartolare)<sup>4</sup>. Viene inoltre introdotta, a livello nazionale, la figura del "responsabile del registro", non prevista dal regolamento, cui è attribuita la gestione dell'emissione e della circolazione degli strumenti finanziari digitali scambiati *over-the-counter* (OTC), quindi al di fuori di una sede di negoziazione. Il decreto offre all'emittente la possibilità di ricoprire il ruolo di responsabile del registro per gli strumenti finanziari di propria emissione o di avvalersi di un soggetto terzo che svolga l'attività in via professionale.

L'approccio sperimentale adottato dal regolamento UE/2022/858 consentirà agli operatori del mercato e alle autorità di acquisire esperienze sulle opportunità e sui rischi connessi con l'utilizzo di tecnologie innovative, nel rispetto della sicurezza tecnologica e della tutela degli emittenti e degli investitori, in vista della possibile definizione di un nuovo quadro legislativo al termine della sperimentazione. I benefici potenziali dell'utilizzo delle DLT sono: (a) una riduzione dei costi per le fasi di emissione, negoziazione e regolamento, che possono essere gestite sul medesimo registro superando l'esigenza di ricorrere alle tradizionali catene di intermediazione; (b) l'ampliamento temporale dell'operatività rispetto alle infrastrutture tradizionali, dato che il registro distribuito è disponibile quotidianamente in qualunque momento; (c) una maggiore partecipazione alle negoziazioni degli investitori finali, attraverso la possibilità di accedere direttamente al registro.

<sup>1</sup> La gestione delle transazioni finanziarie richiede, di norma, l'intervento di infrastrutture (quali le piattaforme di negoziazione e quelle di regolamento) alle quali abitualmente possono partecipare solo gli intermediari finanziari.

<sup>2</sup> Tra i requisiti oggetto di esenzione figurano, in particolare, l'obbligo di intermediazione previsto dalla direttiva MiFID2, nonché la dematerializzazione degli strumenti finanziari presso un depositario centrale di titoli e il regolamento in moneta di banca centrale imposti dal regolamento CSDR.

<sup>3</sup> Il DL, convertito dalla L. 52/2023, contiene disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech.

<sup>4</sup> Il decreto individua la Banca d'Italia e la Consob come autorità competenti ad autorizzare e a vigilare le infrastrutture di mercato DLT in Italia, definendo il riparto di competenze e le modalità di coordinamento tra le due autorità.

## 14. LE DONNE NEL MERCATO DEL LAVORO

I divari di genere nel mercato del lavoro italiano, sebbene inferiori rispetto al passato, continuano a collocare il nostro paese in una posizione arretrata nel confronto con le altre principali economie europee. Nel 2022 il tasso di occupazione femminile era inferiore di 18 punti percentuali rispetto a quello maschile; inoltre, le donne occupate hanno più di frequente impieghi di tipo temporaneo e part-time, anche se una lavoratrice a tempo parziale su due sarebbe disponibile a lavorare a tempo pieno. La minore quantità di lavoro, insieme a retribuzioni orarie più basse, si traduce in redditi annui mediamente inferiori a quelli degli uomini.

Queste differenze nascono al momento della scelta dei percorsi scolastici, poiché le ragazze tendono a prediligere indirizzi di studio che sono associati a rendimenti inferiori nel mercato del lavoro, sia in termini di retribuzione sia di possibilità di impiego. I divari si accentuano successivamente con la maternità – evento che spinge ancora oggi molte madri ad abbandonare il proprio lavoro o a ridurre drasticamente le ore lavorate – e si ampliano nel corso della vita lavorativa, soprattutto nelle fasce più alte della distribuzione salariale. Le donne sono infatti più spesso occupate in imprese che offrono retribuzioni mediamente più basse e sono meno presenti nelle posizioni apicali delle gerarchie aziendali. Al termine della vita lavorativa i redditi da pensione sono di conseguenza significativamente inferiori.

Politiche adeguate per sostenere la partecipazione femminile al mercato del lavoro possono migliorare le prospettive di crescita dell'economia italiana, anche alla luce del consistente calo della popolazione che avrà luogo nei prossimi decenni: se il tasso di attività delle donne italiane convergesse sull'attuale livello medio europeo, la riduzione della forza lavoro prospettata dalle più recenti proiezioni demografiche per il periodo 2022-2040 si dimezzerebbe.

Un aumento dell'occupazione femminile può essere ottenuto rafforzando l'offerta dei servizi per l'infanzia, incentivando un maggiore coinvolgimento dei padri nella cura dei figli e sostenendo la domanda di lavoro delle donne, anche attraverso misure che promuovano il reinserimento professionale di quelle che hanno lasciato il lavoro da più tempo. Un ampliamento della presenza femminile nelle professioni meglio retribuite e nelle posizioni di vertice può essere favorito da politiche di discriminazione positiva come le quote di genere – che a partire dal 2011 hanno quintuplicato la percentuale di donne negli organi di amministrazione delle società quotate italiane – ma anche da misure di contrasto alle barriere culturali che condizionano le scelte scolastiche e occupazionali delle donne e i comportamenti dei datori di lavoro.

### *Un quadro generale dei differenziali di genere*

In Italia nel 2022 il tasso di occupazione femminile nella fascia di età 15-64 anni era pari al 51,1 per cento, un valore elevato nel confronto con gli ultimi tre decenni, ma

inferiore di 18,1 punti percentuali a quello maschile (fig. 14.1). Questo divario è molto superiore a quello dei principali paesi europei e dipende da una minore partecipazione delle donne al mercato del lavoro<sup>1</sup>, la più bassa nell'Unione europea; hanno invece un peso contenuto le differenze rispetto ai tassi di disoccupazione maschili, sebbene anche queste risultino ampie nel confronto europeo (2,3 punti percentuali, rispetto a 0,6 nella UE).

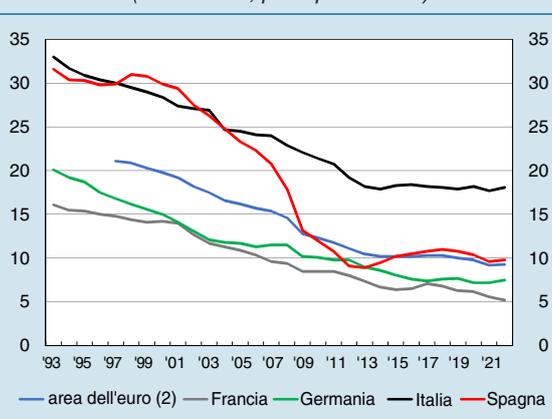
Negli ultimi trent'anni la crescita dell'occupazione femminile è stata favorita dalla diffusione dei contratti part-time, che permettono una migliore conciliazione tra famiglia e lavoro: mentre all'inizio degli anni novanta del secolo scorso poco più di una lavoratrice su dieci era occupata a tempo parziale, nel 2022 la percentuale è salita al 31,7 per cento (per gli uomini dal 2,4 al 7,7 per cento), un valore particolarmente elevato nel confronto con altri paesi europei con tassi di occupazione femminile simili (fig. 14.2.a). L'Italia è anche lo Stato europeo con la più alta quota di donne per le quali la scelta dell'orario ridotto è determinata dalla mancanza di occasioni di lavoro a tempo pieno (più di una donna su due rispetto a meno di una donna su cinque nella media dell'Unione europea).

La crescita più marcata del part-time, insieme alla forte diffusione dei contratti a tempo determinato, si è tradotta in un calo del numero medio di ore lavorate all'anno per occupato più forte per le donne che per gli uomini. Tra i dipendenti del settore privato non agricolo il differenziale di genere in termini di unità annue di lavoro equivalenti a tempo pieno si è ampliato, passando dal 7 per cento all'inizio degli anni novanta a quasi il 15 nel 2021 (fig. 14.2.b).

Come nelle altre economie europee, le retribuzioni orarie femminili sono mediamente più basse di quelle maschili: il divario nel settore privato – sebbene si sia progressivamente ridotto negli ultimi tre decenni – era circa l'11 per cento nel 2021 (fig. 14.2.b)<sup>2</sup>. Secondo i dati della *Rilevazione sulla struttura delle retribuzioni* dell'Eurostat riferiti al 2018 (ultimo anno disponibile) la differenza retributiva tra uomini e donne in Italia è inferiore a quella osservata negli altri principali paesi europei, ma solo a causa di effetti di composizione. Poiché infatti la partecipazione delle donne meno qualificate è particolarmente bassa, le lavoratrici italiane hanno

Figura 14.1

**Il divario di genere nel tasso di occupazione (1)**  
(dati annuali; punti percentuali)



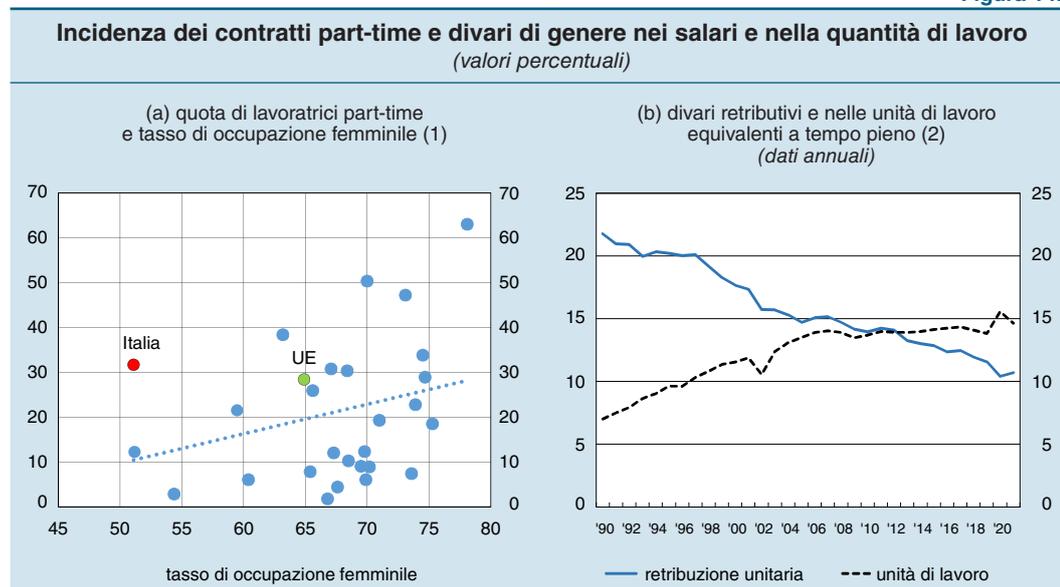
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, *European Union Labour Force Survey* (EU-LFS); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: European Union Labour Force Survey*.  
(1) Differenze tra i tassi di occupazione di uomini e donne. I dati si riferiscono alla popolazione tra 15 e 64 anni. Le serie presentano una discontinuità nel 2021, a seguito degli aggiornamenti stabiliti dal regolamento UE/2019/1700 che prevede in particolare nuovi criteri di identificazione degli occupati. – (2) I dati sull'area dell'euro si riferiscono alla composizione a 19 paesi.

<sup>1</sup> M. De Philippis e S. Lo Bello, *The ins and outs of the gender employment gap: assessing the role of fertility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> Secondo i dati dell'INPS, considerando anche i dipendenti pubblici (circa il 20 per cento dei lavoratori dipendenti nel totale dell'economia), il divario retributivo medio nei salari giornalieri risulta lievemente inferiore; nel comparto pubblico infatti il differenziale di genere è quasi il 14 per cento più basso di quello osservato tra i dipendenti privati.

livelli medi di istruzione più elevati della media europea e quindi percepiscono tendenzialmente retribuzioni maggiori: al netto di questa eterogeneità, il divario retributivo risulta in linea con il dato europeo.

Figura 14.2



Fonte: elaborazioni su dati INPS ed Eurostat, EU-LFS; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: European Union Labour Force Survey.

(1) Dati relativi al 2022 per le donne tra 15 e 64 anni; il grafico considera i 27 paesi dell'Unione europea. La linea di tendenza rappresenta un'approssimazione polinomiale di primo grado. – (2) Differenze tra le medie annuali delle retribuzioni unitarie o delle unità di lavoro a tempo pieno di uomini e donne, in percentuale rispetto al livello osservato tra gli uomini. Dipendenti del settore privato non agricolo di età tra 15 e 64 anni; la retribuzione unitaria è il salario settimanale corretto per le unità di lavoro equivalenti a tempo pieno; le unità di lavoro equivalenti a tempo pieno sono determinate dividendo il numero di ore complessivamente lavorate per l'orario contrattuale a tempo pieno.

Il basso tasso di occupazione femminile e la minore quantità di ore lavorate pesano sulle condizioni economiche delle donne e delle famiglie in cui vivono. In Italia l'incidenza particolarmente elevata – specialmente tra i nuclei meno abbienti – di coppie in cui la donna non è occupata o lavora poche ore<sup>3</sup> aumenta la diseguaglianza dei redditi familiari e spiega una parte rilevante della differenza che si osserva rispetto ai principali paesi della UE. Si stima ad esempio che se le donne italiane lavorassero lo stesso numero di ore annue delle donne tedesche, l'indice di Gini dei redditi da lavoro equivalenti scenderebbe di quasi 3 punti percentuali, circa l'80 per cento del divario con la Germania<sup>4</sup>.

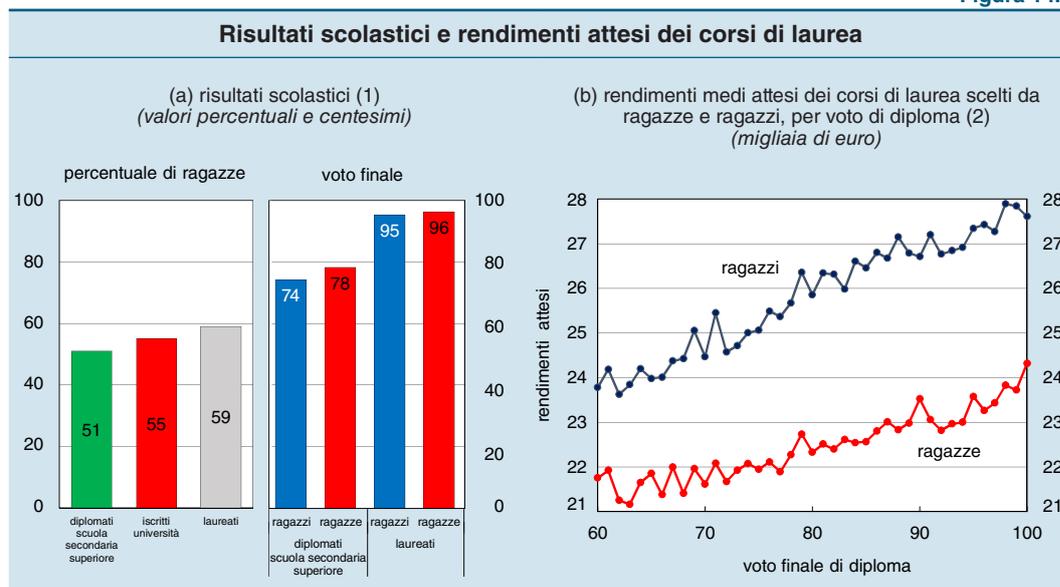
### Istruzione e transizione scuola-lavoro

*I percorsi scolastici.* – In tutte le economie avanzate, compresa l'Italia, le ragazze superano i ragazzi in termini di livello di istruzione e di risultati scolastici (fig. 14.3.a).

<sup>3</sup> Secondo i dati dell'indagine Eurostat sul reddito e le condizioni di vita (*European Union statistics on income and living conditions*, EU-SILC) per il 2018, in Italia nel 35 per cento dei nuclei con almeno due componenti adulti vi è solo un percettore di reddito (in circa l'80 per cento dei casi si tratta di un uomo); la quota è pari al 28 per cento in Spagna, al 24 in Francia e al 23 per cento in Germania.

<sup>4</sup> G. Bovini, E. Ciani, M. De Philippis e S. Romano, *Labour income trends, inequality and in-work poverty: cross-country evidence from the European survey on income and living conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati del Ministero dell'Istruzione e del merito, del Ministero dell'Università e della ricerca e del Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) Studenti che hanno conseguito un titolo di scuola secondaria superiore o universitario (laurea magistrale di secondo livello o a ciclo unico) o che si sono iscritti all'università tra il 2011 e il 2018. I voti finali sono normalizzati su una scala da 60 a 100. – (2) Campione di laureati di secondo livello o a ciclo unico tra il 2016 e il 2018. Un corso di laurea è una combinazione di istituto e facoltà universitaria. Il rendimento atteso, sia per le ragazze sia per i ragazzi, è misurato dalla retribuzione annua mediana dei laureati uomini non stranieri a 5 anni dal conseguimento del titolo.

Si osservano tuttavia differenze significative nelle scelte dei percorsi di istruzione, che implicano carriere lavorative molto diverse. In Italia nella scuola secondaria superiore le studentesse sono sovrarappresentate nei percorsi umanistici (quasi il 70 per cento degli alunni nei licei classici; più dell'80 per cento in quelli linguistici), e rappresentano una quota minoritaria negli indirizzi scientifici e tecnici (il 46 per cento nei licei scientifici; il 15 per cento negli istituti tecnici a indirizzo tecnologico). Ciò riflette solo parzialmente possibili eterogeneità nelle competenze acquisite nel percorso scolastico precedente: alla scuola primaria e secondaria inferiore le ragazze superano in media i coetanei maschi nel test standardizzato di italiano e ottengono invece punteggi inferiori in matematica; tuttavia anche tra coloro che conseguono risultati migliori in matematica rispetto all'italiano, le studentesse più spesso scelgono studi secondari di tipo umanistico.

Anche nei percorsi universitari le donne sono sottorappresentate nelle facoltà scientifico-tecnologiche (*science, technology, engineering and mathematics, STEM*)<sup>5</sup>. Sono meno del 40 per cento dei laureati STEM e solo il 27 per cento di quelli in ingegneria e informatica; rappresentano invece il 94 per cento delle persone laureate in scienze dell'educazione e oltre il 70 di quelle laureate in scienze umanistiche e sociali<sup>6</sup>. Queste differenze si ripercuotono sui risultati nel mercato del lavoro, in quanto i corsi di laurea più frequentemente scelti dalle studentesse danno accesso a impieghi con rendimenti potenziali molto più bassi. Il differenziale tra uomini

<sup>5</sup> Più in dettaglio si definiscono facoltà STEM quelle di matematica, statistica, fisica, chimica, biologia, geologia, ingegneria e scienze informatiche.

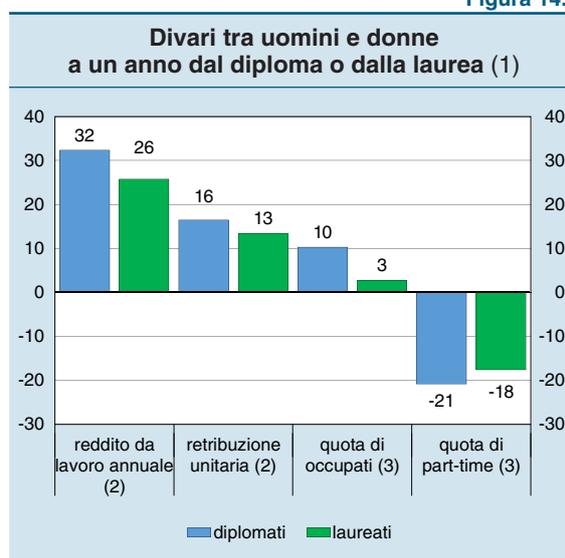
<sup>6</sup> Si tratta di dati amministrativi sull'universo dei diplomati e dei laureati italiani tra il 2011 e il 2018; per approfondimenti sul tema, cfr. G. Bovini, M. De Philippis e L. Rizzica, *The origins of the gender pay gap: the role of school-to-work transition*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

e donne nel livello retributivo atteso in base al percorso di studio intrapreso è particolarmente ampio per gli studenti che hanno conseguito voti migliori al diploma (fig. 14.3.b). Le ragazze tendono inoltre a essere meno selettive nella scelta dell'ateneo: si iscrivono con maggiore frequenza in università che hanno ricevuto un punteggio più basso dall'Agenzia nazionale di valutazione del sistema universitario e della ricerca (ANVUR)<sup>7</sup> e con minore probabilità si trasferiscono in un'altra regione per studiare; tra i nati nel Mezzogiorno, una macroarea dove i tassi di emigrazione per motivi di studio sono storicamente elevati, circa il 45 per cento dei ragazzi contro il 39 per cento delle ragazze frequenta l'università in un'altra regione<sup>8</sup>.

La letteratura esistente concorda sul fatto che i divari di genere nelle scelte dei percorsi di studio sono determinati principalmente dalle preferenze individuali. L'evidenza empirica mostra tuttavia come queste ultime non siano innate, ma dipendano fortemente da fattori sui quali possono incidere politiche adeguate; tra questi fattori, il contesto familiare, scolastico e sociale si riflette ad esempio nella formazione degli stereotipi di genere e influenza le norme culturali cui tendono a conformarsi gli individui.

*L'ingresso nel mercato del lavoro.* – Già un anno dopo il diploma di scuola secondaria, tra i ragazzi e le ragazze che decidono di non proseguire gli studi si riscontra un divario di genere a sfavore delle seconde, pari a 10 punti percentuali nella probabilità di essere occupati e del 16 per cento nel salario per ora lavorata (fig. 14.4). Tra le persone laureate la differenza nei tassi di occupazione è molto inferiore, ma quella salariale rimane elevata. Nel complesso, una quota consistente dei differenziali retributivi all'ingresso del mercato del lavoro è attribuibile alle scelte dell'indirizzo di studio, soprattutto tra le persone laureate (per le quali secondo nostre stime è pari al 60 per cento)<sup>9</sup>.

Figura 14.4



Fonte: elaborazioni su dati del Ministero dell'Istruzione e del merito, del Ministero dell'Università e della ricerca e del Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) I divari tra ragazzi e ragazze sono calcolati tra coloro che hanno conseguito il titolo di scuola secondaria superiore o universitario (lauree di secondo livello o a ciclo unico) tra il 2011 e il 2018. Vengono presi in considerazione solo i diplomati e i laureati che hanno concluso il loro ciclo di studi. Il reddito da lavoro annuo è calcolato per tutti i lavoratori; la retribuzione unitaria, ossia corretta per i giorni lavorati e la percentuale di part-time, è calcolata solo per i dipendenti. – (2) In percentuale rispetto alla retribuzione maschile. – (3) Punti percentuali.

<sup>7</sup> Per maggiori dettagli, cfr. ANVUR, *Valutazione della qualità della ricerca 2011-2014 (VQR 2011-2014). XXI Rapporto finale ANVUR. Parte prima: Statistiche e risultati di compendio*, febbraio 2017.

<sup>8</sup> G. Bovini, M. De Philippis e L. Rizzica, di prossima pubblicazione, op. cit. Per ulteriori dettagli, cfr. anche L. Rizzica, *Home or away? Gender differences in the effects of an expansion of tertiary education supply*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 181, 2013.

<sup>9</sup> G. Bovini, M. De Philippis e L. Rizzica, di prossima pubblicazione, op. cit. Un ulteriore 20 per cento è attribuibile alle caratteristiche dell'impiego (quali la professione e il tipo di contratto) e delle imprese (ad es. settore di attività, età dell'impresa, valore aggiunto per addetto). Circa un quinto del divario tra i laureati non è invece riconducibile a caratteristiche osservabili.

## Maternità e scelte lavorative

Come in molte economie avanzate, anche in Italia il tasso di fecondità appare più alto nelle aree in cui le donne hanno una maggiore probabilità di lavorare<sup>10</sup> (fig. 14.5). Si tratta di una tendenza recente che rivela una migliorata capacità di conciliare il lavoro con la maternità e i carichi di cura familiari e che evidenzia come una più elevata occupazione femminile e una maggiore fecondità non siano obiettivi in contrasto tra loro.

Nonostante i notevoli progressi degli ultimi quarant'anni, il confronto tra i tassi di occupazione degli uomini e delle donne nell'arco della vita lavorativa continua a mostrare un divario che si amplia in maniera consistente intorno alla nascita del primo figlio (in media a 32 anni nel 2021; fig. 14.6). Contestualmente aumenta anche il differenziale di genere nel tempo impiegato nel lavoro domestico e nei carichi di cura: le donne italiane tra i 25 e i 44 anni con figli vi dedicano in media oltre cinque ore al giorno, quasi quattro ore in più degli uomini (tra gli individui senza figli nella stessa classe di età, le donne vi dedicano quasi tre ore, un'ora e mezzo in più degli uomini)<sup>11</sup>.

Stime relative al periodo 1990-2018 mostrano che in Italia la probabilità per le donne occupate di non avere più un impiego nei due anni successivi alla maternità è quasi doppia rispetto alle donne senza figli; il divario persiste nel tempo e risulta ancora notevole a quindici anni dal parto<sup>12</sup>. Per le donne non occupate, inoltre, la probabilità di trovare un lavoro diminuisce in misura marcata dopo la nascita di un figlio e rimane più bassa per almeno cinque anni.

Dall'inizio degli anni novanta del secolo scorso l'impatto della maternità sulla partecipazione al mercato del lavoro, pur rimanendo elevato, è progressivamente diminuito<sup>13</sup>. Secondo nostre stime, circa il 60 per cento dell'aumento complessivo del tasso di occupazione femminile in Italia negli ultimi quattro decenni è attribuibile all'attenuarsi di questi effetti, mentre il calo della fecondità ha avuto un impatto trascurabile.

Figura 14.5



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Correlazione tra tassi regionali annuali. Il tasso di partecipazione è riferito alla popolazione tra 15 e 64 anni.

<sup>10</sup> F. Barbiellini Amidei, S. Di Addario, M. Gomellini e P. Piselli, *Female labour force participation and fertility in Italian history*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>11</sup> I dati si riferiscono all'ultima edizione disponibile dell'Indagine multiscopo delle famiglie sull'uso del tempo, condotta dall'Istat nel biennio 2013-14.

<sup>12</sup> M. De Philippis e S. Lo Bello, di prossima pubblicazione, op. cit.

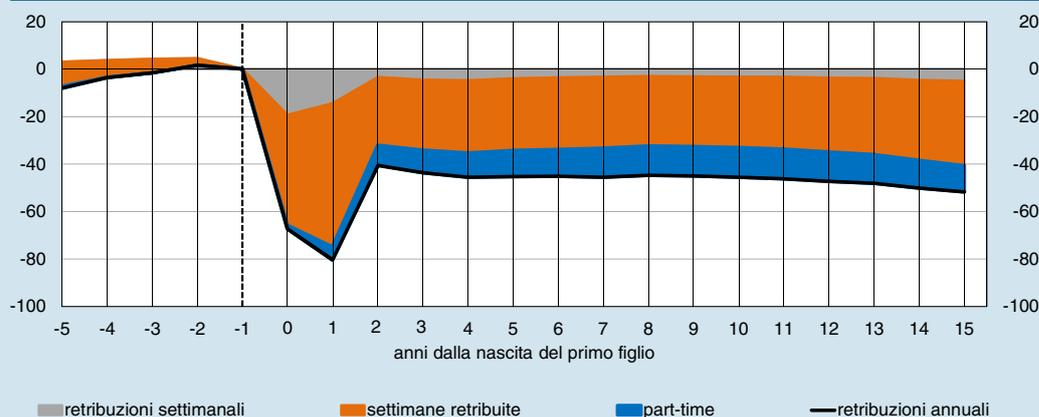
<sup>13</sup> Avere un figlio ha un effetto sui flussi in entrata e in uscita dall'occupazione inferiore del 50 per cento per le donne che hanno partorito tra il 2005 e 2010 rispetto alle donne diventate madri tra il 1990 e il 1995.



aree in cui è maggiore la quota di popolazione che ritiene il lavoro domestico e le attività di accudimento dei figli prevalentemente di competenza delle donne<sup>4</sup>.

Figura

**Effetto della nascita del primo figlio sulle retribuzioni delle madri occupate (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati INPS.

(1) Il grafico mostra la differenza percentuale tra le retribuzioni annuali delle madri lavoratrici e quelle delle donne senza figli (linea nera). Le aree colorate riportano la scomposizione del divario retributivo attribuibile a differenze nelle retribuzioni settimanali equivalenti a tempo pieno, nelle settimane retribuite e nel passaggio a contratti a tempo parziale. La linea verticale tratteggiata indica l'anno antecedente la nascita, rispetto al quale sono stimati gli effetti.

<sup>4</sup> M. De Philippis e S. Lo Bello, *The ins and outs of the gender employment gap: assessing the role of fertility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione; A. Casarico e S. Lattanzio, 2023, op. cit.

### Percorsi di carriera e leadership femminile

*I divari nelle progressioni di carriera.* – Il differenziale salariale tra uomini e donne, già ampio all'ingresso nel mercato del lavoro, è notevolmente maggiore nelle classi di età più elevate. Considerando i dipendenti del settore privato non agricolo al termine della propria carriera, la differenza tra l'ultimo decile della distribuzione del salario unitario di uomini e donne è quasi il 30 per cento; per il primo decile è meno del 10 (fig. 14.7)<sup>14</sup>. Il forte differenziale reddituale, insieme a quello nelle ore lavorate ogni anno, contribuisce a generare assegni pensionistici mediamente più bassi per le donne (-37 per cento rispetto a quelli degli uomini nel 2021)<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Anche nel settore pubblico, dove i profili salariali di donne e uomini sono più simili, si riscontrano differenze più marcate tra i lavoratori che percepiscono retribuzioni più elevate. Gli uomini hanno una probabilità di percepire un reddito mensile nell'ultimo decimo della distribuzione maggiore delle donne di circa 10,5 punti percentuali (dati EU-LFS 2020, riferiti ai dipendenti del settore Amministrazione pubblica e difesa e assicurazione sociale obbligatoria).

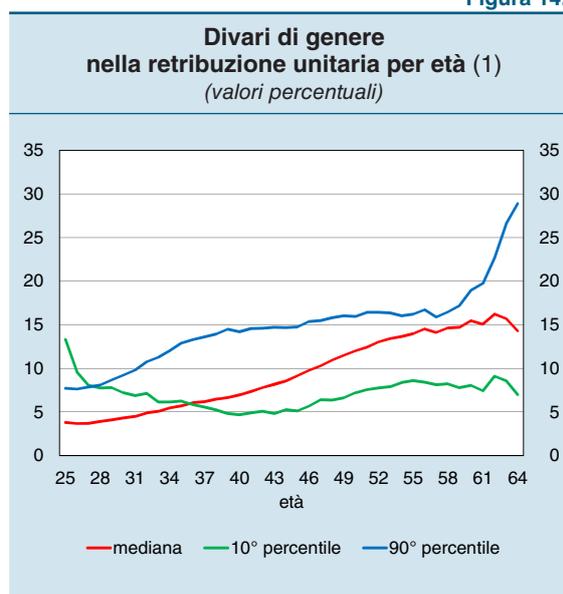
<sup>15</sup> Il differenziale riportato si riferisce al reddito pensionistico totale, che include tutte le tipologie di prestazioni previdenziali e assistenziali percepite dal singolo individuo (cfr. INPS, *Conoscere il paese per costruire il futuro. XXI Rapporto annuale*, luglio 2022).

*Il ruolo delle imprese e della mobilità lavorativa.* – Oltre alle scelte di istruzione e alle difficoltà di conciliazione tra vita lavorativa e carichi di cura familiare, sul divario nelle progressioni di carriera influiscono fortemente differenze nel tipo di impresa in cui le donne trovano più spesso un lavoro. L'occupazione femminile si concentra infatti in settori a basso valore aggiunto<sup>16</sup> e, a parità di settore, in aziende che offrono salari mediamente inferiori e progressioni di carriera più lente. Secondo nostre stime queste differenze spiegano circa un terzo del divario di genere nei salari<sup>17</sup>.

La diversa propensione alla mobilità professionale rafforza ulteriormente le disuguaglianze di genere<sup>18</sup>. Dati di fonte INPS indicano che nel 2021 la probabilità di cambiare impiego volontariamente<sup>19</sup>, e quindi di beneficiare degli aumenti retributivi che solitamente ne derivano, è stata pari al 7,8 per cento per le donne, a fronte del 9,6 per cento per gli uomini. La sfavorevole allocazione delle lavoratrici tra le imprese e la loro bassa mobilità professionale sono imputabili a numerosi fattori, tra cui il valore maggiore che le donne attribuiscono ad alcuni aspetti non monetari del lavoro – quali la flessibilità degli orari e la vicinanza al luogo di residenza – e una più elevata avversione al rischio che le induce ad accettare offerte lavorative più rapidamente degli uomini, perdendo così potenziali occasioni più favorevoli.

*Le carriere all'interno dell'impresa.* – Anche a parità di caratteristiche del datore di lavoro, le donne hanno progressioni di carriera più lente. Tra le ragioni individuate dalla letteratura economica vi sono una minore propensione alla contrattazione individuale e una più alta disponibilità ad accettare incarichi poco remunerativi.

Figura 14.7



Fonte: elaborazioni su dati INPS, media 2011-2021.

(1) I divari, calcolati come le differenze tra uomini e donne nelle retribuzioni unitarie in percentuale rispetto a quelle degli uomini, si riferiscono ai dipendenti del settore privato non agricolo. La retribuzione unitaria è il salario settimanale corretto per le unità di lavoro equivalenti a tempo pieno, determinate dividendo il numero di ore complessivamente lavorate per l'orario contrattuale a tempo pieno. I percentili sono calcolati rispetto alle distribuzioni specifiche per genere ed età delle retribuzioni unitarie.

<sup>16</sup> La distribuzione settoriale dell'occupazione femminile non è cambiata significativamente dopo la pandemia, malgrado durante la crisi sanitaria si fossero ampliati i divari occupazionali di genere (cfr. Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Banca d'Italia e ANPAL, *Il mercato del lavoro: dati e analisi*, marzo 2023).

<sup>17</sup> A. Casarico e S. Lattanzio, *What firms do: gender inequality in linked employer-employee data*, "Journal of Labor Economics", di prossima pubblicazione.

<sup>18</sup> S. Di Addario, P. Kline, R. Saggio e M. Sølvsten. *It ain't where you're from, it's where you're at: hiring origins, firm heterogeneity, and wages*, "Journal of Econometrics", 233, 2, 2023, pp. 340-374; A. Casarico e S. Lattanzio, di prossima pubblicazione, op. cit.

<sup>19</sup> Calcolata come la probabilità di lasciare un lavoro a tempo indeterminato e di ottenere un nuovo impiego entro i tre mesi successivi tra i dipendenti di età compresa tra 15 e 64 anni nel settore privato non agricolo.

Questi comportamenti sarebbero principalmente frutto di condizionamenti culturali e stereotipi impliciti diffusi nella società<sup>20</sup>.

Il divario reddituale riflette anche una sottorappresentazione femminile nelle posizioni apicali delle aziende (il cosiddetto soffitto di cristallo): solo un quarto dei consiglieri di amministrazione delle imprese non quotate sono donne<sup>21</sup>. La presenza femminile negli organi di amministrazione risulta invece più elevata nelle società quotate, circa il 41 per cento nel 2021 a fronte del 7,4 per cento nel 2011. L'aumento è principalmente attribuibile all'attuazione della L. 120/2011 (legge Golfo-Mosca; cfr. il riquadro: *L'efficacia delle quote di genere: alcune valutazioni sull'Italia*).

#### L'EFFICACIA DELLE QUOTE DI GENERE: ALCUNE VALUTAZIONI SULL'ITALIA

Negli ultimi vent'anni molti paesi europei hanno introdotto quote di genere con l'obiettivo di aumentare la presenza delle donne nel mercato del lavoro, in particolare nelle posizioni apicali.

In Italia la L. 120/2011 (legge Golfo-Mosca) ha introdotto un meccanismo per rendere più equilibrata la composizione di genere all'interno degli organi collegiali delle società quotate in mercati regolamentati e delle società non quotate controllate dalle Amministrazioni pubbliche. La norma impone di portare ad almeno un terzo il peso relativo del genere meno rappresentato. Nata come misura temporanea applicabile per tre rinnovi degli organi sociali, il legislatore ne ha esteso la validità per ulteriori tre rinnovi con la legge di bilancio per il 2020 (L. 160/2019) e ha innalzato a due quinti la quota riservata al genere meno rappresentato<sup>1</sup>.

In seguito alla riforma è aumentata sensibilmente la percentuale di donne nei consigli di amministrazione, sia delle società a controllo pubblico di maggioranza sia delle banche quotate<sup>2</sup>. Nelle prime si è passati dal 10 al 22 per cento tra il 2011 e il 2022, mentre nelle società con partecipazione pubblica di minoranza,

<sup>1</sup> Nell'aggiornamento n. 35 (30 giugno 2021) delle disposizioni di vigilanza la Banca d'Italia ha introdotto una quota pari a un terzo anche per le banche non quotate, da attuare entro tempistiche diversificate a seconda delle dimensioni degli intermediari.

<sup>2</sup> Per un'analisi sulle società a controllo pubblico, cfr. A. Baltrunaite, M. Cannella, S. Mocetti e G. Roma, *Board composition and performance of state-owned enterprises: quasi experimental evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1328, 2021. Per un'analisi sulle banche quotate, cfr. S. Del Prete, G. Papini e M. Tonello, *Gender quotas, board diversity and spillover effects. Evidence from Italian banks*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1395, 2022.

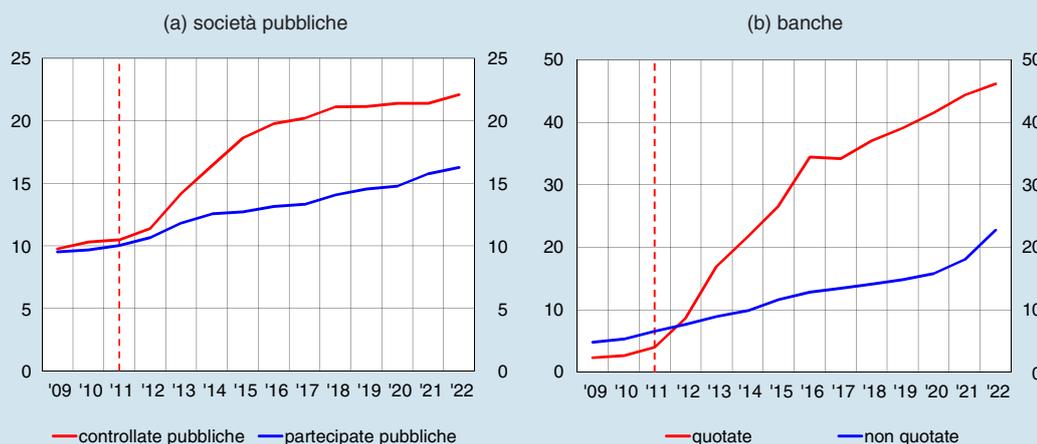
<sup>20</sup> A. Baltrunaite, A. Casarico e L. Rizzica, *Women in economics: the role of gendered references at entry in the profession*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>21</sup> Banca d'Italia, Presidenza del Consiglio dei ministri, Dipartimento delle Pari opportunità e Consob, *La partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane. Rapporto dell'osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane*, marzo 2021.

non interessate dalla riforma, l'incremento è stato inferiore, dal 10 al 16 per cento (figura A, pannello a). Nelle banche quotate l'aumento dell'incidenza di donne nei consigli di amministrazione è stato più marcato, dal 4 al 46 per cento; nelle banche non quotate si è passati dal 7 al 22 per cento (figura A, pannello b).

Figura A

**Quota di donne nei consigli di amministrazione (1)**  
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Consob, Infocamere e MEF; per il pannello (b), elaborazioni su dati Banca d'Italia e Consob. La linea verticale rossa tratteggiata corrisponde alla data di entrata in vigore della L. 120/2011.

L'incremento della presenza femminile si è accompagnato a una maggiore diversità degli organi sociali: nei consigli di amministrazione delle società a controllo pubblico si è ridotta l'incidenza dei componenti con più di 65 anni e sono aumentate le competenze manageriali<sup>3</sup> medie; in quelli delle banche quotate è cresciuta la varietà in termini di età, esperienza e provenienza geografica, parallelamente a un maggiore coinvolgimento delle consigliere nelle decisioni aziendali<sup>4</sup>.

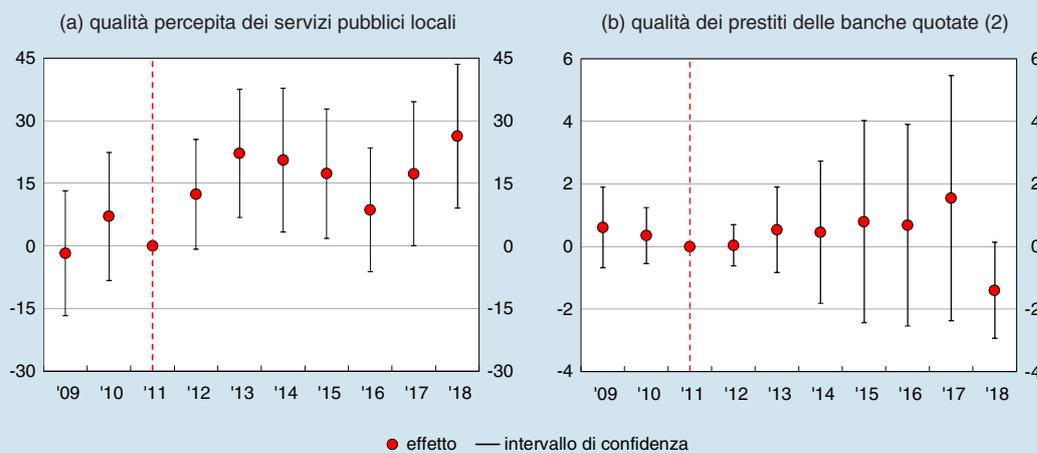
Rispetto alle imprese non interessate dalla riforma, le società a controllo pubblico hanno registrato un lieve incremento dei profitti, una diminuzione della leva finanziaria e, per quelle che devono anche garantire adeguati standard di servizio nei confronti della collettività, un aumento della qualità percepita dai cittadini dei servizi offerti (figura B, pannello a). Nelle banche quotate non si sono osservati effetti sistematici né sull'andamento della redditività, né su quello della qualità del portafoglio di prestiti (figura B, pannello b).

<sup>3</sup> Le competenze manageriali sono misurate dalla capacità dell'amministratore di accrescere la produttività dell'impresa, cfr. A. Baltrunaite, G. Bovini e S. Mocetti, *Managerial talent and managerial practices: are they complements?*, "Journal of Corporate Finance", 79, 102348, 2023, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Temi di discussione*, 1335, 2021.

<sup>4</sup> Su quest'ultimo aspetto, cfr. D. Capone, *Diversità e inclusione nelle banche italiane: un'analisi empirica delle misure a sostegno della presenza femminile nei board*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 552, 2020.

Figura B

**Effetti della L. 120/2011 sulla performance delle imprese (1)**  
(valori percentuali)

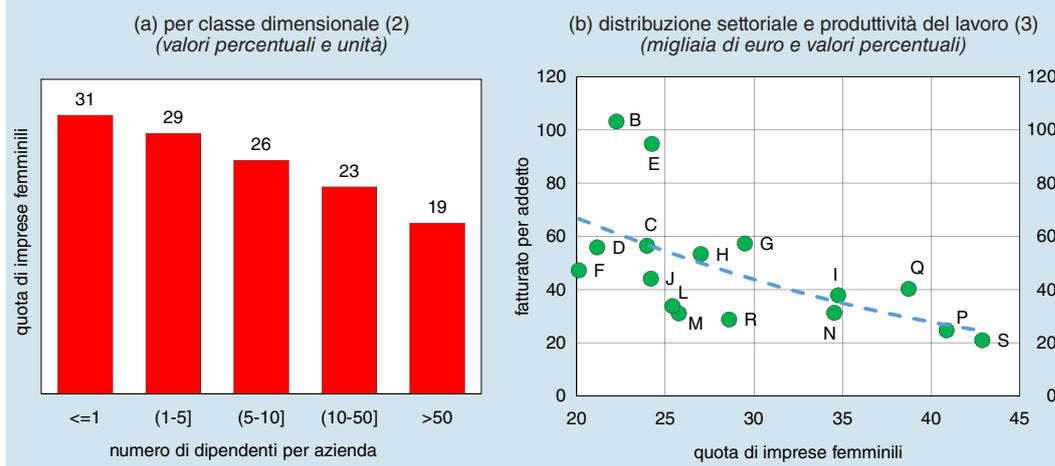


Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Infocamere, Consob, Ministero dell'Economia e delle finanze e Istat; per il pannello (b), elaborazioni su dati Consob e segnalazioni di vigilanza.  
(1) I grafici mostrano i coefficienti e gli intervalli di confidenza al 95 per cento di regressioni in cui le variabili dipendenti sono le misure di performance indicate nei sottotitoli e i coefficienti misurano l'evoluzione nel tempo del differenziale di performance tra le imprese oggetto della legge e quelle non interessate dalla riforma. La linea verticale rossa tratteggiata corrisponde alla data di entrata in vigore della L. 120/2011.– (2) La qualità dei prestiti è misurata dal rapporto tra sofferenze e totale dei crediti.

Anche tra gli imprenditori le donne sono una minoranza. I dati sugli assetti proprietari delle società di capitali italiane relativi al 2021 mostrano che solo un terzo dei soci sono donne, e che queste posseggono quote mediamente più basse di quelle degli uomini (33 per cento contro 39). Le imprese in cui le donne detengono

Figura 14.8

**Distribuzione delle imprese femminili (1)**



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere, Cerved e Istat.

(1) Dati relativi al 2021 per le società di capitali con almeno un dipendente, in cui le donne detengono il 50 per cento o più dell'impresa. I dati includono le partecipazioni dirette e quelle indirette. – (2) Classe dimensionale in base al numero di addetti. – (3) Fatturato medio per addetto, valore medio, migliaia di euro. I settori comprendono B: attività estrattiva; C: manifattura; D: energia elettrica, gas, ecc.; E: acqua, rifiuti, ecc.; F: costruzioni; G: commercio all'ingrosso e al dettaglio; H: trasporto e magazzinaggio; I: servizi di alloggio e ristorazione; J: informazione e comunicazione; L: attività immobiliari; M: servizi professionali alle imprese; N: attività amministrative e di supporto; P: istruzione; Q: sanità, servizi alle famiglie e assistenza sociale; R: attività artistiche, di intrattenimento e divertimento; S: altre attività di servizi. La linea di tendenza rappresenta un'approssimazione polinomiale di secondo grado.

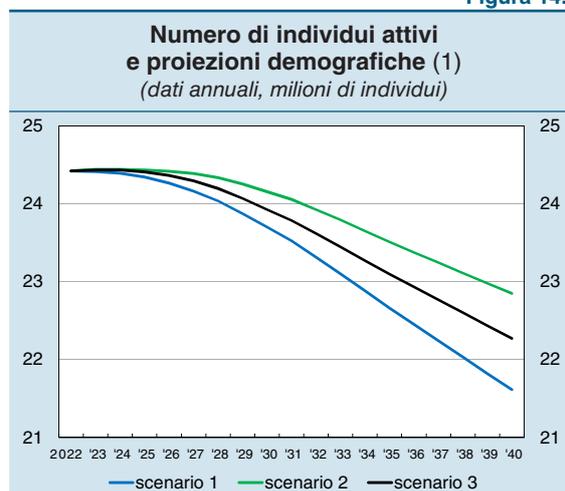
almeno il 50 per cento dell'azienda sono attualmente circa il 27 per cento del totale. Il dato varia sensibilmente a seconda della classe dimensionale (fig. 14.8.a) e del settore di attività, con una maggiore concentrazione in alcuni comparti dei servizi – in particolare sanità e assistenza sociale e istruzione – caratterizzati da livelli di produttività del lavoro mediamente più bassi (fig. 14.8.b).

### Le prospettive di lungo periodo

La scarsa partecipazione femminile al mercato del lavoro è un freno per le prospettive di crescita dell'economia italiana, soprattutto alla luce di tendenze demografiche particolarmente negative, che si stanno già riflettendo in un calo della popolazione in età da lavoro: l'Italia è tra i paesi al mondo con il più rapido processo di invecchiamento della popolazione, anche a causa di un tasso di fecondità estremamente ridotto (pari a 1,25 nel 2021, tra i più bassi della UE).

Lo scenario mediano delle più recenti proiezioni demografiche dell'Istat prevede che nel 2040 la popolazione di età compresa tra 15 e 64 anni sarà inferiore di circa il 16 per cento rispetto al 2022 (oltre 6 milioni di persone in meno)<sup>22</sup>. Secondo nostre stime, il calo e l'invecchiamento della popolazione implicherebbero una riduzione della forza lavoro di oltre il 9 per cento (fig. 14.9, scenario 1)<sup>23</sup>. Il calo del numero di attivi si dimezzerebbe se il tasso di partecipazione femminile in ogni classe di età convergesse entro i prossimi dieci anni al livello medio della UE del 2022 (scenario 2); si ridurrebbe più lentamente e solo di circa un terzo se la partecipazione aumentasse esclusivamente tra le donne più giovani, tra 25 e 34 anni (scenario 3).

Figura 14.9



Fonte: Istat, RFL e proiezioni demografiche; cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro.

(1) Il dato si riferisce agli individui tra 15 e 64 anni che partecipano al mercato del lavoro. Scenario 1: la crescita dell'offerta di lavoro femminile e maschile prosegue in linea con le tendenze osservate nella stessa classe di età tra il 2012 e il 2022; scenario 2: l'offerta di lavoro maschile cresce in linea con le tendenze osservate nella stessa classe di età tra il 2012 e il 2022, quella femminile in ogni classe di età converge in 10 anni al livello medio osservato nei paesi della UE nel 2022; scenario 3: l'offerta di lavoro maschile cresce in linea con le tendenze osservate nella stessa classe di età tra il 2012 e il 2022, quella femminile tra 25 e 34 anni converge in 10 anni al livello medio osservato nei paesi della UE nel 2022.

### I possibili interventi

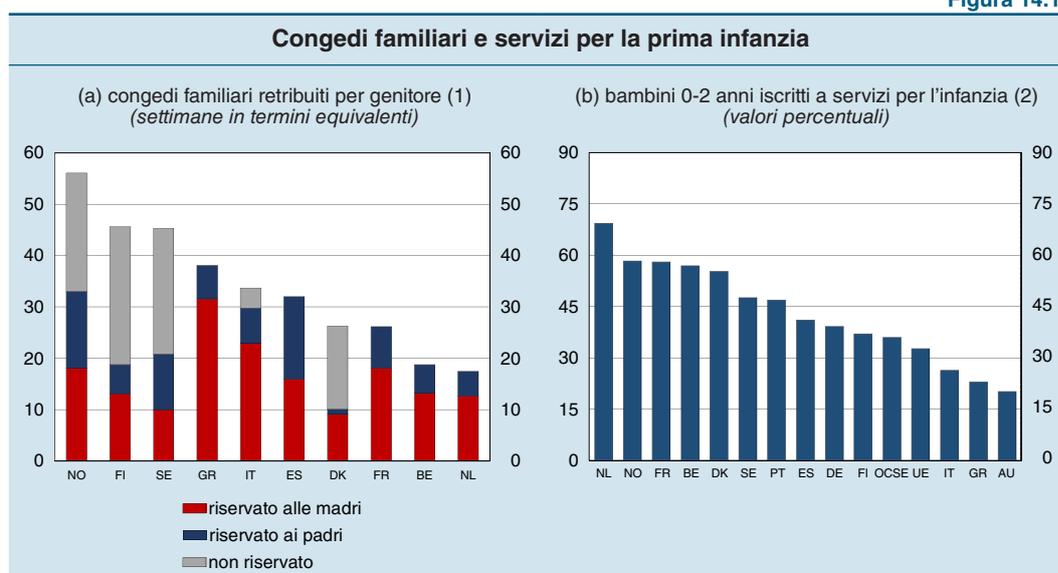
Affrontare i numerosi aspetti dei divari di genere e delle cause sottostanti richiede un insieme ampio e coordinato di politiche. I congedi dal lavoro per i

<sup>22</sup> Se si considera la popolazione tra 15 e 74 anni, il calo nel 2040 è inferiore (pari al 9,5 per cento, oltre 4 milioni di individui in meno).

<sup>23</sup> Queste stime si basano sull'ipotesi che la crescita del tasso di partecipazione femminile e maschile in ogni classe di età prosegua fino al 2040 ai ritmi modesti osservati nell'ultimo decennio.

genitori e i servizi di cura per l'infanzia sono tra i principali strumenti a disposizione del legislatore per favorire sia la natalità sia la partecipazione delle donne al mercato del lavoro<sup>24</sup>. La durata complessiva dei congedi in Italia è molto inferiore a quella dei paesi scandinavi, ma in linea con le altre principali economie europee; tuttavia il sistema è sbilanciato verso le madri, alle quali è riservato circa il 68 per cento del congedo effettivo (fig. 14.10.a)<sup>25</sup>. I padri italiani mostrano anche una scarsa propensione all'utilizzo di questi strumenti: nel 2021 solo poco più di un padre su tre ha fruito del congedo di paternità, benché obbligatorio per tutti i lavoratori dipendenti (che rappresentano circa il 75 per cento dei lavoratori nel totale dell'economia)<sup>26</sup>. In media, dal 2012 al 2021, tra coloro che hanno beneficiato di un periodo di congedo parentale facoltativo, solo il 13 per cento erano uomini. Alla luce dei differenziali retributivi di genere, il fatto che il tasso di indennizzo dei congedi parentali sia uguale per gli uomini e per le donne implica che, in media, la perdita complessiva di reddito per la famiglia sia maggiore nel caso in cui a utilizzare il congedo sia il padre invece che la madre. L'introduzione di indennizzi più elevati per i padri, affiancata da campagne di informazione e sensibilizzazione, potrebbe efficacemente incentivare l'utilizzo dei congedi da parte degli uomini,

Figura 14.10



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

(1) I dati si riferiscono alle norme in vigore ad aprile 2022. Per l'Italia il dato è stato aggiornato sulla base delle disposizioni del D.lgs. 105/2022 e della L. 197/2022. Le settimane in termini equivalenti (*full rate equivalent*) indicano la durata del congedo in settimane, qualora l'indennizzo fosse il 100 per cento della retribuzione; sono computate come il prodotto tra le settimane disponibili di congedo e il tasso di indennizzo. –

(2) Per i paesi europei, stime dell'OCSE basate su dati EU-SILC relativi al 2020. I dati si riferiscono ai bambini che utilizzano servizi educativi per la prima infanzia (ad es. asili nido e centri diurni), pubblici e privati. Per le sigle dei paesi, cfr. *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali dell'Unione europea*.

<sup>24</sup> F. Carta, *Female labour supply in Italy: the role of parental leave and child care policies*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 539, 2019.

<sup>25</sup> Alle madri sono riservati cinque mesi di astensione obbligatoria dal lavoro con un'indennità pari all'80 per cento dello stipendio e tre di congedo parentale al 30 per cento dello stipendio. Ai padri spettano due settimane di congedo obbligatorio al 100 per cento della retribuzione (L. 234/2021) e tre di congedo parentale al 30 per cento dello stipendio (D.lgs. 105/2022). Ulteriori tre mesi di congedo parentale retribuito (al 30 per cento) possono essere utilizzati alternativamente da uno dei due genitori. La L. 197/2022 ha innalzato l'indennità del congedo parentale all'80 per cento per il primo mese di fruizione (da parte della madre o del padre).

<sup>26</sup> Per maggiori informazioni, cfr. INPS, 2022, op. cit.

riequilibrando la ripartizione dei carichi domestici tra i genitori e riducendo così i costi associati alla maternità in termini di reddito e di minore occupazione.

L'offerta di servizi di cura per l'infanzia in Italia è limitata nel confronto internazionale, anche per una minore disponibilità di risorse pubbliche destinate in media a ciascun bambino in età prescolare (0-5 anni): nel 2019 (ultimo dato disponibile) tali risorse erano infatti leggermente inferiori alla media OCSE e circa i due terzi di quelle della Francia e della Germania. All'interno della spesa complessiva la quota destinata ai bambini fino a due anni in Italia è minore rispetto a quella per i bambini dai tre ai cinque anni; ne consegue che solo un bambino su quattro frequenta un asilo nido, un valore tra i più bassi in Europa e nei paesi dell'OCSE (fig. 14.10.b). Forti differenze si osservano inoltre tra le aree del Paese, con carenze nella disponibilità di posti più elevate nelle regioni meridionali. Lo stanziamento di circa 2,7 miliardi per il potenziamento dei servizi per la prima infanzia (0-2 anni) previsto dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) rappresenta un'importante occasione per colmare i ritardi rispetto agli altri paesi e agli obiettivi europei<sup>27</sup>. Le scadenze concordate con la Commissione europea prevedono che entro giugno del 2023 siano aggiudicati tutti i bandi per la costruzione e la ristrutturazione degli asili nido. Allo stato attuale tuttavia si riscontrano alcuni ritardi (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del PNRR* del capitolo 4). Inoltre l'allocazione di fondi alle regioni del Mezzogiorno, seppure superiore al 50 per cento del totale delle risorse stanziare, non permetterebbe di colmare interamente i divari territoriali nella fornitura di servizi per l'infanzia: in alcuni casi le risorse messe a disposizione non risultano sufficienti, in altri gli enti territoriali non hanno partecipato ai bandi per la loro assegnazione<sup>28</sup>.

In Italia dal 2016 è previsto un contributo per il pagamento delle rette per la frequenza degli asili nido (Bonus nido). L'erogazione del bonus è condizionata all'utilizzo dei servizi e il suo ammontare varia in base alla condizione economica e patrimoniale della famiglia, misurata dall'ISEE. L'esperienza degli altri paesi dimostra che l'erogazione di sussidi condizionati all'utilizzo dei servizi per l'infanzia o al lavoro della madre è una forma di sostegno alle famiglie particolarmente efficace per favorire l'occupazione femminile. Nel 2021, inoltre, al fine di razionalizzare gli strumenti esistenti, è stato istituito l'assegno unico e universale erogato a tutti i nuclei con figli minori di 21 anni (D.lgs. 230/2021). Anche in questo caso le famiglie meno abbienti ricevono un assegno più generoso; è prevista tuttavia una maggiorazione per i nuclei in cui entrambi i genitori sono occupati per mitigare, seppure lievemente, i possibili effetti di disincentivo all'offerta di lavoro del secondo percettore di reddito all'interno della famiglia (tradizionalmente la donna)<sup>29</sup>.

<sup>27</sup> La raccomandazione UE/2022/14785 del Consiglio dell'Unione europea ha rivisto gli obiettivi di Barcellona del 2002, fissando al 45 per cento l'obiettivo relativo al numero di bambini al di sotto dei tre anni iscritti a servizi di cura per l'infanzia. La soglia è ridotta per i paesi, come l'Italia, che non hanno ancora raggiunto l'obiettivo del 33 per cento precedentemente previsto. A questi Stati è richiesto un aumento del 45 per cento del tasso di copertura attuale se questo supera il 20, del 90 per cento se è inferiore. Per il nostro paese significherebbe raggiungere una copertura di circa il 38 per cento.

<sup>28</sup> UPB, *Piano asili nido e scuole dell'infanzia: prime evidenze dell'analisi dall'analisi delle graduatorie*, Ufficio parlamentare di bilancio, Focus tematico, 9, 2022.

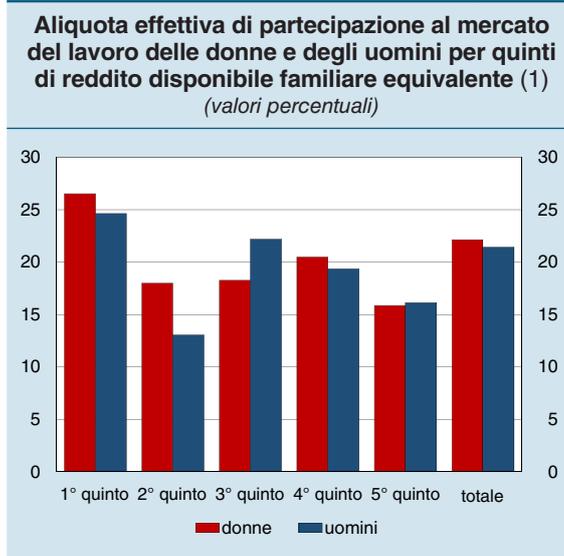
<sup>29</sup> N. Curci e M. Savegnago, *L'assegno unico e universale per i figli: aspetti di equità ed efficienza*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 636, 2021.

Il disegno del sistema di tassazione e dei trasferimenti alle famiglie deve coniugare gli obiettivi di redistribuzione e di equità con la necessità di non disincentivare l'offerta di lavoro femminile. In particolare l'utilizzo di detrazioni per il coniuge a carico<sup>30</sup> o di benefici il cui ammontare diminuisce rapidamente all'aumentare del reddito familiare complessivo (come il Bonus nido) può scoraggiare la partecipazione al mercato del lavoro dei membri della famiglia (solitamente le donne) che hanno prospettive retributive inferiori. Stime basate sul modello di microsimulazione della Banca d'Italia (BIMic) indicano che complessivamente il sistema di tassazione e di trasferimenti vigente in Italia disincentiva l'offerta di lavoro delle donne non occupate più di quella

degli uomini, in particolare nelle famiglie meno abbienti<sup>31</sup>. L'aliquota effettiva di partecipazione – ossia la tassazione implicita che deriva non solo dalle imposte sui redditi e dai contributi ma anche dai trasferimenti che vengono meno se si accetta un'occupazione (cfr. il capitolo 10: *La finanza pubblica*) – è più elevata per la popolazione femminile rispetto a quella maschile di 2 punti percentuali nel primo quinto della distribuzione del reddito equivalente e di 5 punti percentuali nel secondo quinto. Per le donne inoltre la differenza nell'aliquota effettiva tra il primo e l'ultimo quinto è più marcata che per gli uomini (fig. 14.11). I divari non originano da un trattamento diverso tra uomini e donne nelle imposte e nei trasferimenti, ma riflettono le diverse caratteristiche degli individui non occupati per cui è calcolata l'aliquota e dei loro nuclei familiari: ad esempio, le donne senza lavoro vivono più frequentemente in famiglie in cui si usufruisce della detrazione per coniuge a carico e pertanto la loro aliquota effettiva risulta più elevata.

Per un più rapido aumento dell'offerta di lavoro femminile è anche importante introdurre strumenti specificamente rivolti alle donne che hanno lasciato il lavoro da tempo, ad esempio a seguito della nascita dei figli. Politiche mirate di

Figura 14.11



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

(1) La stima è effettuata assegnando ai soggetti inoccupati privi di redditi da lavoro e pensione un reddito da lavoro dipendente pari alla metà della media del reddito da lavoro annuo lordo in Italia nel 2021 (circa 18.000 euro). Per la determinazione dell'aliquota di partecipazione il reddito familiare disponibile ricalcolato sotto tale ipotesi viene rapportato al reddito da lavoro (di ingresso) ipotizzato.

<sup>30</sup> F. Colonna e S. Marcassa, *Taxation and labor force participation: the case of Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 191, 2013 e M.R. Marino, M. Romanelli e M. Tasso, *Women at work: the impact of welfare and fiscal policies in a dynamic labor supply model*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1084, 2016.

<sup>31</sup> Le valutazioni sul secondo percettore di reddito non sarebbero influenzate dal disegno del reddito di cittadinanza che in media disincentiva soprattutto le donne single o, nelle coppie, il primo percettore di reddito (poiché i nuclei in cui vi è già un percettore non sarebbero comunque eleggibili per il beneficio). In argomento, cfr. F. Carta e F. Colonna, *Minimum income and household labour supply*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

decontribuzione delle assunzioni che non impongano alle aziende condizioni di accesso troppo stringenti possono essere efficaci per stimolare la domanda di lavoro di queste donne. Tali strumenti possono favorirne l'occupazione in maniera permanente, oltre la durata prevista del beneficio<sup>32</sup>. Inoltre il pieno sviluppo delle politiche attive, come il *Programma nazionale per la garanzia di occupabilità dei lavoratori* (GOL; cfr. il capitolo 7: *Il mercato del lavoro*), potrebbe sostenere un adeguamento delle competenze delle donne che da più tempo si sono allontanate dal mercato del lavoro<sup>33</sup>.

A questi interventi di stimolo all'occupazione andrebbero affiancate politiche per favorire la presenza femminile nelle professioni meglio retribuite e nelle posizioni di vertice. La letteratura più recente individua fra gli strumenti più efficaci per influenzare le scelte delle donne e i comportamenti dei datori di lavoro sia la promozione di modelli di ruolo che propongono figure femminili in ambiti professionali diversi da quelli tradizionali (come avviene con le quote di genere oppure con specifici percorsi di orientamento nelle scuole), sia la diffusione di una maggiore consapevolezza delle diseguaglianze di genere nel mercato del lavoro e degli stereotipi che le determinano. Al tempo stesso, politiche di impresa che favoriscano la conciliazione degli impegni lavorativi e domestici – come un'organizzazione del lavoro più flessibile oppure sistemi di welfare aziendale a sostegno della cura dei figli e di un maggiore coinvolgimento dei padri – possono consentire un'allocatione più efficiente delle lavoratrici tra le imprese e facilitarne i percorsi di carriera. Il Sistema di certificazione della parità di genere per le aziende previsto dal PNRR<sup>34</sup> può incentivare i datori di lavoro ad adottare questo tipo di misure e aumentare la trasparenza sulle scelte organizzative delle singole imprese, in una prospettiva di parità tra i generi.

<sup>32</sup> D. Depalo ed E. Viviano, *Hiring subsidies and firm growth: some new evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.

<sup>33</sup> Secondo gli ultimi dati dell'ANPAL, le donne rappresentano la metà di coloro che sono inseriti nel programma GOL; sono inoltre quasi il 60 per cento dei beneficiari delle iniziative formative rinforzate di formazione e inclusione.

<sup>34</sup> Il Sistema è stato introdotto dal PNRR e successivamente disciplinato dalla L. 162/2021 e dalla L. 234/2021.

# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 MAGGIO 2023

## 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
Alberto BERTONE	Massimo LUCIANI
Mirella BOMPADRE	Donatella SCIUTO
Nicola CACUCCI	Orietta Maria VARNELLI
Renata CODELLO	Marco ZIGON
Francesca COZZANI	

## 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
Stefano DE POLIS	- IN DISTACCO PRESSO L'ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI (IVASS) – SEGRETARIO GENERALE
Alberto MARTIELLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO RISORSE UMANE, COMUNICAZIONE E INFORMAZIONE
Sergio NICOLETTI ALTIMARI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO ECONOMIA E STATISTICA
Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Paolo SESTITO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO PIANIFICAZIONE, ORGANIZZAZIONE E BILANCIO
Giuseppe SIANI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Livio TORNETTA	- CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA E PAGAMENTI AL DETTAGLIO
Gian Luca TREQUATTRINI	- FUNZIONARIO GENERALE PER LA REVISIONE INTERNA E ALTO CONSULENTE DEL DIRETTORIO PER LE RELAZIONI ISTITUZIONALI
Ciro VACCA	- CAPO DEL DIPARTIMENTO IMMOBILI E APPALTI
Giuseppe ZINGRILLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO INFORMATICA
	* * *
Enzo SERATA	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA (UIF)





