



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 31 maggio 2024

CENTOTRENTESIMO ESERCIZIO

anno 2023

esercizio

CXXX



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2023 – centotrentesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2024

© Banca d'Italia, 2024

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 2024

Il bilancio della Banca d'Italia è disponibile sul sito internet dell'Istituto (www.bancaditalia.it).

Copie a stampa possono essere richieste alla Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

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

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'economia mondiale e le relazioni internazionali	3
Lo scenario macroeconomico internazionale	4
Riquadro: <i>L'impatto dei rischi geopolitici sulle condizioni finanziarie delle imprese</i>	9
Il commercio internazionale e le materie prime	11
La cooperazione internazionale	14
Riquadro: <i>Il dibattito sul ruolo e sulla governance delle istituzioni di Bretton Woods</i>	14

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro	21
La fase ciclica	22
I prezzi e i costi	24
I mercati finanziari	26
Riquadro: <i>Il confronto tra i rendimenti delle obbligazioni verdi e di quelle tradizionali</i>	27
Le politiche di bilancio	28
Riquadro: <i>La prospettiva di un titolo europeo privo di rischio</i>	31
Riquadro: <i>La nuova governance di bilancio europea</i>	35
3. La politica monetaria nell'area dell'euro	38
L'azione di politica monetaria	38
Riquadro: <i>Le attese degli analisti e degli operatori finanziari sulla risposta di politica monetaria della BCE</i>	39
Le operazioni di politica monetaria	43
I tassi di interesse, le aspettative di inflazione e il cambio dell'euro	44
La moneta e il credito	45
Riquadro: <i>L'indebolimento del credito alle imprese durante il recente ciclo di restrizione monetaria</i>	46

L'ECONOMIA ITALIANA

4. Il quadro di insieme	51
Gli andamenti nel 2023	51
Riquadro: <i>Gli andamenti economici territoriali</i>	52

	<i>Riquadro: PIL e inflazione nel 2023: le determinanti dello scostamento tra valori realizzati e valori previsti</i>	54
	<i>Riquadro: Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza</i>	57
	I primi mesi del 2024	61
5.	Le famiglie	62
	Il reddito e la sua distribuzione	62
	I consumi	65
	La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni	67
	<i>Riquadro: L'impatto della classe energetica sui prezzi delle case</i>	67
	La ricchezza e gli investimenti finanziari	70
	<i>Riquadro: La distribuzione della ricchezza delle famiglie</i>	70
	L'indebitamento	75
	<i>Riquadro: La sostenibilità del servizio dei mutui a tasso variabile</i>	77
6.	Le imprese	80
	Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo	80
	Gli investimenti	83
	La produttività e l'innovazione	85
	<i>Riquadro: Gli andamenti settoriali della produttività del lavoro</i>	86
	<i>Riquadro: Gli incentivi alle imprese per ricerca e innovazione</i>	89
	<i>Riquadro: L'utilizzo di robot industriali in Italia nel confronto internazionale</i>	92
	La redditività e il saldo finanziario	94
	<i>Riquadro: I rincari dei prodotti intermedi, le politiche di prezzo delle imprese e l'effetto sul valore aggiunto</i>	95
	Le fonti di finanziamento	97
7.	Il mercato del lavoro	103
	L'occupazione	103
	<i>Riquadro: Le potenziali conseguenze dell'intelligenza artificiale per i lavoratori italiani</i>	106
	L'offerta di lavoro	111
8.	I prezzi e i costi	116
	I prezzi al consumo nel 2023	116
	I prezzi alla produzione	119
	Il costo del lavoro	119
	Le prospettive dei costi e dell'inflazione nel 2024	120
9.	L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti	122
	Le esportazioni e le importazioni	122
	<i>Riquadro: La riconfigurazione delle importazioni di beni della UE e dell'Italia in un contesto globale di crescente frammentazione</i>	124

Riquadro: <i>Gli scambi commerciali di beni connessi con tecnologie a bassa impronta carbonica</i>	127
La competitività di prezzo	130
La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	131
10. La finanza pubblica	136
La finanza pubblica nel 2023	136
Riquadro: <i>La spesa primaria corrente italiana e le sue componenti</i>	141
Riquadro: <i>Le infrastrutture scolastiche in Italia</i>	144
La finanza pubblica nel 2024 e le prospettive di medio termine	149
Riquadro: <i>Gli effetti distributivi e sugli incentivi al lavoro della riduzione del cuneo fiscale e della riforma dell'Irpef</i>	149
11. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale	155
I fattori di contesto	155
Riquadro: <i>Gli effetti dell'Ufficio per il processo sul funzionamento della giustizia civile</i>	157
Riquadro: <i>La digitalizzazione delle Amministrazioni locali</i>	161
La concorrenza e la regolamentazione dei mercati	164
La regolamentazione dell'attività di impresa	166
Riquadro: <i>Gli effetti economici delle semplificazioni nella redazione dei bilanci</i>	167
12. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali	171
La struttura dell'industria bancaria	172
Le attività delle banche	172
Riquadro: <i>I fattori sottostanti alla variazione del credito alle imprese nel periodo 2010-23</i>	173
Riquadro: <i>Il ruolo delle coperture assicurative delle imprese nell'erogazione di credito da parte delle banche italiane</i>	177
La raccolta bancaria	179
La redditività e il patrimonio delle banche	181
La digitalizzazione e la transizione climatica dell'industria bancaria	184
Riquadro: <i>I mutui verdi in Italia</i>	186
Gli altri intermediari creditizi, i confidi e gli istituti di pagamento	188
Gli investitori istituzionali	189
13. I mercati monetari e finanziari	193
I mercati monetari e dei titoli pubblici	193
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	197
Il mercato azionario	199
Le infrastrutture di mercato	201
14. L'inflazione dopo la pandemia: evoluzione, cause e conseguenze	203
Le determinanti dell'inflazione	203

La disinflazione	207
Gli effetti dell'inflazione sulle imprese e sulle famiglie italiane	209
Riquadro: <i>L'andamento della distribuzione dei redditi da lavoro dipendent delle famiglie in Italia</i>	212
Riquadro: <i>Gli effetti dell'inflazione sulla distribuzione della ricchezza delle famiglie italiane</i>	215
AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA	217
CONSIDERAZIONI FINALI <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.

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>).

Publicazione aggiornata con i dati disponibili al 16 maggio 2024, salvo diversa indicazione.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'ECONOMIA MONDIALE E LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

Nel 2023 le tensioni internazionali si sono acuite: il protrarsi del conflitto in Ucraina, lo scoppio di una nuova crisi in Medio Oriente e la crescente contrapposizione tra Stati Uniti e Cina condizionano tuttora le politiche economiche e commerciali, aumentano i rischi finanziari per le imprese e inducono una riconfigurazione degli scambi commerciali verso partner considerati più sicuri. Tali fattori concorrono a determinare un arretramento nel grado di integrazione economica fra regioni del mondo.

A fronte di queste tensioni, lo scorso anno l'economia globale è cresciuta del 3,2 per cento, poco meno del 2022. La dinamica del prodotto è stata eterogenea tra regioni: al dinamismo dell'attività negli Stati Uniti e a una generale resilienza nelle economie emergenti si sono contrapposti il forte rallentamento nell'area dell'euro e una ripresa della Cina inferiore alle attese, condizionata dalla fragilità del settore immobiliare.

Le banche centrali nelle maggiori economie avanzate hanno inasprito ulteriormente l'orientamento delle politiche monetarie, così da contrastare le pressioni sui prezzi ancora in larga parte derivanti dalle strozzature nelle catene di produzione globali e dal rincaro dell'energia del precedente biennio. L'inflazione è scesa rapidamente dai picchi raggiunti nel 2022 riportandosi, già alla fine dell'anno scorso, su livelli più vicini agli obiettivi delle banche centrali, con un deciso rallentamento anche delle componenti di fondo.

I più alti tassi di interesse hanno accresciuto il rischio di default per i paesi a basso reddito con debiti rilevanti verso l'estero. Secondo le principali istituzioni finanziarie internazionali, oltre la metà di queste economie si trova in condizioni di elevata vulnerabilità finanziaria.

Le divisioni che hanno caratterizzato le relazioni tra blocchi di paesi hanno ostacolato la realizzazione di azioni concrete per il raggiungimento di alcuni obiettivi condivisi dalla comunità internazionale, come la risoluzione delle crisi debitorie di alcuni paesi africani e il contrasto e l'adattamento al cambiamento climatico. È tuttavia continuato il dialogo sul tema della finanza sostenibile e sulla diffusione di dati utili a orientarla. All'interno del G20 sono proseguiti gli sforzi volti a rafforzare il ruolo delle istituzioni finanziarie internazionali. Nell'ambito del G7, oltre alle misure varate per fornire supporto all'economia dell'Ucraina e per sanzionare la Russia, sono stati conseguiti progressi sulla sicurezza degli approvvigionamenti energetici e alimentari. È inoltre continuato l'impegno per sostenere la cooperazione sul contrasto al cambiamento climatico e sul rafforzamento della resilienza ai rischi informatici nel settore finanziario; è stato confermato il supporto ai lavori promossi dal G20 per rendere più efficienti i pagamenti internazionali.

Lo scenario macroeconomico internazionale

Crescita e inflazione. – Nel 2023 l'economia globale ha decelerato (3,2 per cento, da 3,5 nel 2022; tav. 1.1), seppure meno di quanto previsto all'inizio dell'anno (2,9 per cento secondo le stime del Fondo monetario internazionale). L'andamento ha riflesso un rallentamento meno forte delle attese nelle economie avanzate e una lieve accelerazione in quelle emergenti¹.

Tra le economie avanzate, il prodotto ha accelerato negli Stati Uniti, anche per effetto della dinamica robusta dei consumi privati. Questi sono stati sospinti dai risparmi accumulati durante la pandemia, dall'aumento della ricchezza generato dal mercato apprezzamento dei titoli azionari nel portafoglio delle famiglie e dall'andamento vivace dell'occupazione, sostenuta a sua volta da ingenti afflussi migratori. Le misure di supporto alla produzione industriale approvate nell'ultimo triennio avrebbero inoltre favorito l'espansione del prodotto. In Giappone, dove le condizioni monetarie sono rimaste espansive, il PIL ha accelerato, grazie al sostegno della domanda estera e degli investimenti fissi. Di contro, nel Regno Unito e nell'area dell'euro l'attività ha rallentato marcatamente (cfr. il capitolo 2).

Tra le economie emergenti la crescita è stata trainata dai paesi dell'Asia centrale e sudorientale e, in misura minore, da quelli dell'Est europeo. L'economia più dinamica del primo gruppo è stata l'India, dove forti investimenti pubblici hanno contribuito all'accelerazione del prodotto; in Cina le riaperture successive alle

Tavola 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti (valori percentuali)						
PAESI	PIL			Inflazione (1)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Mondo	6,5	3,5	3,2	4,7	8,7	6,8
Paesi avanzati	5,4	2,6	1,6	3,1	7,3	4,6
Giappone	2,6	1,0	1,9	-0,2	2,5	3,3
Regno Unito	8,7	4,3	0,1	2,6	9,1	7,3
Stati Uniti	5,8	1,9	2,5	4,2	6,5	3,7
Area dell'euro	5,9	3,4	0,4	2,6	8,4	5,4
Paesi emergenti e in via di sviluppo	7,0	4,1	4,3	5,9	9,8	8,3
Brasile	4,8	3,0	2,9	8,3	9,3	4,6
Cina	8,4	3,0	5,2	0,9	2,0	0,2
India	9,4	6,5	7,7	5,1	6,7	5,7
Russia	5,9	-1,2	3,6	6,7	13,8	5,9

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2024 e dati nazionali.
(1) Indice dei prezzi al consumo. Per l'area dell'euro, indice armonizzato dei prezzi al consumo.

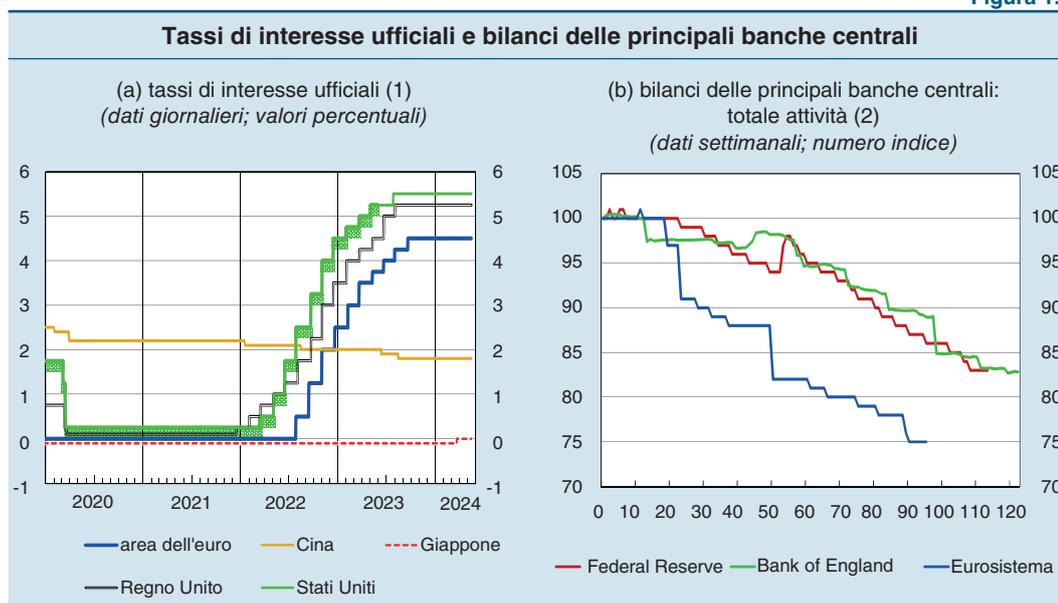
¹ Per la denominazione dei raggruppamenti: economie avanzate (*advanced economies*), economie emergenti e in via di sviluppo (*emerging and developing economies*) e paesi a basso reddito (*low-income developing countries*), cfr. FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2024.

ondate di Covid-19 hanno favorito la ripresa della domanda interna, frenata tuttavia dalle crescenti difficoltà del settore immobiliare. Tra le economie dell'Est europeo, quella russa, seppure a fronte delle sanzioni imposte dalla comunità internazionale (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023), è tornata a espandersi grazie al forte aumento della spesa militare e al riorientamento delle vendite di idrocarburi; quest'ultimo, in particolare, ha consentito introiti significativi. I paesi in via di sviluppo sono cresciuti a un tasso di poco inferiore a quello delle economie emergenti, ma i passati rincari dei beni alimentari e dei fertilizzanti continuano a pesare sulla capacità di spesa delle famiglie più povere.

Secondo le stime dell'FMI, la crescita globale nei prossimi anni rimarrà ancora al di sotto della media registrata nel decennio precedente la pandemia, frenata dall'esaurirsi degli effetti degli stimoli fiscali. I rischi al ribasso rimangono rilevanti: pesano in particolare le tensioni geopolitiche legate ai conflitti in Ucraina e nel Medio Oriente (cfr. *Bollettino economico*, 1 e 2, 2024), che rendono incerta l'evoluzione dei prezzi dell'energia e contribuiscono ad accentuare la tendenza alla frammentazione economica.

Sulle prospettive di crescita di lungo termine pesa soprattutto la debole dinamica della produttività che, ad esclusione degli Stati Uniti, ha continuato a rallentare durante la pandemia, sia nelle economie avanzate sia in alcune tra quelle emergenti; questo andamento si aggiunge per molti paesi – soprattutto avanzati – a un calo demografico, che pone a sua volta un freno all'attività economica. Tali sviluppi appaiono più preoccupanti se si considera il ridotto spazio di manovra fiscale a disposizione dei governi nazionali. Il debito pubblico a livello globale, dopo la significativa crescita avvenuta nel 2020 a causa delle misure di stimolo varate durante l'emergenza sanitaria, è aumentato nuovamente nel 2023: secondo le stime dell'FMI, ha raggiunto il 93,2 per cento del PIL mondiale (da 91,3 nel 2022) e continuerà a crescere nel decennio in corso, raggiungendo il 98,8 per cento nel 2029.

Nel 2023 le banche centrali delle maggiori economie hanno proseguito la fase di restrizione monetaria per contrastare l'inflazione ancora elevata e i rischi di disancoraggio delle aspettative (fig. 1.1.a). Il ciclo di rialzi, che non ha precedenti in termini di rapidità e intensità nell'area dell'euro e nella storia recente degli Stati Uniti, ha portato i tassi ufficiali da valori prossimi allo zero fino ai livelli massimi dell'ultimo ventennio. L'inasprimento delle condizioni di finanziamento ha contribuito, in molte economie, a un marcato calo delle compravendite nel settore immobiliare. Negli Stati Uniti la riduzione ha riguardato anche i prezzi degli immobili, in particolare quelli del segmento non residenziale. Nei primi mesi del 2024 questi andamenti hanno accentuato i rischi per le banche più esposte verso tali attività contribuendo, in aprile, a determinare la crisi di una banca regionale statunitense che si aggiunge ai dissesti, avvenuti lo scorso anno, di altri intermediari locali negli Stati Uniti e di una grande banca in Svizzera. Gli episodi di bancarotta verificatisi nel 2023 sono stati legati a numerose cause – tra cui le fragilità nella struttura della raccolta e nelle strategie di investimento delle banche interessate – esacerbate dal forte aumento dei tassi di interesse. Tali episodi, che avevano già posto il tema della solidità del settore bancario nel periodo successivo alla pandemia all'attenzione degli investitori e delle autorità di supervisione e di regolamentazione (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2023), hanno confermato la necessità che i paesi diano piena attuazione alle revisioni dell'Accordo di Basilea concordate a livello internazionale.



Fonte: per il pannello (a), BCE e statistiche nazionali; per il pannello (b), BCE, Bank of England e Federal Reserve.

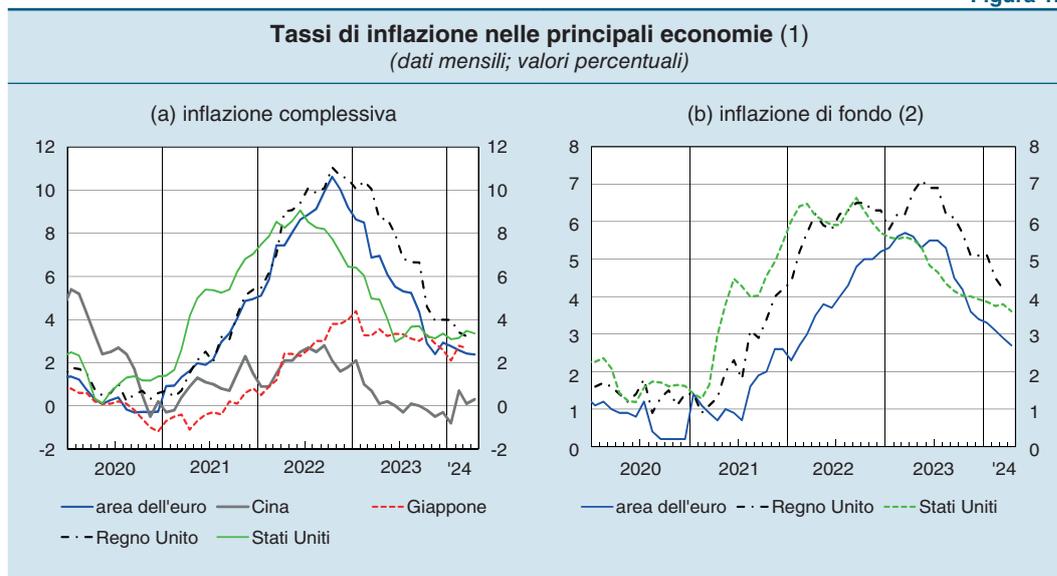
(1) Per l'area dell'euro, tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per la Cina, tasso *reverse repo* a 7 giorni; per il Giappone, tasso sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati (fino al 15 febbraio 2016 la politica monetaria della Banca del Giappone si è basata solo su un 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. – (2) L'indice è fissato pari a 100 per l'ultimo dato disponibile antecedente il primo rialzo dei tassi ufficiali da parte delle banche centrali riportate nella figura; questo dato corrisponde al 15 luglio 2022 per l'Eurosistema, all'11 marzo 2022 per la Federal Reserve e al 10 dicembre 2021 per la Bank of England. Sull'asse delle ascisse è riportata la progressione delle settimane.

In concomitanza con il rialzo dei tassi, le banche centrali dei paesi avanzati hanno avviato la riduzione dei loro attivi in bilancio (*quantitative tightening*, fig. 1.1.b), rafforzando la stretta monetaria, ma graduando la normalizzazione per mantenere condizioni stabili sui mercati monetari e finanziari. Nei primi mesi del 2024 la Federal Reserve ha espresso la volontà di rallentare il processo di riduzione degli attivi in bilancio per garantire un livello sufficientemente ampio di riserve nel sistema, evitando così tensioni sul mercato interbancario. L'Eurosistema, pur avendo avviato il *quantitative tightening* in un momento successivo rispetto alla Federal Reserve e alla Bank of England, ha ridotto il proprio bilancio a un ritmo maggiore (cfr. il capitolo 3).

L'esaurirsi delle pressioni sui prezzi e la considerevole restrizione monetaria hanno favorito una rapida riduzione dell'inflazione a livello globale dai picchi raggiunti nel 2022. Nelle maggiori economie avanzate, alla fine dello scorso anno, essa è scesa su valori prossimi agli obiettivi delle banche centrali (fig. 1.2.a). Negli Stati Uniti la disinflazione si era avviata dalla metà del 2022 – in anticipo rispetto alle altre economie avanzate – grazie al rallentamento dei prezzi dei beni dovuto al venire meno delle strozzature nelle catene di produzione globali; nell'area dell'euro è stata dapprima favorita dall'esaurirsi degli effetti dei forti rialzi dei corsi dell'energia, per poi estendersi, nello scorcio del 2023, alle componenti di fondo (cfr. il capitolo 14). Anche nei paesi emergenti la disinflazione è proseguita nel 2023. In Cina, dove la ripresa è stata debole, specie nei consumi, sono emerse spinte deflative che hanno portato a una dinamica dei prezzi pressoché nulla in media d'anno.

Nei primi mesi del 2024 la flessione dell'inflazione di fondo si è attenuata negli Stati Uniti (fig. 1.2.b). In aprile l'inflazione complessiva si collocava al 3,4 per cento e, nelle attese degli analisti censiti da Consensus Economics formulate a maggio, arriverebbe al 3,2 per cento nella media del 2024.

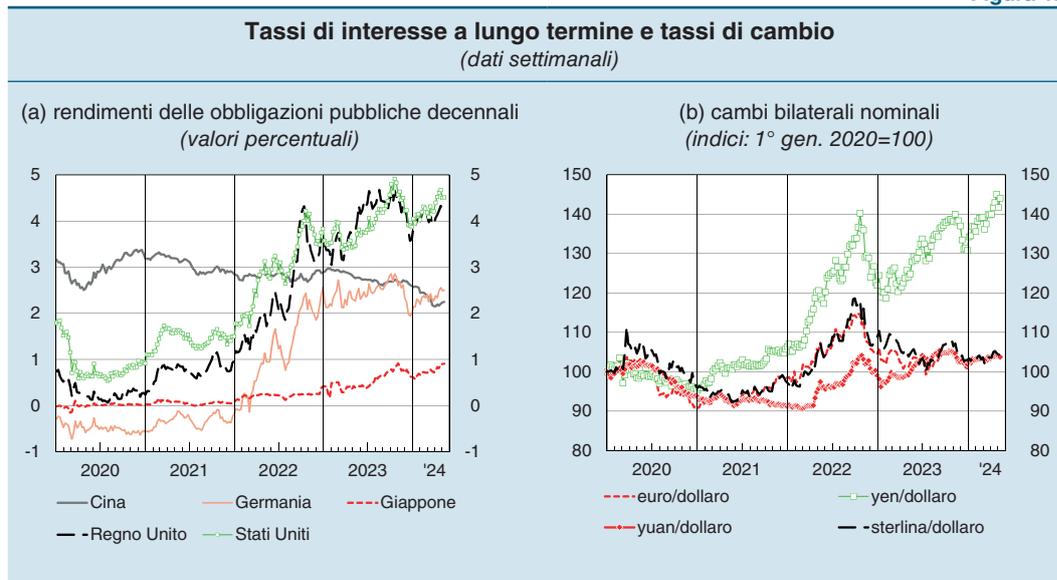
Figura 1.2



La finanza internazionale. – Nella prima parte del 2023 il ciclo monetario restrittivo ha determinato un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nelle principali economie avanzate (fig. 1.3.a). Da ottobre, con l'emergere di aspettative di tagli dei tassi, si è osservato un calo generalizzato dei rendimenti, parzialmente riassorbito nei primi mesi del 2024.

Nelle economie emergenti il costo delle nuove emissioni di titoli sovrani è gradualmente sceso, pur rimanendo su livelli storicamente elevati e con ampie differenze

Figura 1.3

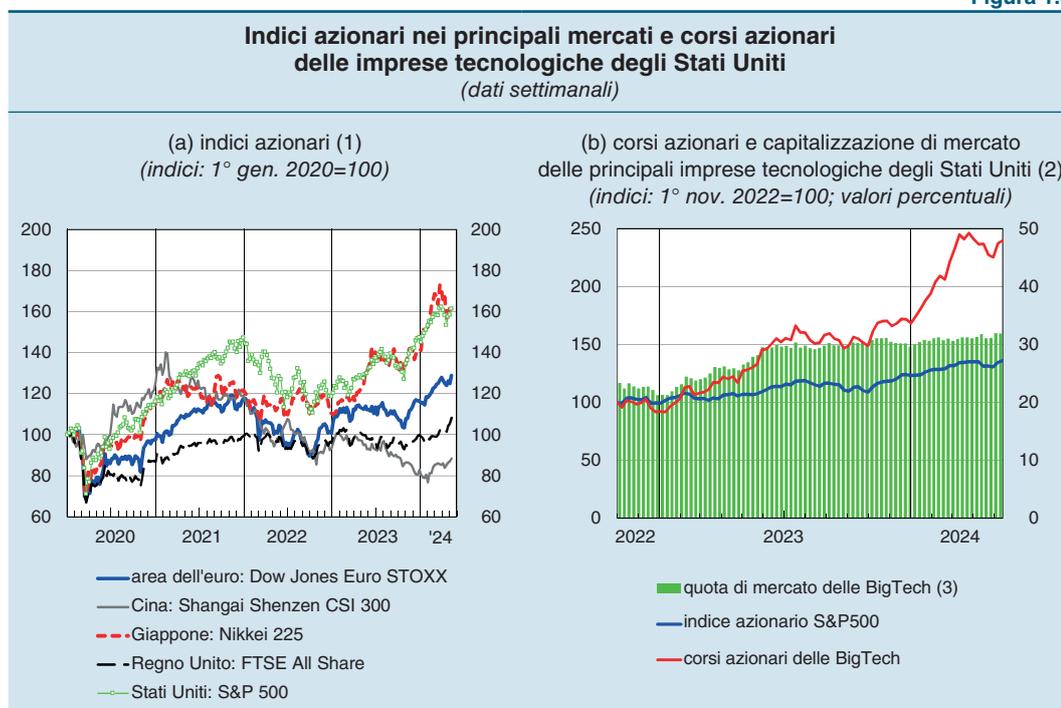


tra paesi. In particolare, nei casi in cui l'inflazione è rientrata entro i limiti stabiliti dalle autorità monetarie – consentendo di concludere la fase restrittiva o anche di iniziare un ciclo di riduzione dei tassi, come in Brasile e in Cile – i rendimenti obbligazionari sono diminuiti. Gli afflussi di capitale verso le economie emergenti hanno rallentato, principalmente per effetto della debole dinamica degli investimenti diretti esteri; in Cina hanno anche pesato i deflussi di portafoglio dai titoli obbligazionari.

Nel corso dell'anno il dollaro si è in media deprezzato rispetto alle valute dei principali partner commerciali; si è invece significativamente apprezzato nei confronti dello yen (fig. 1.3.b). L'andamento della valuta giapponese ha riflesso il perdurante differenziale dei tassi di interesse rispetto agli Stati Uniti, arrivando alla fine di aprile del 2024 a toccare il minimo degli ultimi 34 anni e deprezzandosi rispetto al dollaro di quasi il 26 per cento dall'inizio del ciclo monetario restrittivo statunitense. Il renminbi cinese – rafforzatosi all'inizio del 2023 sull'onda di aspettative di crescita ottimistiche – si è indebolito nei mesi successivi, nonostante i continui interventi della Banca centrale per contrastarne il calo.

I corsi azionari sono saliti nel complesso del 2023, soprattutto negli Stati Uniti, dove sono stati sostenuti anche dall'inattesa robustezza della crescita economica (fig. 1.4.a). Le innovazioni nell'ambito dell'intelligenza artificiale hanno indotto significativi rialzi delle quotazioni dei titoli statunitensi del settore tecnologico. Già a partire dal rilascio nel novembre 2022 di ChatGPT, lo strumento di intelligenza artificiale generativa sviluppato dalla società statunitense OpenAI, le principali imprese che utilizzano tecnologie avanzate e innovative (*high-tech*) hanno mostrato una crescita

Figura 1.4



Fonte: BCE, LSEG e statistiche nazionali.

(1) Indici azionari espressi in valuta locale. – (2) I corsi azionari dei fornitori globali di tecnologie IT (BigTech) sono calcolati come media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato delle quotazioni delle 7 principali imprese tecnologiche (Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA, Alphabet e Tesla). La quota di mercato delle BigTech è calcolata come percentuale della capitalizzazione dello S&P 500. – (3) Scala di destra.

delle quotazioni notevolmente superiore rispetto al resto del mercato. Tale crescita si è tradotta nel corso dell'anno in un marcato incremento del loro peso nella capitalizzazione complessiva (dal 21 al 31 per cento; fig. 1.4.b). Pur riflettendo in alcuni casi attese assai ottimistiche sugli sviluppi futuri, l'aumento dei prezzi delle azioni delle società *high-tech* è stato sospinto dal buon andamento della loro profittabilità.

Anche nelle principali economie emergenti i corsi azionari sono saliti, per effetto del graduale miglioramento del ciclo finanziario globale. Ha fatto eccezione la Cina, dove le quotazioni sono scese in seguito al deterioramento della fiducia degli investitori, che hanno continuato a giudicare insufficienti le risposte delle autorità alla perdurante crisi del settore immobiliare, al peggioramento complessivo delle prospettive di crescita e all'elevato indebitamento delle imprese. La volatilità dei mercati azionari si è ridotta, ad eccezione di alcuni episodi temporanei legati alle tensioni in Medio Oriente (cfr. il riquadro: *L'impatto dei rischi geopolitici sulle condizioni finanziarie delle imprese*).

L'IMPATTO DEI RISCHI GEOPOLITICI SULLE CONDIZIONI FINANZIARIE DELLE IMPRESE

Negli ultimi anni alcuni eventi – a partire dalle dispute commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina e, successivamente, la pandemia, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, nonché più recentemente il conflitto in Medio Oriente – hanno evidenziato la fragilità dei flussi di beni e generato timori sulla dipendenza per la fornitura di materie prime e beni intermedi da paesi “non amici” o politicamente instabili¹ (cfr. il riquadro: *La riconfigurazione delle importazioni di beni della UE e dell'Italia in un contesto globale di crescente frammentazione* del capitolo 9).

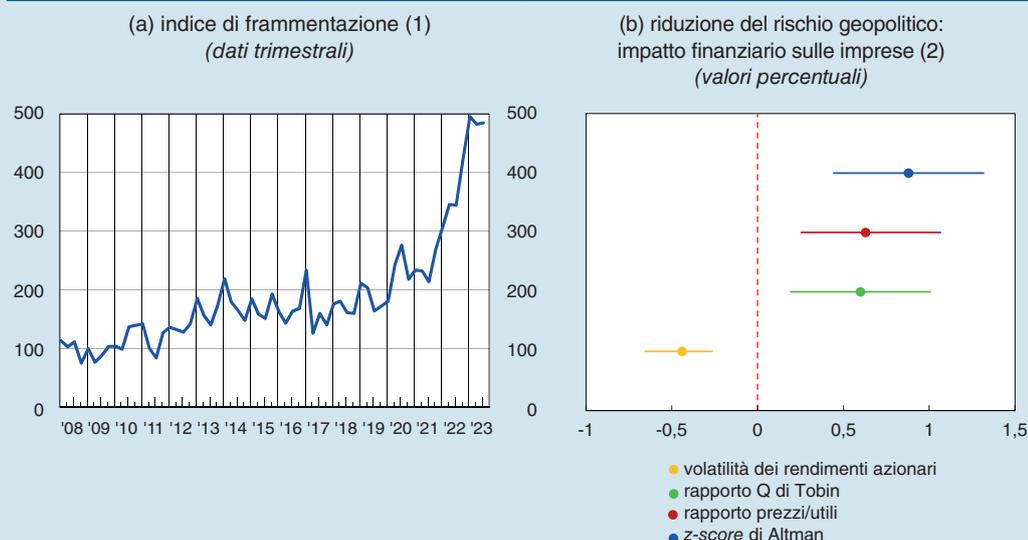
Le crescenti preoccupazioni per gli effetti di un'inversione di tendenza nell'integrazione economica tra paesi emergono dall'andamento di un indice di “frammentazione geoeconomica”² basato sulle dichiarazioni degli amministratori delle imprese, in occasione delle presentazioni periodiche dei risultati aziendali (figura, pannello a). A oggi gran parte delle analisi si è concentrata sull'organizzazione delle catene del valore globali e sui mercati delle materie prime³, mentre lo studio dei possibili impatti finanziari della frammentazione è stato finora limitato e condotto a livello aggregato, in particolare riguardo ai flussi di capitale transfrontalieri.

¹ *Globalizzazione e frammentazione*, intervento del Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini presso il Polo universitario di Scienze sociali, Firenze, 5 aprile 2023; *Il futuro dell'economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta in occasione del conferimento della laurea honoris causa in Scienze giuridiche banca e finanza presso l'Università degli Studi di Roma Tre, Roma, 23 aprile 2024.

² S. Aiyar, J. Chen, C. Ebeke, R. Garcia-Saltos, T. Gudmudsson, A. Ilyna, A. Kangur, T. Kunaratskul, S. Rodriguez, M. Ruta, T. Schulze, G. Soderberg e J. Trevino, *Geoeconomic fragmentation and the future of multilateralism*, IMF Staff Discussion Notes, 2023.

³ A. Borin, G. Cariola, E. Gentili, A. Linarello, M. Mancini, T. Padellini, L. Panon ed E. Sette, *Inputs in geopolitical distress: a risk assessment based on micro data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 819, 2023 e S. Emiliozzi, F. Ferriani e A. Gazzani, *The European energy crisis and the consequences for the global natural gas market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 824, 2023.

Frammentazione geoeconomica e impatti sulle condizioni finanziarie delle imprese



Fonte: elaborazioni su dati ICRG, LSEG, NL Analytics e Orbis-Bureau van Dijk.

(1) L'indice normalizzato a 100 al 1° trimestre del 2009, misura la ricorrenza media di alcuni termini legati al fenomeno della frammentazione nelle registrazioni delle conferenze di presentazione dei risultati trimestrali delle società quotate (*earnings call*). I termini cercati sono: *reshoring, onshoring, localization, nearshoring, regionalization, fragmentation, deglobalization*. Le elaborazioni sono basate sulla metodologia descritta in T.A. Hassan, S. Hollander, L. Van Lent e A. Tahou, *Firm-level political risk: measurement and effects*, "The Quarterly Journal of Economics", 134, 4, 2019, pp. 2135-2202. – (2) Il grafico mostra l'impatto (elasticità stimata e intervalli di confidenza al 95 per cento) della riduzione dell'1 per cento dell'indice di rischio geopolitico ponderato per la distribuzione geografica dei ricavi. La stima è basata su modelli di regressione in cui le variabili dipendenti sono: lo z-score di Altman (per la probabilità di insolvenza); il rapporto prezzo-utigli e il rapporto Q di Tobin (per il valore di mercato); la volatilità dei rendimenti azionari. Le variabili indipendenti includono l'indice a livello di impresa dell'esposizione al rischio geopolitico ponderata per la distribuzione geografica dei ricavi, oltre a un'ampia lista di effetti fissi e variabili di controllo.

In un recente lavoro⁴ è stato costruito un indice per misurare l'impatto del rischio geopolitico sulla probabilità di insolvenza e sulle quotazioni di mercato delle imprese, utilizzando le informazioni sulla ripartizione geografica dei ricavi tratte dai bilanci di società quotate non finanziarie europee e statunitensi durante il periodo 2010-22. Per ciascuna impresa l'indice è calcolato sommando le quote di fatturato generato nei propri mercati di sbocco, ponderate per una valutazione dei rischi politici ad essi associati.

I risultati del lavoro indicano che le tensioni internazionali producono impatti significativi sulla performance finanziaria delle imprese. Una riduzione dell'1 per cento dell'indice di rischio geopolitico è associata: a una più bassa probabilità di insolvenza delle imprese (misurata dallo z-score di Altman) nell'ordine dello 0,9 per cento; a una più elevata valutazione di mercato in termini di rapporti fra prezzo e utili o fra capitalizzazione di borsa e valore di bilancio di circa lo 0,6 per cento; a una riduzione della volatilità dei rendimenti di quasi lo 0,5 per cento (figura, pannello b).

⁴ A. D'Orazio, F. Ferriani e A. Gazzani, *Geoeconomic fragmentation and firms' financial performance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 844, 2024. I dati sul rischio geopolitico si basano sulla valutazione annuale del rischio politico sviluppata dall'*International Country Risk Guide* (ICRG). La valutazione del rischio politico va da 0 a 100, con punteggi più alti associati a livelli di rischio più bassi, e copre 12 dimensioni: stabilità del governo, condizioni socioeconomiche, profilo degli investimenti, conflitti interni, conflitti esterni, corruzione, presenza di militari in politica, tensioni religiose, rispetto della legge, tensioni etniche, *accountability* democratica e qualità della burocrazia.

Inoltre una diminuzione dell'1 per cento del rischio politico di uno specifico paese in un certo anno ha conseguenze per le imprese anche sul piano operativo nell'anno successivo associandosi, a parità di altre condizioni, a un aumento di circa 0,2 punti percentuali della quota di ricavi generata in quel mercato.

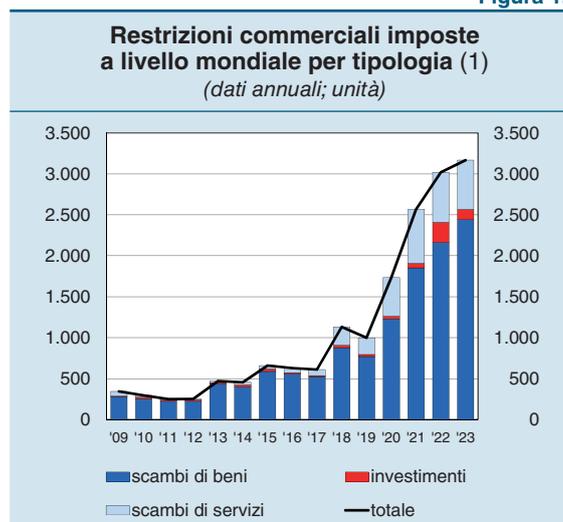
Queste stime potrebbero sottovalutare peraltro l'effetto complessivo dei rischi geopolitici, in quanto l'indice di esposizione non tiene conto degli scambi di beni e servizi intermedi tra imprese nell'ambito della partecipazione alle catene globali del valore, né del trasferimento dei profitti aziendali tra giurisdizioni e rami di impresa. A causa del perdurare delle tensioni globali, il rimpatrio di attività localizzate all'estero e la revisione delle filiere produttive potrebbero tradursi non solo in impatti sulle condizioni finanziarie delle imprese, ma anche in turbolenze macrofinanziarie, alimentate dalla maggiore volatilità dei movimenti transfrontalieri di capitale e dalle minori opportunità di diversificazione internazionale delle attività finanziarie.

Il commercio internazionale e le materie prime

L'andamento del commercio. – Lo scorso anno la crescita del commercio mondiale è stata molto debole, pari allo 0,4 per cento in termini reali, ben al di sotto di quella del 2022 (5,4 per cento) e della dinamica del PIL nel 2023 (3,2 per cento). Il rallentamento è stato particolarmente intenso per gli scambi di beni che, dopo il forte rimbalzo successivo alla pandemia, sono stati frenati dalla debolezza della domanda, in particolare di quella per investimenti, che attiva maggiormente interscambi di beni intermedi. Il commercio di beni si è ridotto più marcatamente in Europa che in altre economie avanzate, sia nei flussi esterni alla UE sia in quelli interni, in connessione con la decelerazione dell'attività nell'area. Di contro, è proseguita la crescita del commercio globale di servizi: questi ultimi hanno infatti continuato a beneficiare dell'effetto delle riaperture dopo la fine dell'emergenza sanitaria.

L'intensificarsi delle tensioni internazionali si è riflesso in un accresciuto ricorso a misure restrittive degli scambi commerciali, in continuità con quanto già avvenuto durante la pandemia e in risposta all'invasione dell'Ucraina (fig. 1.5). L'acuirsi della contrapposizione tra Cina e Stati Uniti è una delle principali cause di questo orientamento, con potenziali ricadute sulle catene di fornitura globali: gli Stati Uniti e altri paesi avanzati hanno ampliato le misure di embargo sulle esportazioni di prodotti ad alto contenuto tecnologico, quali i microprocessori, cui sono seguite da parte della Cina limitazioni alle esportazioni di minerali essenziali per la transizione verde e per quella digitale.

Figura 1.5



Fonte: Global Trade Alert.

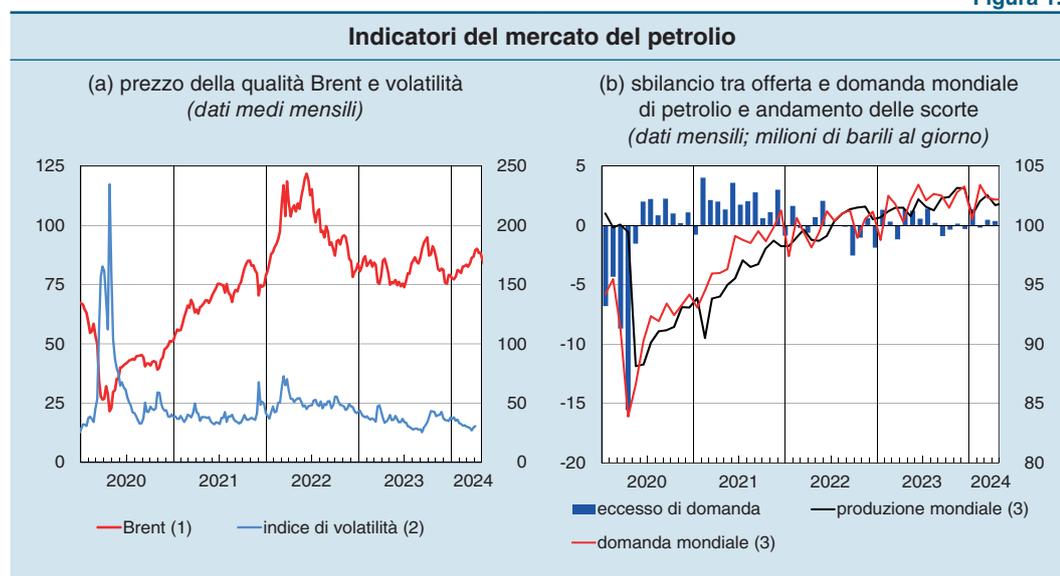
(1) La banca dati del Global Trade Alert raccoglie le modifiche unilaterali al trattamento relativo degli interessi commerciali esteri rispetto a quelli nazionali, con riferimento sia ai flussi commerciali sia agli investimenti esteri diretti (cfr. S.J. Evenett e J. Fritz, *The Global Trade Alert database handbook*, 26 ottobre 2022).

Da questo contesto emergono, da un lato, una riconfigurazione della geografia degli scambi commerciali e, dall'altro, una revisione delle strategie di internazionalizzazione da parte delle imprese. Si tratta di due tendenze collegate tra loro e incoraggiate entrambe dalle politiche adottate dalle principali economie globali. Nello specifico, la riconfigurazione degli scambi, già avviata nel 2022 per le materie prime energetiche da fonti fossili (cfr. il capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2022), si va estendendo ad altre categorie di beni. Questo fenomeno è particolarmente evidente nel caso della quota di importazioni degli Stati Uniti proveniente dalla Cina che, in calo già dal 2018 per effetto delle misure protezionistiche introdotte dalle amministrazioni statunitensi, nel solo 2023 si è ridotta di ben 4 punti percentuali (cfr. il riquadro: *La riconfigurazione delle importazioni di beni della UE e dell'Italia in un contesto globale di crescente frammentazione* del capitolo 9).

Nello scorcio dell'anno le tensioni in Medio Oriente e l'aumento della rischiosità delle tratte attraverso il Mar Rosso hanno notevolmente ridotto i transiti di navi cargo nel canale di Suez; ciò ha prolungato i tempi di spedizione dall'Asia all'Europa, determinando ricadute negative sui traffici portuali europei – soprattutto mediterranei – e rincari consistenti dei noli (cfr. il riquadro: *Il commercio marittimo e gli attacchi alle navi nel Mar Rosso*, in *Bollettino economico*, 1, 2024). Le indagini condotte presso le imprese europee² mostrano la progressiva riorganizzazione di alcune catene di produzione, finalizzata a ridurre l'esposizione delle aziende ai rischi geopolitici.

Le materie prime. – Nel 2023 il prezzo del petrolio ha oscillato intorno ai 75 dollari al barile, un livello notevolmente inferiore a quello raggiunto nella prima metà del 2022 (120 dollari) in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e alle conseguenti sanzioni adottate dai paesi occidentali nei confronti di quest'ultimo paese (fig. 1.6.a). Nello

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati Energy Information Administration (EIA), IEA e LSEG.
(1) Dollari al barile. – (2) Volatilità implicita dei contratti futures (CBOEOVX); punti percentuali. Scala di destra. – (3) Scala di destra.

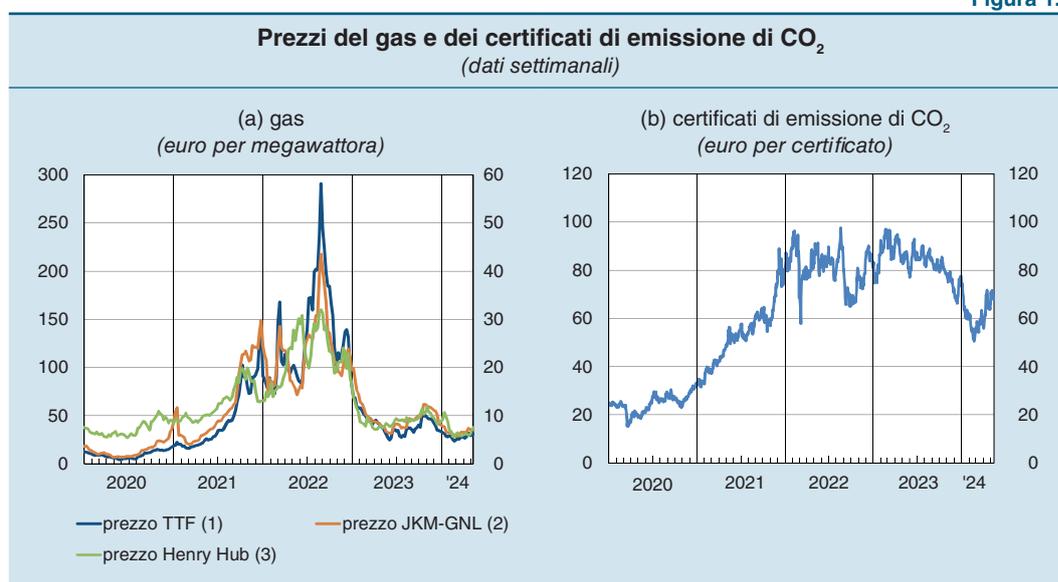
² I. Balteanu, M. Bottone, A. Fernandez Cerezo, I. Demosthenes, A. Kuttan, M. Mancini e R. Morris, *European firms facing geopolitical risk: evidence from recent Eurosystem surveys*, VoxEU CEPR, di prossima pubblicazione.

scorso autunno, tuttavia, anche a seguito dell'atto di terrorismo di Hamas contro Israele del 7 ottobre, della reazione israeliana e degli attacchi delle milizie Huthi nel Mar Rosso, i corsi sono saliti fino a 90 dollari per poi tornare a 78 alla fine dell'anno. Nei primi mesi del 2024 gli attacchi ucraini alle raffinerie russe e il riaccutizzarsi delle tensioni tra Israele e Iran hanno temporaneamente riportato il prezzo a 90 dollari. La crescita robusta della domanda mondiale di petrolio, ancora sostenuta dalla ripresa della mobilità dopo la pandemia, è stata soddisfatta dall'aumento della produzione (fig. 1.6.b). Si è invece osservata una ricomposizione dell'offerta: ai tagli da parte dei paesi OPEC+ (per un totale di 2,3 milioni di barili al giorno) si è contrapposto un forte incremento della produzione da parte dei paesi non OPEC, in particolare gli Stati Uniti che attualmente sono il primo produttore mondiale.

Il prezzo del gas naturale di riferimento per i mercati europei (Title Transfer Facility, TTF) si è collocato su livelli assai inferiori ai massimi raggiunti nel 2022 (41 euro per megawattora nella media del 2023, contro 133 nel 2022; fig. 1.7.a). A moderare il prezzo, comunque ampiamente superiore a quello medio registrato nel quinquennio 2015-19 (19 euro), hanno contribuito sia il clima mite, che ha compresso la domanda per riscaldamento, sia la debolezza dell'attività manifatturiera, che ha ridotto l'uso del gas da parte delle imprese. Allo stesso tempo le forniture di gas sono state abbondanti, garantendo l'accumulo di ampi stoccaggi. Nell'Unione europea la dipendenza dal gas naturale di origine russa è scesa al 15 per cento, da oltre il 40 prima del conflitto in Ucraina, grazie al maggiore ricorso alle importazioni di gas naturale liquefatto, soprattutto dagli Stati Uniti e dal Qatar³.

La diminuzione del prezzo del gas, anche rispetto al carbone, ha favorito la sostituzione tra questi due combustibili e lo spostamento verso produzioni a più

Figura 1.7



Fonte: BCE, LSEG e statistiche nazionali.

(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.

³ Per un'analisi dell'evoluzione del mercato globale del gas naturale in relazione alla crisi energetica a seguito del conflitto in Ucraina, cfr. S. Emiliozzi, F. Ferriani e A. Gazzani, *The European energy crisis and the consequences for the global natural gas market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 824, 2023.

basso contenuto di carbonio. Ciò ha influito sui prezzi dei certificati di emissione di CO₂ del Sistema per lo scambio delle quote di emissione dell'Unione europea (*European Union Emissions Trading System, EU-ETS*; cfr. il paragrafo: *La cooperazione internazionale*), che dalla metà del 2023 sono rapidamente scesi dai picchi raggiunti nel 2022 (fig. 1.7.b). A questa dinamica hanno contribuito anche la debole domanda del settore manifatturiero e la buona performance della produzione elettrica da fonti rinnovabili; in particolare, nel 2023 la quota relativa a quest'ultima produzione è salita al 43 per cento, dal 36 nel 2022.

La cooperazione internazionale

Le tensioni internazionali hanno condizionato pesantemente la cooperazione tra paesi. Le difficoltà sono emerse con chiarezza durante la Presidenza indiana del G20, quando l'accordo sull'usuale comunicato consensuale dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali – che viene pubblicato al termine dei principali incontri – è stato raggiunto soltanto una volta, in ottobre. L'ingresso a gennaio scorso di Egitto, Emirati Arabi Uniti, Etiopia e Iran nei BRICS (che già includevano Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica) riflette il tentativo di questo raggruppamento di paesi di affermarsi come il vero portatore degli interessi del cosiddetto Sud globale, anche rivendicando un maggiore peso nel governo delle istituzioni internazionali multilaterali, come il Fondo monetario internazionale e la Banca Mondiale.

Nonostante le difficoltà, nell'ambito del G20 sono proseguiti gli sforzi per rafforzare il ruolo delle istituzioni finanziarie internazionali. Sono stati registrati progressi nell'adozione delle misure volte ad aumentare la capacità di prestito delle banche multilaterali di sviluppo; con riferimento al Fondo, la sedicesima revisione generale delle quote, conclusa lo scorso dicembre, ha aumentato del 50 per cento il capitale sottoscritto, lasciando invariato il peso relativo dei paesi membri (cfr. il riquadro: *Il dibattito sul ruolo e sulla governance delle istituzioni di Bretton Woods*).

IL DIBATTITO SUL RUOLO E SULLA GOVERNANCE DELLE ISTITUZIONI DI BRETTON WOODS

Le principali aree di competenza del Fondo monetario internazionale e della Banca Mondiale – i due pilastri dell'architettura finanziaria internazionale definita con gli accordi di Bretton Woods del 1944 – sono rispettivamente il mantenimento della stabilità del sistema monetario internazionale e la promozione dello sviluppo economico. Le nuove sfide globali, quali la transizione climatica e il rischio di diffusione delle pandemie, hanno contribuito ad alimentare il dibattito sulla riforma delle due istituzioni; incide sulla questione anche l'accresciuto peso economico e politico dei paesi emergenti, al quale non si è accompagnato un parallelo adeguamento dei loro diritti di voto nell'ambito di questi organismi. Tale deficit di rappresentanza ha spinto i paesi emergenti a creare negli anni recenti nuove istituzioni multilaterali, come la Banca asiatica di investimento per le infrastrutture (Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB) e la Nuova banca di sviluppo (New Development Bank, NDB).

Per mantenere un ruolo centrale nell'architettura finanziaria internazionale, il Fondo monetario internazionale e la Banca Mondiale hanno avviato un processo

di revisione dei propri ambiti di intervento e degli strumenti a loro disposizione, a livello sia finanziario sia di sorveglianza e di cooperazione tecnica. La discussione sugli aspetti relativi alla governance e alla rappresentatività delle due istituzioni è invece resa più complessa dall'attuale clima internazionale.

L'FMI promuove la cooperazione globale sulle materie monetarie e finanziarie, vigila sulle politiche macroeconomiche e fornisce assistenza finanziaria in caso di crisi. Il profondo mutamento del sistema monetario internazionale ha spinto nel tempo gli organi esecutivi del Fondo ad adattarne il ruolo ai nuovi scenari, anche senza una modifica formale del mandato. In particolare la funzione di sorveglianza è stata estesa alle cosiddette politiche macrocritiche, ossia tutte le politiche nazionali che possono avere un impatto, anche in prospettiva, sulla stabilità macroeconomica e su quella della bilancia dei pagamenti. In questa direzione la *Climate Policy Strategy* adottata dall'FMI nel 2021 prevede una sorveglianza a livello bilaterale quando la stabilità economica sia minacciata dai rischi climatici. Nella stessa ottica, la sorveglianza dell'FMI considera inoltre l'impatto di altri fattori come le tendenze demografiche, le disuguaglianze sociali e le innovazioni tecnologiche.

Nel 2022 è stato inoltre istituito un fondo attraverso il quale l'FMI concede finanziamenti a lungo termine ai paesi a basso e medio reddito (*Resilience and Sustainability Trust*, RST), per favorire riforme finalizzate a ridurre il rischio di crisi di bilancia dei pagamenti associate al cambiamento climatico e alle pandemie. Sebbene alcuni osservatori considerino l'RST uno strumento di finanziamento delle politiche di sviluppo – iniziativa che esulerebbe dal mandato del Fondo – va sottolineato che i paesi più esposti ai rischi climatici, in particolare quelli a più basso reddito, hanno maggiore probabilità di incorrere in situazioni di instabilità macroeconomica e in crisi di bilancia dei pagamenti.

La revisione dei pesi relativi (quote) nel meccanismo di voto dell'FMI ha finora incontrato notevoli ostacoli: il riallineamento delle quote realizzato nel 2016 ha lasciato le economie emergenti, specie la Cina, fortemente sottorappresentate nel capitale del Fondo rispetto al loro peso nell'economia mondiale. L'aumento del 50 per cento del capitale deliberato lo scorso dicembre avverrà in proporzione delle quote esistenti, lasciando invariati i diritti di voto di ciascun paese. Gli Stati Uniti – che di fatto detengono un potere di veto sulle decisioni del Fondo¹ – non intendono concedere un maggiore peso a economie che non rispettano pienamente i principi del multilateralismo, tra i quali la trasparenza delle condizioni finanziarie applicate nei prestiti bilaterali e la collaborazione nelle operazioni di ristrutturazione dei debiti sovrani. L'Italia e i paesi dell'Unione europea, seppure disponibili a negoziare un riallineamento delle quote, chiedono che la perdita di peso decisionale non ricada esclusivamente sugli Stati europei.

Il mutato contesto internazionale e l'emergere di nuove priorità sono anche alla base di un ambizioso programma di rinnovamento della Banca Mondiale (*Evolution*

¹ Gli Stati Uniti detengono il 16,5 per cento dei diritti di voto. Si tratta perciò di una quota significativa, considerando il numero complessivo dei paesi partecipanti e il fatto che alcune decisioni rilevanti (come l'aumento delle quote, l'allocatione dei diritti speciali di prelievo e le modifiche dello statuto) richiedono una maggioranza qualificata dell'85 per cento.

Agenda); questa iniziativa, su impulso dei principali paesi azionisti, intende estendere il mandato di intervento dell'istituzione alle recenti sfide globali, in aggiunta agli obiettivi tradizionali di promozione dello sviluppo economico e di lotta alla povertà. Oltre a un vasto piano di revisione del modello operativo, la Banca Mondiale sta portando avanti un progetto per rafforzare la propria capacità finanziaria, al fine di conciliare le istanze dei paesi in via di sviluppo (attraverso il sostegno alle loro priorità nazionali) con la richiesta da parte dei paesi avanzati di un maggiore impegno nell'affrontare le sfide globali.

Riguardo al potenziamento della capacità di prestito, una parte dei paesi membri – in particolare le economie avanzate – ritiene che la priorità debba essere l'utilizzo più efficiente delle risorse attualmente disponibili. In tale direzione sono orientate le raccomandazioni sulla revisione dei modelli di adeguatezza patrimoniale delle banche di sviluppo (*Independent Review of Capital Adequacy Frameworks*) promosse dalla Presidenza italiana del G20 nel 2021². La Banca Mondiale ha già in parte allentato i vincoli interni sul proprio grado di leva finanziaria e ha previsto la possibilità di emettere capitale ibrido³ e di accrescere il ricorso alle garanzie sul rischio di credito fornite dai paesi membri⁴; sta inoltre valutando la possibilità di valorizzare maggiormente i benefici del capitale a chiamata (*callable capital*), che rappresenta una rilevante componente della struttura patrimoniale delle banche di sviluppo⁵. Pur sostenendo le raccomandazioni del G20, altri paesi, fra cui Cina e India, ritengono che le risorse così ottenibili non siano sufficienti rispetto alle enormi esigenze finanziarie dei paesi in via di sviluppo e che siano pertanto necessari incrementi di capitale⁶. Il rafforzamento della capacità finanziaria delle banche di sviluppo, anche attraverso il ricorso a eventuali aumenti di capitale, è una delle priorità della Presidenza brasiliana del G20 per il 2024, che dovrebbe concretizzarsi nella redazione di una tabella di marcia per incrementare l'efficienza del sistema delle banche di sviluppo (*G20 roadmap for a better, bigger, and more effective MDB system*).

Anche nel caso della Banca Mondiale si assiste a un disallineamento fra il peso dei paesi emergenti nell'economia globale e le rispettive percentuali detenute nel capitale.

² Per ulteriori dettagli, cfr. *Boosting MDBs' investing capacity. An independent review of multilateral development banks' capital adequacy frameworks*, 2022.

³ Il capitale ibrido è uno strumento di finanziamento che combina caratteristiche sia del capitale proprio sia del debito. Essendo subordinato alle obbligazioni, rafforza il grado di patrimonializzazione consentendo di espandere la capacità di prestito.

⁴ Sulla base di stime della Banca Mondiale, questi interventi potrebbero generare un flusso di prestiti addizionali di circa 120 miliardi di dollari complessivi nel corso del prossimo decennio, senza compromettere lo status di creditore privilegiato, il rating AAA e la solidità finanziaria dell'istituzione.

⁵ Il *callable capital* non è patrimonio versato, ma rappresenta un impegno degli azionisti a contribuire con le relative risorse in caso di necessità. Alla fine del 2023 esso rappresentava circa il 93 per cento del capitale totale sottoscritto della Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS), l'istituzione appartenente al gruppo della Banca Mondiale che concede prestiti a paesi a medio reddito.

⁶ Questa tesi è avallata anche da un rapporto redatto da un gruppo di esperti istituito lo scorso anno dalla Presidenza indiana del G20 (cfr. Independent Experts Group, *Strengthening multilateral development banks. The triple agenda*, 2023). Il rapporto stima in 3.000 miliardi di dollari la spesa addizionale annua necessaria nelle economie emergenti e in via di sviluppo (esclusa la Cina) entro il 2030; di questi, 1.800 miliardi dovrebbero essere rivolti a investimenti legati al clima e 1.200 agli altri obiettivi di sviluppo sostenibile.

La prossima revisione della distribuzione dei diritti di voto è prevista per il 2025; nell'attuale contesto politico internazionale l'atteggiamento dei paesi avanzati, poco propensi a un ribilanciamento a favore delle economie emergenti, non dovrà trascurare l'esigenza di preservare la legittimità e la credibilità della Banca Mondiale stessa.

Nel 2023 l'ammontare del sostegno finanziario fornito dall'FMI ai paesi in difficoltà è rimasto stabile sui massimi raggiunti dopo la pandemia (circa 150 miliardi di dollari). Quasi la metà dei prestiti è stata assorbita da tre paesi (Argentina, Egitto e Ucraina), i cui programmi di aggiustamento sono in corso di attuazione. A fronte dell'emergere di nuovi creditori bilaterali come Cina e Arabia Saudita, a partire dal 2020 è cresciuto anche il sostegno dell'FMI a favore dei paesi a basso reddito, la cui quota sul totale dei prestiti del Fondo è più che raddoppiata (dal 10 al 22 per cento). L'assistenza finanziaria a questi paesi è tuttavia condizionata dalla loro grave situazione debitoria: secondo le analisi condotte dall'FMI e dalla Banca Mondiale, più della metà delle economie a basso reddito si trova in condizioni di elevata vulnerabilità finanziaria.

Queste ultime istituzioni internazionali hanno promosso la creazione, all'inizio del 2023, della Global Sovereign Debt Roundtable, un'assemblea permanente che riunisce da una parte i principali creditori ufficiali e privati e dall'altra un gruppo di maggiori paesi debitori, con l'obiettivo di favorire i processi di ristrutturazione dei debiti nazionali. La Cina, che detiene oltre la metà del debito bilaterale dei paesi a più basso reddito aderenti alle linee guida internazionali sulla ristrutturazione del debito (*G20 Common Framework*), rimane poco propensa a concordare direttive per accrescere la trasparenza dei processi di ristrutturazione del debito e per definirne meglio le tempistiche, rallentando il raggiungimento degli accordi di ristrutturazione.

Il continente africano, che ospita più della metà delle persone in condizioni di povertà estrema nel mondo, è particolarmente esposto a crisi debitorie (4 dei 5 paesi che hanno chiesto una ristrutturazione del debito sono in Africa). Per le economie più fragili, accanto al sostegno finanziario, ha grande importanza quello rivolto all'irrobustimento delle istituzioni che si trovano a gestire i fondi. L'Africa è destinataria di numerose attività di cooperazione tecnica promosse dalla comunità internazionale. La Banca d'Italia ha contribuito a queste attività attraverso la partecipazione sia a iniziative bilaterali, sia ai programmi coordinati dalle istituzioni europee e multilaterali (cfr. *Relazione sulla gestione e sulle attività* sul 2023).

La cooperazione internazionale ha affrontato anche i temi legati all'accresciuto ruolo degli intermediari finanziari non bancari, che attualmente incidono sul totale delle attività finanziarie globali per circa il 50 per cento. Il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) è impegnato a identificare le principali vulnerabilità di tali intermediari e a indirizzare l'attività di supervisione verso il rafforzamento della resilienza del sistema finanziario e il contenimento dei rischi che possono derivare dalle vulnerabilità degli intermediari stessi. Sempre sotto l'impulso dell'FSB e dell'FMI, il G20 ha adottato un programma di lavoro per promuovere un maggiore coordinamento nel monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalle criptoattività. Sono inoltre proseguiti gli sforzi per migliorare i pagamenti transfrontalieri in termini di costi, velocità, trasparenza e accesso, nell'ambito della tabella di marcia (*Cross-Border Payments Roadmap*) adottata dal G20 nel 2020.

Come nel 2022, anche lo scorso anno l'agenda del G7 ha risentito pesantemente delle tensioni politiche internazionali innescate dal conflitto in Ucraina. La Presidenza giapponese ha coordinato gli sforzi per finanziare l'economia ucraina. Secondo stime del Kiel Institute for the World Economy, le risorse stanziare a favore dell'Ucraina fino al febbraio 2024, al netto di quelle destinate al sostegno militare (provenienti soprattutto dagli Stati Uniti), ammontano a circa 140 miliardi di euro, di cui oltre la metà fornita dall'Unione europea e dai suoi paesi membri. Questi sforzi continuano quest'anno, sotto la Presidenza italiana del G7. Prosegue inoltre la riflessione sull'utilizzo a beneficio dell'Ucraina dei proventi delle attività finanziarie della Banca centrale russa, immobilizzate per effetto delle sanzioni (circa 260 miliardi di euro, complessivamente).

Per contrastare i cambiamenti climatici, il G7 ha varato nel 2023 l'iniziativa denominata *Resilient and Inclusive Supply-chain Enhancement* (RISE), coordinata dalla Banca Mondiale, volta a favorire lo sviluppo di filiere produttive in paesi con un'ampia dotazione di materie prime critiche per la transizione energetica, in prevalenza situati in Africa.

Allo stesso tempo, nell'ambito dei comitati internazionali, incluso il G20, proseguono gli sforzi per trovare un percorso condiviso di transizione climatica. La necessità di investire ingenti risorse per finanziare questo processo è particolarmente gravosa per le economie emergenti e per quelle a basso reddito. Per questi paesi, oltre agli interventi pubblici, è particolarmente importante un significativo incremento della partecipazione del settore privato. Secondo i dati dell'Agenzia internazionale dell'energia (International Energy Agency, IEA), per rimanere allineati agli obiettivi definiti dall'Accordo di Parigi del 2015, gli investimenti in energia sostenibile dovrebbero più che triplicare entro il 2030, dagli attuali 770 miliardi di dollari all'anno.

A fronte degli impegni presi nell'ambito della conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP28), tenutasi in novembre a Dubai, per abbandonare l'uso di combustibili fossili per la generazione di energia, si registra una diffusione tuttora limitata a livello mondiale di meccanismi di determinazione del prezzo del carbonio (*carbon pricing*), che rappresentano uno degli strumenti più efficaci per la riduzione delle emissioni di CO₂. Fa eccezione l'Unione europea, giunta alla quarta fase del sistema EU-ETS, che copre circa 10.000 operatori del comparto energetico, dell'industria, delle compagnie aeree e, dal gennaio 2024, del trasporto marino; questi settori sono nel complesso responsabili di oltre il 40 per cento delle emissioni di CO₂ della UE.

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

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

Nel 2023 il prodotto interno lordo dell'area dell'euro ha fortemente rallentato, dopo due anni di crescita sostenuta. Gli investimenti hanno risentito della politica monetaria restrittiva; i consumi delle famiglie, seppure in un contesto di disinflazione, sono stati frenati dal livello elevato dei prezzi di molte voci di spesa. Le tensioni sui mercati globali hanno rallentato gli scambi commerciali. La dinamica del prodotto è rimasta moderata anche nei primi mesi del 2024.

In un quadro di alta inflazione, i rialzi dei tassi di interesse ufficiali e l'attesa che essi sarebbero rimasti ancora a lungo su livelli elevati hanno concorso a mantenere tese le condizioni finanziarie fino allo scorso ottobre. Nella parte finale dell'anno la veloce discesa dell'inflazione, grazie al calo dei prezzi dei prodotti energetici e alla minore spinta di quella di fondo, ha generato aspettative di una più prossima e rapida attenuazione della restrizione monetaria da parte delle principali banche centrali. Ciò ha favorito un deciso miglioramento delle condizioni finanziarie, con un aumento dei corsi azionari e una riduzione sia dei rendimenti dei titoli di Stato e delle obbligazioni private, sia dei rispettivi premi per il rischio. Nel corso dell'anno sono inoltre proseguite le emissioni di obbligazioni verdi da parte di enti privati e di istituzioni pubbliche.

Secondo gli analisti e le previsioni più recenti degli organismi internazionali, la disinflazione proseguirà quest'anno e nel prossimo, riportando la crescita dei prezzi in linea con l'obiettivo di inflazione della Banca centrale europea.

Nel 2023 il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al prodotto nella media dell'area dell'euro è diminuito per il terzo anno consecutivo, collocandosi al 3,6 per cento; secondo le ultime previsioni della Commissione europea scenderebbe quest'anno al 3. Il peso del debito pubblico, in media al 90 per cento del prodotto, si stabilizzerebbe nell'anno in corso.

Tutti gli Stati membri della UE hanno rivisto i propri piani nazionali di ripresa e resilienza, nella maggior parte dei casi anche per incorporare interventi legati al nuovo strumento *REPowerEU*. In seguito a queste revisioni, l'ammontare di fondi erogabili mediante il Dispositivo per la ripresa e la resilienza risulta ora di quasi 650 miliardi. Finora ne sono stati versati circa 233 (oltre 82 nel 2023), di cui 148 sotto forma di sovvenzioni. Per finanziare queste erogazioni, la Commissione europea ha fatto ricorso a emissioni di eurobond.

Lo scorso aprile il Parlamento europeo e il Consiglio della UE hanno approvato le nuove regole di bilancio europee.

La fase ciclica

Il PIL dell'area dell'euro ha ristagnato dal quarto trimestre del 2022. Nel complesso del 2023 è aumentato soltanto dello 0,4 per cento, dopo un biennio di crescita vivace (tav. 2.1); lo scorso anno l'attività economica si è ridotta in Germania e ha bruscamente decelerato nelle altre principali economie.

Tavola 2.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2021	2022	2023	2023				2024
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		1° trim.
Area dell'euro (2)	5,9	3,4	0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,3
Francia	6,4	2,5	0,7	0,0	0,6	0,1	0,1	0,2
Germania	3,2	1,8	-0,3	0,3	-0,1	0,1	-0,5	0,2
Italia	8,3	4,0	0,9	0,4	-0,2	0,4	0,1	0,3
Spagna	6,4	5,8	2,5	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Valori concatenati. Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) L'aggregato si riferisce alla composizione dell'area dell'euro a 20 paesi.

Il valore aggiunto ha rallentato nei servizi, in particolare nel settore del commercio, e nelle costruzioni (rispettivamente 1,2 e 0,6 per cento, da 4,4 e 1,1 nel 2022). Nel terziario il comparto turistico e ricreativo ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti in Francia, in Italia, in Spagna e in misura meno accentuata in Germania. Nei maggiori paesi un contributo positivo è provenuto anche dai servizi di consulenza tecnica e professionale e da quelli di informazione e comunicazione. L'attività edilizia è cresciuta in Italia e in Spagna, sospinta dagli incentivi pubblici destinati al settore previsti dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza (nell'ambito del programma *Next Generation EU*) e, nel nostro paese, da quelli relativi al Superbonus (per maggiori dettagli su questa agevolazione, cfr. il capitolo 10), mentre è diminuita nel complesso delle altre economie.

Nell'area il valore aggiunto nell'industria in senso stretto si è ridotto dell'1,7 per cento (contro un aumento dell'1,2 nel 2022): la contrazione è riconducibile per circa la metà all'eccezionale diminuzione in Irlanda (-11,0 per cento) dovuta alla minore produzione nel comparto farmaceutico e in quello elettronico. In Germania e in Italia è proseguito, accentuandosi, il calo già osservato l'anno precedente, risentendo degli effetti ancora non pienamente riassorbiti dei rincari energetici e del rallentamento della domanda internazionale, in particolare dalla Cina (cfr. il capitolo 1).

Si è considerevolmente ridotto il contributo alla crescita del PIL della spesa delle famiglie, aumentata dello 0,5 per cento (dal 4,2 nel 2022). Tra i maggiori paesi, i consumi sono diminuiti in Germania e hanno rallentato in Francia e in Italia. La spesa in servizi ha continuato a espandersi, mentre si è ridotto il consumo di beni non durevoli e semidurevoli. L'elevato costo del credito al consumo ha frenato gli acquisti di beni durevoli, nonostante il recupero della domanda di automobili non

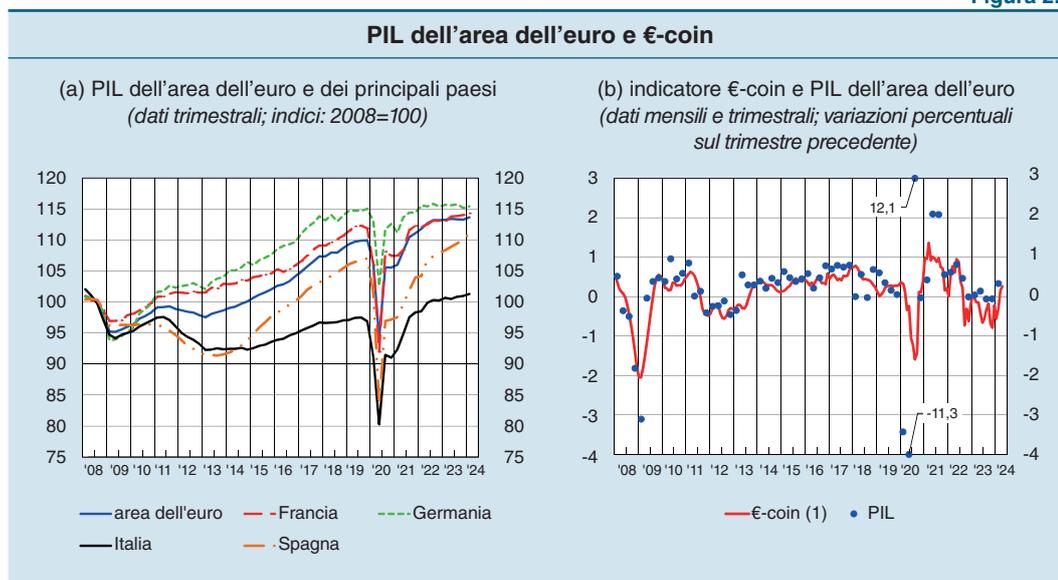
soddisfatta nel biennio precedente per i ritardi di approvvigionamento nelle catene di fornitura. In un contesto di elevata incertezza dei consumatori e a fronte di un aumento del reddito disponibile reale (1,3 per cento), il tasso di risparmio è risalito al 14,3 per cento, il valore più alto dal 2000 se si esclude il biennio pandemico 2020-21.

Gli investimenti fissi lordi sono cresciuti dell'1,2 per cento, circa la metà rispetto al 2022; si sono contratti in Germania e hanno fortemente rallentato in Francia e in Italia. La spesa in costruzioni è diminuita dello 0,8 per cento; il calo, circoscritto al settore residenziale, ha riflesso condizioni di finanziamento restrittive, la discesa dei prezzi delle abitazioni e l'aumento dei costi di costruzione. Gli acquisti di macchinari e attrezzature sono saliti del 3,3 per cento, guidati quasi per intero dal recupero per i mezzi di trasporto (12,4 per cento), dopo le difficoltà di approvvigionamento nel biennio 2021-22. Anche gli investimenti in proprietà intellettuale sono cresciuti di oltre il 3 per cento. Per il 2024 le aspettative delle imprese di un aumento dell'accumulazione di capitale superano di poco quelle di contrazione: lo stimolo proveniente dalla transizione ecologica e digitale contrasterebbe il costo ancora elevato del finanziamento.

Il contributo positivo dell'interscambio commerciale è dipeso da una riduzione delle importazioni (-1,6 per cento) più accentuata di quella delle esportazioni (-1,1). Per queste ultime la dinamica negativa della componente dei beni ha più che compensato l'espansione dei flussi commerciali dei servizi, sostenuti dal turismo.

Nonostante la debolezza dell'attività economica, l'occupazione ha continuato a espandersi, pur rallentando rispetto all'anno precedente. Nel 2023 il numero di occupati è cresciuto dell'1,4 per cento (dal 2,3 nel 2022), mentre le ore lavorate per addetto sono lievemente diminuite e rimangono al di sotto della tendenza di lungo periodo precedente la pandemia. La dinamica dell'occupazione è connessa in particolare con gli incrementi nei settori delle costruzioni e dei servizi, soprattutto in quelli di informazione e comunicazione e in quelli connessi con le attività turistico-ricreative. L'incidenza dei contratti a tempo determinato è diminuita (al 14,4 per cento, dal 15,3), mentre la quota di lavoratori a tempo parziale è rimasta pressoché stabile (al 21,5), su livelli inferiori di due punti percentuali rispetto al 2019. Sebbene sia ancora superiore al periodo precedente la pandemia, il tasso di posizioni lavorative vacanti è sceso nel 2023, in particolare in Germania nel settore delle costruzioni. In quest'ultimo comparto le pressioni sul mercato del lavoro si sono mantenute invece elevate in Italia e in Spagna. Le indagini della Commissione europea condotte nel 2023 hanno rilevato una minore preoccupazione da parte delle imprese, soprattutto di quelle operanti nell'industria in senso stretto, circa la carenza di manodopera. Il miglior andamento dell'occupazione rispetto al valore aggiunto si è riflesso in una riduzione dello 0,7 per cento nella produttività oraria del lavoro, che resta di poco superiore rispetto al periodo precedente la pandemia.

Nei primi mesi del 2024 il PIL dell'area è tornato a crescere, sostenuto dalla domanda estera (fig. 2.1.a). 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 è rimasto sui livelli positivi raggiunti in marzo (fig. 2.1.b).



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori coincidenti del ciclo economico dell'area dell'euro (€-coin)* e dell'Italia (*Ita-coin*) e sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*.

I prezzi e i costi

Nel 2023 l'inflazione è scesa rapidamente, al 2,9 per cento sui dodici mesi in dicembre, circa 8 punti percentuali in meno rispetto al picco raggiunto a ottobre del 2022 (cfr. il capitolo 14). Anche l'indice al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari) ha rallentato in modo deciso nel corso dell'anno (al 3,4 per cento in dicembre, dal massimo di 5,7 raggiunto in marzo). Nella media del 2023 l'indice complessivo è aumentato del 5,4 per cento (da 8,4 nel 2022), quello al netto dei beni energetici e alimentari del 4,9 (dal 3,9).

Il calo dell'inflazione è stato guidato dalla riduzione dei prezzi dei beni energetici, a seguito del rapido rientro delle quotazioni delle rispettive materie prime dai picchi del 2022. L'intensità del calo è stata diversa tra paesi, in connessione con le differenze nelle fonti di produzione di energia, nelle politiche di fissazione delle tariffe e nei meccanismi di compensazione che erano stati attivati per contrastare i rincari. I prezzi dei beni alimentari hanno invece accelerato per il secondo anno consecutivo: agli effetti della guerra in Ucraina si sono aggiunte le condizioni climatiche avverse e i ritardi nella trasmissione dei rincari energetici. La diminuzione della componente di fondo, osservata soprattutto nella seconda metà dell'anno, è dipesa dal rallentamento dei prezzi sia dei beni industriali non energetici sia dei servizi (per i quali la crescita è peraltro rimasta elevata).

La dinamica retributiva si è rafforzata nell'intera economia, restando tuttavia nel complesso più contenuta rispetto a quella dei prezzi. Le retribuzioni contrattuali, che includono i pagamenti una tantum, hanno accelerato al 4,5 per cento in media d'anno (da 2,9 nel 2022), sospinte da numerosi rinnovi volti a recuperare il potere d'acquisto. Le retribuzioni di fatto hanno accelerato nel primo semestre, sebbene in misura diversa fra paesi, per poi rallentare. Aumenti più contenuti si sono avuti in

Italia, dove i rinnovi contrattuali sono meno frequenti che in altri paesi e sono poco presenti clausole di indicizzazione dei contratti; aumenti più marcati si sono osservati nei Paesi Bassi.

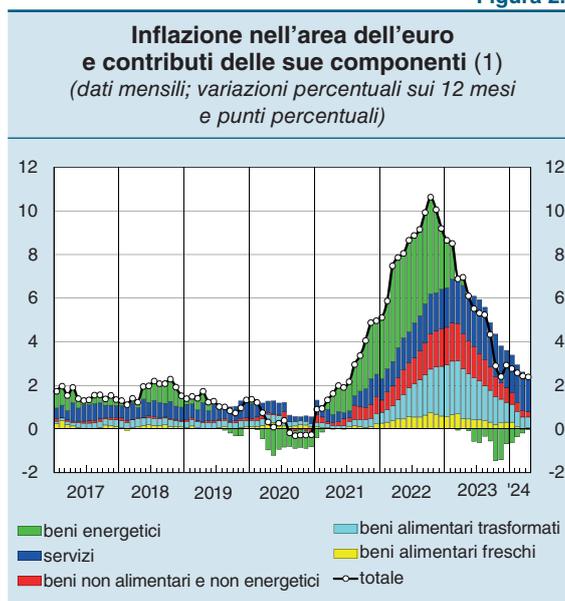
Nel complesso dell'area il costo del lavoro per unità di prodotto è salito del 5,9 per cento (3,3 nel 2022), anche per effetto del calo della produttività. L'aumento, tuttavia, è stato più che compensato dalla riduzione dei prezzi dei beni intermedi, con un conseguente incremento dei margini di profitto in tutti i principali settori dell'economia, come mostrano i dati disponibili per Germania, Francia e Italia (cfr. il capitolo 8).

Nei primi mesi del 2024 l'inflazione è diminuita ulteriormente, collocandosi al 2,4 per cento in aprile (fig. 2.2), grazie al deciso rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici e non alimentari. Anche la dinamica nei servizi è scesa, pur rimanendo elevata, al 3,7 in aprile, a seguito dell'accelerazione dei prezzi delle assicurazioni, degli affitti e di alcuni servizi amministrati o forniti dal settore pubblico, oltre che a causa di fattori temporanei¹. L'inflazione dei beni energetici è rimasta negativa, a -0,6 per cento in aprile.

La marcata riduzione dei costi degli input produttivi diversi dal lavoro e dall'energia, che si era avviata nella seconda metà del 2022, è proseguita all'inizio del 2024, contribuendo ad attenuare le pressioni inflazionistiche. Gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) relativi ai costi degli input e ai prezzi di vendita nel settore manifatturiero sono rimasti sotto la soglia di espansione nei primi quattro mesi dell'anno. Rischi al rialzo sui prezzi dei beni intermedi provengono tuttavia dal protrarsi delle tensioni in Medio Oriente.

Informazioni sulle negoziazioni concluse di recente o in corso indicano un rallentamento dei salari in Francia e in Spagna, già evidente nei dati sulle retribuzioni contrattuali; un'accelerazione è invece attesa in Germania. In Italia il rinnovo dei contratti determinerebbe un aumento sostenuto delle retribuzioni (cfr. il capitolo 8).

Figura 2.2



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

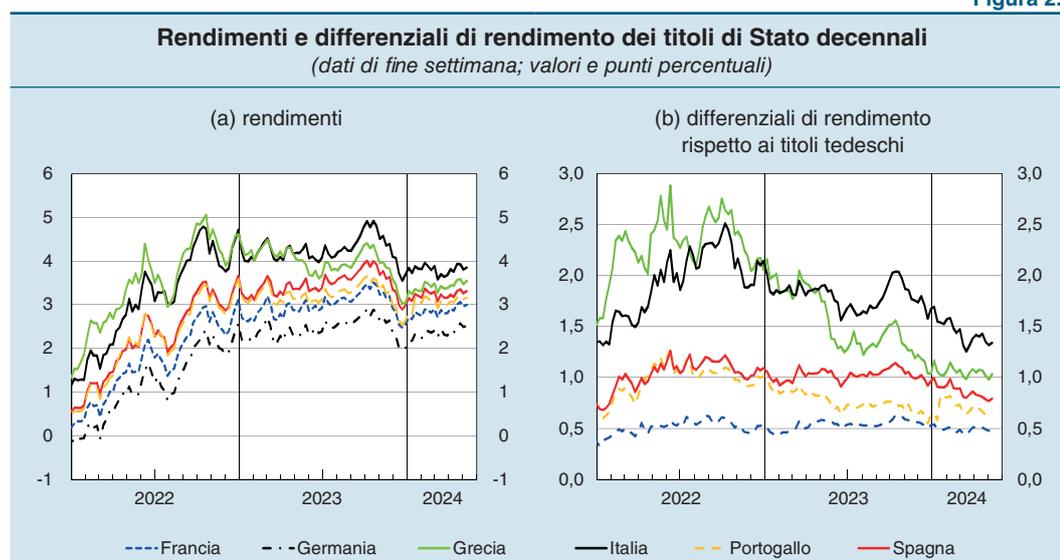
¹ Tra le componenti del paniere influenzate da fattori temporanei vi sono i servizi di trasporto, per i quali l'aumento del tasso di crescita osservato nei mesi estivi del 2023 ha riflesso un effetto base connesso con la misura adottata dal governo tedesco per calmierare i costi del trasporto pubblico nel periodo corrispondente del 2022; cfr. il riquadro: *Gli andamenti eterogenei delle componenti di fondo dell'inflazione nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 4, 2023.

Secondo le aspettative degli operatori professionali, censite da Consensus Economics in maggio, l'inflazione dell'area scenderebbe al 2,3 per cento nel 2024 e all'1,9 nel 2025. Le attese di inflazione a più lungo termine delle famiglie, delle imprese e dei mercati finanziari rimangono coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi (cfr. il capitolo 3)².

I mercati finanziari

Nel complesso del 2023 i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei principali paesi dell'area sono diminuiti (fig. 2.3.a). In un contesto di inflazione persistente, di ulteriore restrizione della politica monetaria e di attese che i tassi ufficiali si sarebbero mantenuti elevati per un periodo prolungato, i rendimenti sono aumentati per gran parte dell'anno, per poi scendere dalla fine di ottobre, quando la netta frenata dei prezzi al consumo ha favorito attese di una fase di riduzione dei tassi di interesse più prossima e più decisa. Nell'anno anche i premi per il rischio sovrano si sono ridotti (fig. 2.3.b), soprattutto per i paesi considerati più vulnerabili.

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Dopo essere aumentati nella prima parte del 2023, i corsi azionari hanno temporaneamente risentito del dissesto di alcune banche negli Stati Uniti e in Svizzera (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati bancari internazionali e la situazione degli intermediari italiani*, in *Bollettino economico*, 2, 2023) e, in seguito, di timori che i tassi di riferimento potessero rimanere elevati per un periodo prolungato; nell'ultima parte dell'anno, con il rafforzarsi delle aspettative di riduzione dei tassi di interesse, le quotazioni sono tornate a crescere considerevolmente. Nel complesso dell'anno l'indice azionario dell'area dell'euro è salito del 13 per cento, con andamenti differenziati tra i principali comparti: le quotazioni dei titoli bancari sono aumentate del 23 per

² Le attese delle famiglie sono desunte dalla *Consumer Expectations Survey* della BCE, quelle delle imprese dalla *Survey on the Access to Finance of Enterprises* pure della BCE e quelle dei mercati finanziari sono ricavate dai contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi.

cento, beneficiando del miglioramento della redditività connessa con il rialzo del margine di interesse; quelle del comparto energetico sono invece scese del 2 per cento. La volatilità dell'indice implicita nei prezzi delle opzioni si è mantenuta per gran parte dell'anno su livelli contenuti.

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie si sono ridotti sia nel segmento *investment grade* sia in quello *high yield*, di circa 30 e 100 punti base, rispettivamente. Nel confronto con il 2022 è aumentato il collocamento di obbligazioni verdi, utilizzate per finanziare progetti volti a favorire la transizione ecologica (cfr. il riquadro: *Il confronto tra i rendimenti delle obbligazioni verdi e di quelle tradizionali*).

IL CONFRONTO TRA I RENDIMENTI DELLE OBBLIGAZIONI VERDI E DI QUELLE TRADIZIONALI

Le obbligazioni verdi sono strumenti di debito emessi sia da emittenti privati sia da istituzioni pubbliche con l'obiettivo di raccogliere risorse per finanziare progetti sostenibili dal punto di vista ambientale. Le emissioni nette di questi titoli da parte di residenti nei paesi dell'area dell'euro sono state pari a 188 miliardi nel 2023 (da 179 nel 2022). La forte crescita del loro mercato indica che le obbligazioni verdi rappresentano uno dei principali mezzi scelti dagli investitori per canalizzare risorse finanziarie verso finalità ambientali.

Secondo i dati del Centralised Securities Database (CSDB) della Banca centrale europea, alla fine del 2023 il valore nominale delle obbligazioni verdi in circolazione emesse da residenti nei paesi dell'area dell'euro era di circa 870 miliardi di euro, il 4 per cento del totale delle obbligazioni (3,3 a fine 2022). Circa il 94 per cento era assistito da una valutazione indipendente di un revisore esterno che ne certificava l'allineamento a criteri definiti dalla normativa di riferimento, come ad esempio il recente regolamento sullo *European Green Bond Standard* (EUGBS)¹, o a linee guida internazionali, quali quelle pubblicate dall'International Capital Market Association (ICMA) e dalla *Climate Bond Initiative* (CBI). Il 46 per cento delle obbligazioni verdi in circolazione era stato emesso dal settore finanziario, a fronte di quote più contenute delle Amministrazioni pubbliche e delle società non finanziarie (31 e 23 per cento, rispettivamente).

Circa la metà del valore delle obbligazioni faceva capo a emittenti tedeschi e francesi, il 9,2 per cento a italiani (7,9 nel 2022). Il valore di quelle emesse da residenti in Italia è aumentato da 54 a 81 miliardi nel 2023. La durata originaria dei titoli verdi è mediamente maggiore di quella degli altri titoli, coerentemente con un più lungo orizzonte temporale dei progetti finanziati. Inoltre i titoli verdi sono in media meno rischiosi di quelli tradizionali².

Un argomento molto dibattuto nella letteratura economica riguarda l'esistenza di un *greenium* (termine che nasce dalla fusione tra green e premium), ossia di un differenziale, a parità di altre caratteristiche, tra il rendimento delle obbligazioni verdi e quello dei titoli convenzionali. Secondo le principali spiegazioni avanzate in letteratura, un valore

¹ Regolamento UE/2023/2631 sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità.

² D. Liberati e G. Marinelli, *Everything you always wanted to know about green bonds (but were afraid to ask)*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 654, 2021.

negativo del differenziale può scaturire da un minore rischio legato al cambiamento climatico nel medio e nel lungo termine (ad esempio, in seguito alla realizzazione di investimenti sostenibili finanziati con l'emissione di obbligazioni verdi), da una maggiore trasparenza in relazione al più intenso monitoraggio da parte degli investitori e degli enti certificatori, nonché da un eccesso di domanda nel mercato delle obbligazioni verdi.

Stime che tengono conto anche della tipologia di emittente e delle altre caratteristiche delle obbligazioni, come il grado di rischiosità e di liquidità del titolo oltre che la durata residua, indicano sia l'esistenza di un *greenium* sia la sua eterogeneità tra settori emittenti³. Nella media del periodo 2017-22, il differenziale negativo per il settore finanziario è pari a 14 punti base, mentre è più contenuto per le società non finanziarie e per le Amministrazioni pubbliche (4 e 3 punti base, rispettivamente).

Si riscontra inoltre, in corrispondenza della pandemia di Covid-19, un aumento di 5 punti base del *greenium* medio nel settore privato, che si è riassorbito con la fine dell'emergenza. Il ritorno sui livelli precedenti potrebbe essere riconducibile al venir meno di una più marcata preferenza da parte degli investitori per strumenti maggiormente resilienti a condizioni di stress, come le obbligazioni verdi, che presentano un minore livello di rischio.

³ D. Liberati e G. Marinelli, *Was Covid-19 a wake-up call on climate risks? Evidence from the greenium*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 832, 2024.

Nei primi mesi del 2024, riflettendo un ridimensionamento delle attese sul profilo di riduzione dei tassi di interesse ufficiali, i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei principali paesi membri dell'area dell'euro sono aumentati di circa 30 punti base; i corsi azionari dell'area sono saliti del 9 per cento, nonostante la revisione delle aspettative sulla politica monetaria e l'acuirsi delle tensioni geopolitiche legate ai conflitti in Ucraina e in Medio Oriente.

Le politiche di bilancio

I risultati nel 2023 e le previsioni per il 2024. – Nel 2023 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL nella media dell'area dell'euro ha continuato a diminuire: dal 3,7 per cento nel 2022 si è portato al 3,6 (3,4 punti in meno del picco raggiunto nel 2020, in concomitanza con la pandemia). La riduzione dell'ultimo anno riflette quella del disavanzo primario. L'Italia ha registrato il disavanzo maggiore (7,4 per cento del PIL), anche per effetto degli oneri derivanti dal Superbonus (cfr. il capitolo 10). L'indebitamento è stato pari al 5,5 per cento del prodotto in Francia, al 3,6 in Spagna e al 2,5 in Germania; è stato superiore alla soglia del 3 per cento in 7 paesi su 20.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è sceso in media al 90 per cento (92,4 nel 2022), soprattutto (per quasi 4 punti) grazie all'ampio differenziale positivo tra la crescita del prodotto nominale e l'onere medio del debito, solo parzialmente compensato dal disavanzo primario (1,9 per cento del PIL). Il peso del debito si è ridotto di 4 punti percentuali in Spagna, di 2,4 in Germania, di 1,3 in Francia; in Italia è diminuito di oltre 3 punti, tornando su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia.

Nelle più recenti stime della Commissione europea, quest'anno l'indebitamento netto nell'area dell'euro scenderebbe al 3 per cento del PIL. Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto rimarrebbe stabile sul livello del 2023.

L'orientamento della politica di bilancio. – Secondo la Commissione europea il disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico in rapporto al prodotto si è contratto di 0,6 punti percentuali nella media dell'area dell'euro; il livello effettivo del PIL sarebbe risultato pari a quello potenziale.

Il miglioramento proseguirebbe quest'anno, per quasi un punto percentuale di PIL, coerentemente con lo spirito delle raccomandazioni della Commissione relative alla politica di bilancio nell'area dell'euro nel biennio 2024-25³. Lo scorso aprile il Consiglio della UE ha adottato quelle indicazioni⁴ auspicando, tra l'altro, un orientamento delle politiche di bilancio complessivamente restrittivo, anche per evitare di alimentare le pressioni inflazionistiche, nonché la tempestiva eliminazione delle rimanenti misure di sostegno legate alla crisi energetica.

Next Generation EU. – Sfruttando la flessibilità prevista dal regolamento del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, fulcro del programma *Next Generation EU* (NGEU), nel 2023 tutti gli Stati membri della UE hanno modificato i propri piani nazionali di ripresa e resilienza per tener conto di fattori – quali l'aumento dei prezzi energetici, l'inflazione elevata e le interruzioni delle catene di approvvigionamento – che ne hanno ostacolato o reso più costosa l'attuazione. Per effetto di queste revisioni l'ammontare di fondi erogabili attraverso il Dispositivo è aumentato di circa 150 miliardi (di cui oltre 125 sotto forma di prestiti), raggiungendo quasi 650 miliardi⁵. Per 23 paesi le modifiche approvate comprendono l'introduzione di investimenti e riforme legate a *REPowerEU*⁶, lo strumento volto, tra l'altro, ad accelerare la transizione verde e a favorire la diversificazione dell'approvvigionamento energetico dell'Unione (cfr. il capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2022).

Nell'ambito del Dispositivo sono stati finora erogati ai paesi della UE 233 miliardi (oltre 82 nel 2023), di cui 148 sotto forma di sovvenzioni e 84 di prestiti (tav. 2.2); 166 miliardi sono stati erogati a seguito del raggiungimento di obiettivi qualitativi e quantitativi e i rimanenti 67 a titolo di prefinanziamento. In media i paesi hanno quindi ricevuto oltre un terzo dei fondi loro assegnati; la percentuale per l'Italia è di quasi il 53 per cento, tra i paesi dell'area dell'euro inferiore solo a quella della Francia (circa 58 per cento) e più che doppia rispetto a Spagna e a Germania. La quota di

³ Commissione europea, *Raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2023) 903 final, 2023.

⁴ Raccomandazione C/2024/2807 del 12 aprile 2024 del Consiglio dell'Unione europea sulla politica economica della zona euro.

⁵ La dotazione del Dispositivo differisce da quella prevista inizialmente (724 miliardi) principalmente perché entro la scadenza di agosto del 2023 i prestiti richiesti risultavano inferiori ai fondi originariamente disponibili.

⁶ Bulgaria e Lussemburgo non hanno ancora presentato alla Commissione i capitoli relativi a *REPowerEU*, quello della Germania è in corso di valutazione, quello dell'Irlanda ha ricevuto l'approvazione della Commissione ma non ancora quella del Consiglio.

traguardi e obiettivi che la Commissione considera raggiunti dal nostro paese è quasi il 30 per cento (nella media dell'Unione europea è di poco inferiore al 20).

Tavola 2.2

Fondi erogati ai paesi attraverso il Dispositivo di ripresa e resilienza (1) (miliardi di euro e valori percentuali)														
PAESI	Prefinanziamento (2)		1 ^a rata		2 ^a rata		3 ^a rata		4 ^a rata		Totale			% sul totale assegnato
	S	P	S	P	S	P	S	P	S	P	S	P	comple-sivo (3)	
Austria	0,5	–	0,7	–	–	–	–	–	–	–	1,2	–	1,2	30,1
Belgio	0,9	..	–	–	–	–	–	–	–	–	0,9	..	0,9	17,3
Bulgaria	–	–	1,4	–	–	–	–	–	–	–	1,4	–	1,4	24,1
Cipro	0,2	..	0,1	–	–	–	–	–	–	–	0,2	..	0,3	21,5
Croazia	0,9	0,5	0,7	–	0,7	–	0,7	–	0,2	–	3,1	0,5	3,7	36,5
Danimarca	0,2	–	0,3	–	0,4	–	–	–	–	–	1,0	–	1,0	59,3
Estonia	0,1	–	0,2	–	0,1	–	–	–	–	–	0,5	–	0,5	53,0
Finlandia	0,3	–	0,2	–	–	–	–	–	–	–	0,5	–	0,5	25,6
Francia	5,7	–	7,4	–	10,3	–	–	–	–	–	23,4	–	23,4	58,1
Germania	2,3	–	4,0	–	–	–	–	–	–	–	6,2	–	6,2	22,3
Grecia	2,5	1,7	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,9	–	–	7,6	7,3	14,9	41,4
Irlanda	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Italia (4)	9,5	15,9	10,0	11,0	10,0	11,0	10,0	8,5	2,0	14,5	41,5	60,9	102,5	52,7
Lettonia	0,3	–	0,2	–	–	–	–	–	–	–	0,5	–	0,5	23,6
Lituania	0,3	0,1	0,6	–	–	0,4	–	–	–	–	0,9	0,5	1,4	35,2
Lussemburgo	..	–	..	–	–	–	–	–	–	–	..	–	..	39,0
Malta	0,1	–	0,1	–	0,1	–	–	–	–	–	0,2	–	0,2	50,7
Paesi Bassi	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Polonia	0,6	4,5	2,7	3,6	–	–	–	–	–	–	3,2	8,1	11,4	19,0
Portogallo	2,0	0,4	0,6	0,6	1,7	0,1	1,1	0,4	0,8	0,2	6,1	1,7	7,8	35,0
Rep. Ceca	1,1	–	0,9	–	0,7	–	–	–	–	–	2,7	0,0	2,7	29,2
Romania	2,1	1,9	1,8	0,8	1,9	0,9	–	–	–	–	5,8	3,6	9,4	33,0
Slovacchia	0,9	–	0,4	–	0,7	–	0,7	–	–	–	2,7	–	2,7	41,7
Slovenia	0,3	–	..	–	0,2	0,3	–	–	–	–	0,5	0,3	0,8	31,3
Spagna	10,1	0,3	10,0	–	12,0	–	6,0	–	–	–	38,1	0,3	38,4	23,6
Svezia	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Ungheria	0,1	0,8	–	–	–	–	–	–	–	–	0,1	0,8	0,9	8,8
Totale	40,7	26,2	43,9	17,9	40,5	14,5	20,1	10,9	3,0	14,7	148,4	84,1	232,5	35,9

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea, aggiornati al 16 maggio 2024.
(1) Per ciascuna voce (prefinanziamento, singole rate e totale) la prima colonna si riferisce alle sovvenzioni (S) e la seconda ai prestiti (P). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Include quello legato a REPowerEU. – (3) Il trattino lungo indica che il paese non ha richiesto prestiti. – (4) Lo scorso 29 dicembre il Governo italiano ha fatto richiesta della 5^a rata di pagamento prevista dal PNRR (10,6 miliardi).

Nel 2023 la Commissione ha emesso titoli per circa 160 miliardi (oltre 170 nel 2022), in media con durata di circa 10 anni e rendimento all'emissione pari al 3,3 per cento (cfr. il riquadro: *La prospettiva di un titolo europeo privo di rischio*). Essi hanno principalmente finanziato il programma NGEU e altre iniziative specifiche, tra cui alcuni prestiti

all'Ucraina attraverso la *Macro-Financial Assistance* + (MFA+; 18 miliardi nel 2023). Nei primi quattro mesi dell'anno in corso sono stati emessi titoli per oltre 70 miliardi.

LA PROSPETTIVA DI UN TITOLO EUROPEO PRIVO DI RISCHIO

La disponibilità di uno strumento finanziario privo di rischio in euro emesso congiuntamente a livello europeo è un requisito cruciale per la completa integrazione dei mercati finanziari della UE. L'emissione di tale strumento – in quantità sufficienti e regolari su tutta la curva delle scadenze – costituirebbe tra l'altro un punto di riferimento per gli operatori di mercato e per i contratti derivati, e faciliterebbe l'attuazione della politica monetaria comune dell'area dell'euro¹.

Obbligazioni sovranazionali in Europa, definite comunemente eurobond, sono state sinora emesse dalle istituzioni europee per lo più in circostanze eccezionali: si pensi ai titoli emessi dal Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) e dal Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF) dopo la crisi del debito dell'area dell'euro. Più recentemente, altre obbligazioni sovranazionali sono state emesse dalla Commissione europea per finanziare le iniziative legate alla crisi pandemica, come lo strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e il programma NGEU². L'importo complessivo dei titoli sinora emessi dalla Commissione è tuttavia molto contenuto rispetto alla dimensione del debito pubblico dell'insieme dei paesi membri (458 miliardi di euro alla fine del 2023, pari al 3,3 per cento) e per circa il 40 per cento è detenuto dall'Eurosistema³. Questi titoli inoltre non sono inclusi nei principali indici benchmark obbligazionari, non godono di un'operatività in derivati, coprono solo alcune durate e sono in larga misura nei portafogli di operatori che, per ragioni istituzionali, li detengono fino alla scadenza.

Tra il 2018 e il 2023 i rendimenti degli eurobond emessi dalla Commissione si sono collocati tra i 20 e i 40 punti base al di sopra dei tassi *overnight indexed swaps* (OIS) con pari scadenza⁴ (figura A). Nello stesso periodo il differenziale rispetto al rendimento dei corrispondenti titoli pubblici tedeschi (Bund), comunemente considerati come le principali attività prive di rischio in euro, è stato in media di 50 punti base sulla scadenza decennale. Lo stesso differenziale ha raggiunto livelli particolarmente elevati

¹ Questo strumento potrebbe essere emesso da un'istituzione europea di elevato profilo, sia essa esistente (come la Commissione europea), oppure di nuova costituzione (ad es. un'agenzia europea del debito, cfr. M. Amato, E. Belloni, C.A. Favero, L. Gobbi e L. Priviero, *European sovereign debt risk management: the role of a European debt agency*, 2023).

² Prima della pandemia la Commissione europea aveva emesso debito principalmente per finanziare tre programmi di prestito a sostegno di paesi in difficoltà finanziaria, nei seguenti ambiti: il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria per i paesi dell'area dell'euro (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM), l'assistenza alla bilancia dei pagamenti per i paesi della UE non appartenenti all'area dell'euro e l'assistenza macrofinanziaria per i paesi non appartenenti all'Unione.

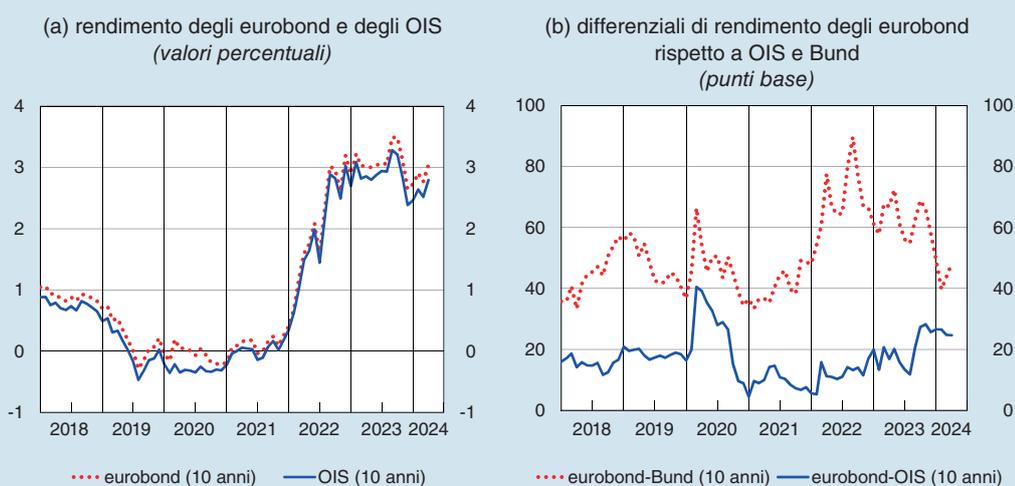
³ Gli altri detentori sono investitori esteri (20 per cento), banche e fondi del mercato monetario (16 per cento), compagnie assicurative e fondi pensione (15 per cento), istituzioni finanziarie e fondi comuni di investimento (8 per cento).

⁴ I tassi OIS riflettono il livello medio atteso del tasso interbancario overnight nel periodo di durata del contratto di swap.

(sino a 90 punti base) nelle fasi caratterizzate da una più pronunciata domanda di Bund (figura A, pannello b). Poiché le agenzie di rating assegnano un merito di credito simile a Bund ed eurobond⁵, il divario tra i rendimenti dei due strumenti appare riconducibile in gran parte al premio di liquidità richiesto dagli investitori per detenere i secondi.

Figura A

Rendimento e differenziali di rendimento degli eurobond emessi dalla Commissione europea (1)
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(1) Il pannello (a) riporta il rendimento decennale zero coupon ottenuto da una stima della struttura per scadenza degli eurobond effettuata con una metodologia illustrata in M. Pericoli, *Real term structure and inflation compensation in the euro area*, "International Journal of Central Banking", 10, 1, 2014, pp. 1-42. Il pannello (b) riporta il differenziale tra il rendimento decennale zero coupon degli eurobond rispetto al tasso corrispondente OIS e al rendimento zero coupon del Bund tedesco.

Nella prospettiva di possibili future emissioni congiunte di titoli sembra utile anche riflettere sulle due modalità di condivisione delle garanzie tra i paesi membri. La prima modalità è rappresentata dalle garanzie multiple e solidali (*several but joint guarantees*, SJG), per le quali tutti i paesi membri sono responsabili in solido per l'inadempienza di ciascuno. Queste garanzie sono assimilabili a quelle che caratterizzano gli eurobond emessi dalla Commissione attualmente in circolazione⁶. La seconda modalità è quella delle garanzie multiple ma non solidali (*several but not joint guarantees*, SNJG), per le quali ogni paese debitore è responsabile solo per la propria quota nell'emissione comune. Nel caso di emissioni del tipo SJG, il costo della raccolta risulterebbe significativamente inferiore a quello riferito a emissioni

⁵ Moody's ha assegnato il suo miglior rating (AAA) per la UE, notando l'impegno dei paesi membri nel garantire la continua solidità delle finanze dell'Unione, dato l'elevato profilo creditizio dei membri della UE caratterizzati da un rating più alto. Standard and Poor's ha tuttavia fornito un rating dell'emittente a lungo termine per la UE pari alla sua seconda classe (AA).

⁶ Con riferimento alla prima emissione di obbligazioni connesse con il programma NGEU, Moody's ha affermato che: «I molteplici livelli di protezione del servizio del debito, compreso l'esplicito ricorso a un sostegno straordinario [...] creano l'equivalente di un impegno e di un obbligo in solido da parte degli Stati membri a fornire sostegno finanziario alla UE».

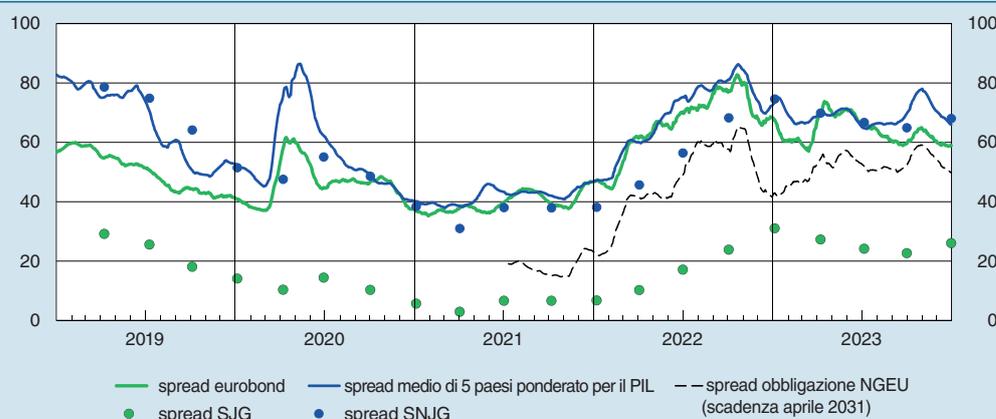
SNJG (che sarebbe simile a una media ponderata dei costi dei singoli paesi)⁷, grazie al migliore merito di credito dei titoli emessi, dovuto a sua volta alla presenza tra gli emittenti di paesi poco indebitati e con PIL elevato.

Secondo un modello di rischio di credito con più paesi che permette di stimare i rendimenti teorici nel caso dei due schemi di garanzie, il differenziale di rendimento rispetto al Bund di ipotetici titoli del tipo SJG è nella media di circa 20 punti base (punti verdi; figura B), mentre quello dei titoli del tipo SNJG (punti blu; figura B) è simile a quello medio dell'area (circa 60 punti base)⁸.

Figura B

Rendimenti di eurobond emessi dalla Commissione europea e di ipotetici eurobond del tipo SJG e SNJG: differenziali di rendimento rispetto al Bund (1)

(dati giornalieri e trimestrali; scadenza decennale; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e LSEG.

(1) La figura riporta il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi decennali degli eurobond emessi dalla Commissione europea, nonché il differenziale di ipotetici eurobond. I punti verdi e blu indicano, rispettivamente, gli spread di ipotetici eurobond del tipo SJG e SNJG calcolati in base alla metodologia descritta in K. Pallara e J.-P. Renne, 2024, op. cit. La linea blu è la media ponderata con il PIL nazionale dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato di Belgio, Francia, Italia, Paesi Bassi e Spagna rispetto ai titoli di Stato tedeschi. La linea verde è il differenziale degli eurobond emessi dalla Commissione. La linea nera tratteggiata è il differenziale dell'obbligazione decennale zero coupon emessa dalla Commissione nell'ambito del programma NGEU nel giugno 2021 (scadenza aprile 2031).

Complessivamente, le emissioni SJG – ipotizzando che la loro liquidità sia almeno pari a quella media dei mercati obbligazionari sovrani nazionali – beneficerebbero di costi di raccolta inferiori rispetto a quello medio. Per contro, il rendimento degli eurobond emessi dalla Commissione europea è simile a quello associato, nelle stime del modello, ai titoli del tipo SNJG. Questa dinamica suggerisce che l'effetto al ribasso sui rendimenti dovuto all'elevato merito di credito è più che compensato da quello, al rialzo, connesso con la bassa liquidità e con l'incertezza legata ai futuri programmi di emissione

⁷ È ragionevole ipotizzare che le agenzie di rating assegnerebbero ai titoli coperti da garanzie SJG una classe di merito non inferiore a quella degli eurobond già in circolazione, che a sua volta è simile a quella dei titoli di Stato di Germania e Paesi Bassi.

⁸ K. Pallara e J.-P. Renne, *Fiscal limits and the pricing of eurobonds*, "Management Science", 70, 2, 2024, pp. 1216-1237. La stima dei rendimenti associati ai titoli comuni appartenenti alle garanzie SJG e SNJG è basata sui rendimenti delle obbligazioni nazionali di Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna. Questi paesi rappresentano in aggregato circa l'80 per cento del debito pubblico dell'Unione. Negli schemi di emissione comune il peso relativo è basato sulla dimensione (relativa) dell'economia del paese partecipante, misurata dal PIL.

della UE⁹. Qualora gli eurobond venissero emessi con regolarità, su più scadenze e per importi ingenti, il loro rendimento si avvicinerebbe a quello teorico dei titoli del tipo SJG.

Per i paesi in una posizione di finanza pubblica più solida – come Germania e Paesi Bassi – i costi di raccolta associati all'emissione congiunta di titoli sarebbero tuttavia maggiori rispetto al ricorso a titoli nazionali. La loro partecipazione all'emissione di titoli di questo tipo potrebbe essere quindi accompagnata da uno schema di redistribuzione dei risparmi complessivi tale da garantire che ciascun paese ne benefici¹⁰. Questo schema potrebbe anche prevedere un legame tra i costi post-redistribuzione sopportati dai singoli paesi e l'andamento dei rispettivi debiti nazionali, al fine di disincentivare comportamenti opportunistici¹¹.

Le recenti emissioni di eurobond da parte della Commissione possono essere considerate un primo passo verso la costituzione di un titolo europeo privo di rischio che possa affiancare i titoli pubblici dei singoli paesi. Attualmente questi titoli sono penalizzati dalla mancanza di un'offerta stabile e regolare, che potrà essere garantita solamente dalla costituzione di una capacità di bilancio comune permanente, utile per una gestione adeguata della domanda aggregata dell'Unione (a complemento delle politiche di bilancio nazionali e della politica monetaria) e per il finanziamento di alcuni importanti beni pubblici europei¹².

⁹ K. Pallara, M. Pericoli e P. Tommasino, *The advantages of issuing European safe assets*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

¹⁰ Ad esempio, in base alle stime ottenute dal modello per l'ultimo trimestre del 2023, se circa il 5 per cento del debito pubblico di Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna fosse stato finanziato da eurobond con titoli del tipo SJG e si fosse adottato uno schema di redistribuzione basato sulla dimensione relativa del PIL dei paesi partecipanti all'emissione, si sarebbe ottenuto un risparmio sul costo del debito per ciascun paese di circa 40 punti base rispetto alle singole emissioni nazionali.

¹¹ Tra questi comportamenti rientrano l'eccessivo indebitamento e il default strategico. Per maggiori dettagli su come evitare tali rischi attraverso opportuni meccanismi istituzionali, cfr. anche M. Cioffi, P. Rizza, M. Romanelli e P. Tommasino, *Outline of a redistribution-free debt redemption fund for the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 479, 2019.

¹² *Il futuro dell'economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta in occasione del conferimento della laurea honoris causa in Scienze giuridiche banca e finanza presso l'Università degli Studi di Roma Tre, Roma, 23 aprile 2024.

Lo scorso febbraio la Commissione ha pubblicato la propria valutazione intermedia sul Dispositivo per la ripresa e la resilienza⁷. Secondo l'analisi, esso starebbe contribuendo a sostenere gli investimenti pubblici⁸, che sono aumentati dopo lo shock pandemico e quello energetico, a differenza di quanto avvenuto nelle crisi precedenti. Nelle valutazioni della Commissione la circostanza che l'erogazione dei fondi sia condizionata al raggiungimento dei risultati ha costituito un incentivo efficace per gli Stati membri a realizzare investimenti e riforme, che avranno un ruolo fondamentale nell'applicazione delle nuove regole di bilancio europee (cfr. il riquadro: *La nuova governance di bilancio europea*).

⁷ Commissione europea, *Rafforzare l'UE attraverso riforme e investimenti ambiziosi*, COM(2024) 82 final, 2024.

⁸ In base alle previsioni dello scorso autunno della Commissione europea, circa metà dell'aumento degli investimenti pubblici nella UE tra il 2019 e il 2025 sarebbe finanziato dal bilancio comunitario, in particolare attraverso il Dispositivo.

Con il voto del Parlamento europeo e del Consiglio della UE, in aprile sono stati adottati i testi legislativi che delineano la nuova governance economica dell'Unione¹. Al centro del nuovo assetto vi sono le analisi di sostenibilità del debito pubblico nel medio termine e il confronto tra ogni Stato membro e la Commissione per la definizione di una politica di bilancio appropriata, anche in relazione a piani di riforme e di investimenti.

Ciascun paese deve presentare un Piano strutturale di bilancio che definisca il percorso di consolidamento necessario per portare il rapporto fra il debito e il PIL su una traiettoria plausibilmente discendente o mantenerlo su livelli prudenti, nonché per portare o mantenere il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel medio termine. Il periodo di aggiustamento è di quattro anni, ma può essere esteso fino a sette se lo Stato membro si impegna a realizzare riforme e investimenti sufficientemente dettagliati, temporalmente definiti, verificabili e da realizzare in larga parte nella prima fase del Piano.

Ai paesi il cui debito o disavanzo superi le soglie stabilite dal Trattato di Maastricht (rispettivamente il 60 e il 3 per cento del PIL) la Commissione proporrà una traiettoria di riferimento pluriennale della “spesa netta”², determinata sulla base di un’analisi di sostenibilità del debito e di alcuni vincoli predefiniti: (a) l’aggiustamento di bilancio dovrà essere di norma distribuito uniformemente lungo l’orizzonte (*no-backloading safeguard*); (b) in caso di disavanzo superiore al 3 per cento del PIL si dovrà prevedere un aggiustamento strutturale minimo di 0,5 punti percentuali all’anno³; (c) i paesi con un debito superiore al 90 per cento del PIL dovranno ridurre tale rapporto di almeno un punto percentuale in media all’anno (0,5 punti percentuali per quelli con debito tra il 60 e il 90 per cento), a partire dall’anno iniziale della traiettoria o dall’anno in cui si prevede che l’eventuale Procedura per i disavanzi eccessivi⁴ sia abrogata e fino al

¹ Il pacchetto legislativo comprende: (a) un nuovo regolamento relativo al braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita; (b) la modifica del regolamento CE/1997/1467 relativo al braccio correttivo del patto stesso; (c) la modifica della direttiva UE/2011/85 sui quadri di bilancio nazionali. Cfr. *Indagine conoscitiva sulle prospettive di riforma delle procedure di programmazione economica e finanziaria e di bilancio in relazione alla riforma della governance economica europea*, memoria della Banca d’Italia, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Roma, 9 aprile 2024.

² La spesa netta è la spesa pubblica al netto di quella per interessi, delle misure discrezionali sul lato delle entrate, della spesa per i programmi dell’Unione interamente finanziata dai fondi dell’Unione, della spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dall’Unione, della componente ciclica per le indennità di disoccupazione (che plausibilmente includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni), delle misure una tantum e di altre misure temporanee.

³ L’aggiustamento fa riferimento al saldo strutturale di bilancio (ossia al netto della componente ciclica e delle misure una tantum).

⁴ La Procedura per i disavanzi eccessivi è disciplinata dall’articolo 126 del Trattato sul funzionamento dell’Unione europea ed è lo strumento operativo del braccio correttivo del Patto di stabilità e crescita; il suo scopo è che i paesi dell’Unione correggano livelli di disavanzo o debito eccessivi. La Commissione può raccomandare al Consiglio di aprire una Procedura contro uno Stato membro il cui disavanzo abbia oltrepassato o rischi di oltrepassare la soglia del 3 per cento del PIL, o il cui livello del debito sia superiore al 60 per cento e non diminuisca a un ritmo soddisfacente. La Procedura richiede al paese interessato di realizzare uno specifico percorso correttivo definendo i tempi di rientro. In caso di inadempienza, il Consiglio può intraprendere ulteriori azioni sino a comminare delle sanzioni. Essa viene abrogata quando sulla base dei dati di consuntivo il Consiglio ritiene cessata la situazione di squilibrio.

termine del periodo di aggiustamento (*debt sustainability safeguard*); (d) il disavanzo strutturale dovrà tendere a un valore non superiore all'1,5 per cento del PIL, mediante miglioramenti del saldo primario strutturale di almeno 0,4 punti percentuali all'anno per un piano di aggiustamento di quattro anni e di 0,25 punti in caso di orizzonti più lunghi (*deficit resilience safeguard*)⁵.

La spesa netta è la variabile chiave per il monitoraggio dell'attuazione del Piano. Qualora le sue deviazioni rispetto al percorso concordato superino 0,3 punti percentuali del PIL in un singolo anno, oppure 0,6 punti cumulativamente nel corso di un singolo Piano, e la posizione di bilancio non sia prossima al pareggio o in avanzo, potrebbe essere attivata la Procedura per i disavanzi eccessivi basata sul debito. In questo caso verrebbero richieste correzioni almeno altrettanto ambiziose di quelle adottate nel Piano e tali, di norma, da correggere gli scostamenti accumulati. L'attivazione della Procedura per i disavanzi eccessivi sulla base del disavanzo rimane invece invariata rispetto al precedente quadro di regole⁶; il paese dovrà quindi ridurre il disavanzo strutturale almeno dello 0,5 per cento del PIL ogni anno fino a quando il saldo non torni al di sotto della soglia del 3 per cento⁷.

Sono infine previste due clausole di salvaguardia che consentono di deviare dal percorso di aggiustamento senza incorrere in una Procedura per i disavanzi eccessivi: una, generale, in caso di grave recessione economica nell'area dell'euro o nell'Unione nel suo complesso; l'altra, nazionale, attivabile su richiesta dello Stato membro qualora circostanze eccezionali al di fuori del suo controllo determinino un forte impatto sulle finanze pubbliche.

Il nuovo quadro di governance si concentra giustamente sulla sostenibilità di medio termine del debito anziché sulla definizione puntuale dell'orientamento di bilancio annuale; pone anche maggiore attenzione agli impegni di riforme e investimenti che i singoli Stati assumono. Sono entrambi aspetti che rappresentano un passo avanti rispetto alle regole precedentemente in vigore. Rimane invece estremamente elevata la complessità del sistema. Non vengono trattate, inoltre, due questioni fondamentali per il processo di integrazione dell'Unione: la mancanza

⁵ A regime, la Commissione comunica la traiettoria di riferimento non oltre il 15 gennaio dell'anno in cui lo Stato membro deve trasmettere il proprio Piano pluriennale. Quest'ultimo, da inviare entro il 30 aprile successivo, potrà essere rivisto prima della naturale scadenza solo qualora si verificino circostanze oggettive che ne impediscono l'attuazione, o nel caso vi sia un cambio di governo.

⁶ La Procedura per i disavanzi eccessivi basata sul disavanzo viene attivata quando quest'ultimo supera la soglia del 3 per cento del PIL, a meno che lo scostamento non sia eccezionale, temporaneo e di modesta entità. In generale, per l'apertura di una Procedura (sia sul debito sia sul disavanzo), si tiene conto dei cosiddetti fattori rilevanti, fra i quali le nuove disposizioni hanno incluso due ulteriori elementi: la presenza di elevati rischi di sostenibilità (come fattore aggravante) e l'aumento degli investimenti pubblici nella difesa (come fattore mitigante).

⁷ La riforma include alcune norme transitorie che consentono nel primo ciclo di applicazione di rinviare o attenuare parzialmente le correzioni di bilancio richieste. Oltre all'estensione pressoché automatica del periodo di aggiustamento da quattro a sette anni per gli Stati membri che hanno un piano di ripresa e resilienza in corso, nel biennio 2025-26 vi è la possibilità di derogare alla *no-backloading safeguard* sulla base dei progetti finanziati a valere sui prestiti del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e del cofinanziamento di programmi finanziati dall'Unione. Infine, nel caso di una Procedura per i disavanzi eccessivi basata sul disavanzo, il percorso correttivo potrebbe essere aggiustato per tenere conto della spesa per interessi per gli anni 2025-27.

di un effettivo coordinamento delle politiche di bilancio per la gestione del ciclo macroeconomico dell'area nel suo complesso e l'insufficienza di investimenti a livello europeo per i casi in cui esistono economie di scala ed esternalità significative tra paesi. Entrambi i problemi potrebbero essere affrontati con la creazione di una capacità di bilancio centrale permanente adeguatamente disegnata⁸.

⁸ *Esame delle proposte della Commissione europea in materia di governance economica*, memoria della Banca d'Italia, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Roma, 8 novembre 2023.

I dati di bilancio delle istituzioni europee. – Lo scorso dicembre l'Eurostat ha pubblicato per la prima volta i dati relativi al conto economico e al debito delle istituzioni europee⁹.

La principale voce di entrata del conto economico di queste istituzioni è rappresentata dai contributi degli Stati membri al bilancio della UE. La maggior parte delle spese (pari all'1,5 per cento del PIL dell'Unione nel 2022, l'ultimo anno per cui il dato è disponibile) riguarda i pagamenti erogati attraverso i fondi strutturali e di investimento europei, nonché le sovvenzioni relative al Dispositivo per la ripresa e la resilienza. L'indebitamento netto è risultato pari allo 0,3 per cento del PIL dell'Unione.

Alla fine del 2022 il debito delle istituzioni della UE era di quasi 646 miliardi (circa il 4 per cento del PIL dell'Unione). Al netto dei crediti finanziari verso gli Stati membri, derivanti per oltre il 90 per cento da prestiti a lungo termine, il debito consolidato è tuttavia significativamente inferiore (148 miliardi, meno dell'1 per cento del PIL).

⁹ Il sottosettore delle Amministrazioni pubbliche a cui si riferiscono i conti è composto dall'ESM, dal Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF) e dalle istituzioni finanziate dal bilancio dell'Unione, quali la Commissione europea, il Parlamento europeo, il Servizio europeo per l'azione esterna (European External Action Service, EEAS) e le agenzie.

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2023 è proseguito con vigore il processo di restrizione monetaria per assicurare il rapido ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento.

Nel corso dell'anno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha aumentato i tassi ufficiali complessivamente di 200 punti base, portando quello sui depositi presso la banca centrale al 4,0 per cento. Nella riunione di settembre, in coincidenza con l'ultimo rialzo, il Consiglio aveva valutato che il livello raggiunto dai tassi di riferimento, se mantenuto per un periodo sufficientemente lungo, avrebbe fornito un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo. Lo scorso aprile, in un contesto di rapido calo dell'inflazione, il Consiglio ha prospettato una riduzione della restrizione monetaria laddove i nuovi dati avessero accresciuto la fiducia su una stabile convergenza dell'inflazione all'obiettivo.

È proseguito il ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema. Vi hanno contribuito i rimborsi dei finanziamenti erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO3*) e, in misura minore, la fine del reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme, APP*).

La trasmissione degli impulsi monetari al credito bancario nell'area dell'euro è stata particolarmente forte: il costo del credito è salito marcatamente e la dinamica creditizia si è rapidamente indebolita.

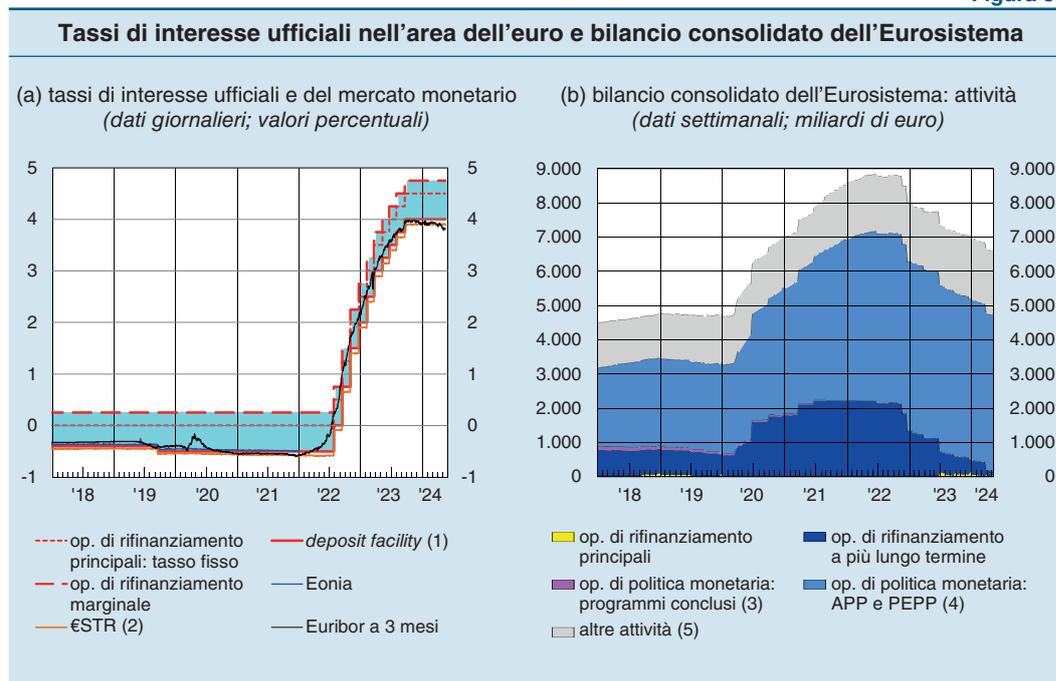
A marzo del 2024 il Consiglio direttivo ha concluso il riesame dell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria; ha stabilito, tra l'altro, che l'orientamento della politica monetaria continuerà a essere indirizzato mediante il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale.

L'azione di politica monetaria

Gli aumenti dei tassi di interesse ufficiali decisi nel corso del 2023 dal Consiglio direttivo, pari complessivamente a 200 punti base, hanno portato a 450 punti l'incremento da luglio del 2022, quando ha preso avvio la fase di rialzi (fig. 3.1). All'inizio dell'anno l'inflazione al consumo, sebbene in calo, era ancora elevata e crescente nella componente di fondo (cfr. il capitolo 2)¹; le proiezioni degli esperti

¹ S. Neri, *There has been an awakening. The rise (and fall) of inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 834, 2024.

Figura 3.1



della BCE indicavano che si sarebbe mantenuta al di sopra dell'obiettivo di stabilità dei prezzi almeno sino alla fine del 2024. Il Consiglio direttivo ha pertanto aumentato di 50 punti base i tassi di interesse ufficiali sia nella riunione di febbraio sia in quella di marzo. In quest'ultima occasione, il Consiglio aveva inoltre comunicato che le future decisioni sui tassi ufficiali sarebbero state adottate di volta in volta alla luce dei dati economici e finanziari disponibili, sulla base di tre criteri: le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria (cfr. il riquadro: *Le attese degli analisti e degli operatori finanziari sulla risposta di politica monetaria della BCE*).

LE ATTESE DEGLI ANALISTI E DEGLI OPERATORI FINANZIARI SULLA RISPOSTA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Nell'estate del 2022, in un contesto di crescenti pressioni sui prezzi, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha avviato un rapido rialzo dei tassi ufficiali per assicurare il ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine.

Le informazioni desunte dalla *Survey of Monetary Analysts* (SMA) della BCE indicano che nel periodo successivo, tra luglio del 2022 e settembre del 2023,

gli analisti hanno considerevolmente rivisto al rialzo le loro aspettative sul sentiero atteso dei tassi ufficiali. Relativamente all'orizzonte compreso tra il terzo trimestre del 2023 e il secondo trimestre del 2025, analisi basate sulla stima di una regola di Taylor mostrano che tali revisioni sono in larga parte riconducibili all'aumento delle aspettative degli analisti sull'inflazione e, in misura minore, sul tasso di equilibrio nello stesso orizzonte (figura A)¹.

Anche le attese sui tassi ufficiali ricavabili dagli andamenti dei mercati finanziari sono cambiate marcatamente in concomitanza con la crescita delle aspettative di inflazione. Evidenze basate sull'evoluzione dei tassi *overnight indexed swaps* (OIS) e dei rendimenti impliciti dei contratti *inflation linked swaps* (ILS) tra uno e due anni in avanti indicano che durante la fase iniziale della normalizzazione monetaria la reattività delle attese sui tassi di interesse a quelle sull'inflazione, stimata sempre mediante una regola di Taylor, è triplicata rispetto al periodo precedente la pandemia (figura B)².

Tale reattività è stata, a sua volta, influenzata dall'azione stessa della BCE. A fronte di aspettative di elevata inflazione, si stima che incrementi dei tassi ufficiali di entità superiore a quanto previsto abbiano determinato un innalzamento della reattività delle aspettative sui tassi ufficiali all'inflazione attesa (figura C, pannello a); nei periodi caratterizzati da aspettative di bassa inflazione, invece, le sorprese di politica monetaria non sembrano avere modificato la reattività dei mercati finanziari (figura C, pannello b), soprattutto quando i tassi di interesse erano in prossimità del loro limite inferiore effettivo³.

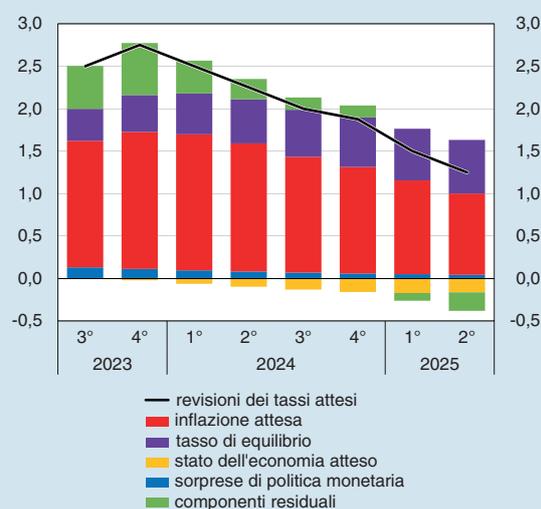
¹ M. Bernardini e A. Lin, *Out of the ELB: expected ECB policy rates and the Taylor rule*, "Economics Letters", 235, febbraio 2024, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 815, 2023.

² V. Cuciniello, *Market perceptions, monetary policy, and credibility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1449, 2024.

³ Si stima inoltre che la trasmissione delle variazioni delle aspettative di inflazione a breve a quelle a lungo termine sia minore quando la reattività dei tassi ufficiali attesi è più elevata, suggerendo una maggiore credibilità della banca centrale.

Figura A

Attese degli analisti finanziari sul tasso sulla deposit facility: scomposizione delle revisioni tra luglio 2022 e settembre 2023 (1)
(punti percentuali)

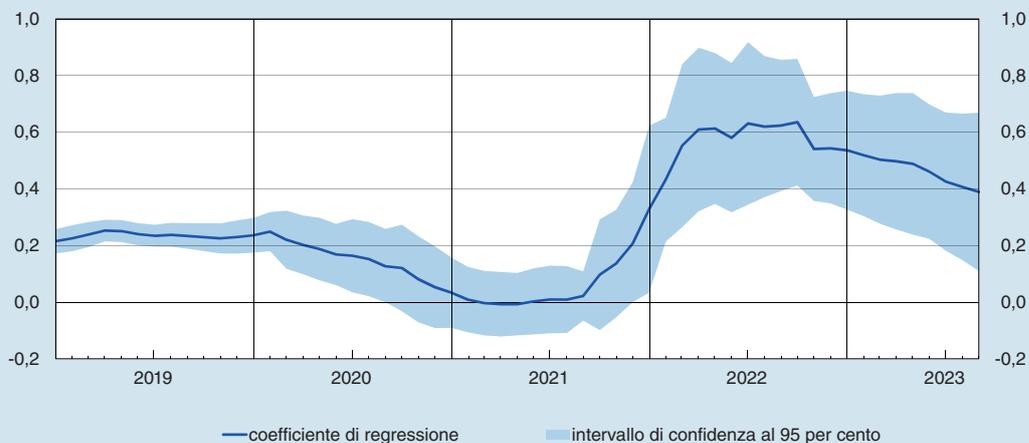


Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Vengono riportate le revisioni delle attese sul tasso sulla *deposit facility* (linea nera) relative a ciascuno dei trimestri indicati sull'asse delle ascisse, registrate tra la SMA di luglio 2022 e quella di settembre 2023; le revisioni sono scomposte nelle loro principali determinanti connesse con: revisioni delle attese di inflazione (in rosso); revisioni del tasso di equilibrio (in viola); revisioni delle attese sullo stato dell'economia, misurate con le attese sul tasso di disoccupazione (in giallo); sorprese di politica monetaria (in blu), definite come la differenza tra il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema deciso dal Consiglio direttivo e quello atteso dagli analisti intervistati nel sondaggio condotto a ridosso della corrispondente riunione di politica monetaria; componenti residuali (in verde). La regola di Taylor utilizzata per la scomposizione tiene conto della componente inerziale dei tassi ufficiali attesi, del tasso di equilibrio, nonché delle deviazioni attese dell'inflazione e dello stato dell'economia dai rispettivi valori previsti nel lungo periodo (cfr. M. Bernardini e A. Lin, 2024, op. cit.).

Figura B

Reattività delle aspettative degli operatori finanziari sui tassi ufficiali a quelle sull'inflazione, sull'orizzonte fra 1 e 2 anni in avanti (1)
(dati mensili; punti percentuali)

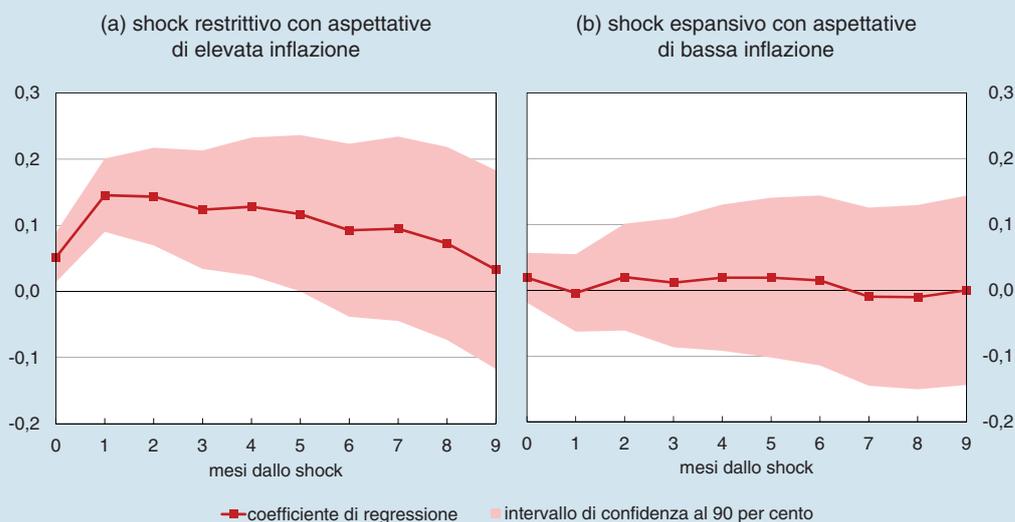


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, LSEG e Consensus Economics.

(1) Elasticità dei tassi ufficiali attesi (impliciti nei contratti OIS tra 1 e 2 anni in avanti) rispetto all'inflazione attesa (misurata dai contratti ILS tra 1 e 2 anni in avanti) stimata nei giorni di pubblicazione del dato preliminare dell'inflazione al consumo armonizzata nell'area dell'euro e su finestre mobili di 4 anni. La regola di Taylor prospettica utilizzata per la stima dell'elasticità tiene conto della componente inerziale dei tassi ufficiali attesi (misurata dal tasso dell'OIS a 1 anno), dei tassi ufficiali attesi nel lungo periodo (impliciti nei contratti OIS tra 9 e 10 anni in avanti) e della deviazione del tasso annuale di crescita del PIL dell'area dell'euro atteso tra 1 anno dal corrispondente valore previsto nel lungo periodo (cfr. V. Cuciniello, 2024, op. cit.).

Figura C

Effetti di uno shock di politica monetaria di 25 punti base sulla reattività dei tassi ufficiali attesi all'inflazione attesa (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, LSEG e Consensus Economics.

(1) La risposta dell'inflazione attesa allo shock di politica monetaria è stimata utilizzando dati dal 2009 al 2023. Per la metodologia, cfr. V. Cuciniello, 2024, op. cit. Gli annunci della BCE segnalano informazioni sull'orientamento di politica monetaria (politica monetaria pura) e sono identificati attraverso variazioni di segno opposto tra i tassi di interesse (OIS a 2 anni) e gli indici azionari (Euro STOXX 50) in una piccola finestra temporale prima dell'uscita del comunicato stampa delle decisioni di politica monetaria e al termine della conferenza stampa che segue la riunione del Consiglio direttivo della BCE. I periodi caratterizzati da aspettative di elevata (bassa) inflazione sono quelli in cui i rendimenti impliciti nei contratti ILS tra 1 e 2 anni in avanti sono superiori (inferiori) al 2 per cento.

A maggio il Consiglio prevedeva che le pressioni sui prezzi sarebbero rimaste ancora elevate per un periodo prolungato; al contempo gli incrementi dei tassi ufficiali si stavano trasmettendo con intensità alle condizioni di finanziamento di imprese e famiglie, frenando anche in prospettiva la domanda aggregata. I rialzi dei tassi ufficiali sono da allora proseguiti con maggiore gradualità, in misura pari a 25 punti base nelle riunioni di maggio, giugno, luglio e settembre. In quest'ultima riunione il tasso sui depositi presso la banca centrale e quello sulle operazioni di rifinanziamento principali hanno raggiunto rispettivamente il 4,0 e il 4,5 per cento. Il Consiglio ha segnalato che il loro mantenimento a quei livelli per un periodo sufficientemente lungo avrebbe fornito un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento. Dall'ottobre 2023, dopo dieci aumenti consecutivi, i tassi di interesse di riferimento sono stati mantenuti invariati.

Nella riunione dell'aprile 2024 il Consiglio ha dichiarato che in futuro sarebbe stato appropriato ridurre il livello di restrizione della politica monetaria qualora le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria avessero accresciuto ulteriormente la fiducia su una stabile convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo. Ha confermato che avrebbe comunque continuato a seguire un approccio guidato dai dati, senza vincolarsi a un percorso predefinito di abbassamento dei tassi ufficiali.

Il portafoglio dell'APP è diminuito nel corso dell'anno; il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza, completo fino a febbraio, è infatti divenuto solo parziale tra marzo e giugno ed è stato successivamente interrotto del tutto. Nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) i titoli in scadenza saranno pienamente reinvestiti fino a giugno del 2024; successivamente il portafoglio verrà ridotto in media di 7,5 miliardi di euro al mese sino alla fine di quest'anno, quando i reinvestimenti termineranno (cfr. il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*).

A marzo del 2024 il Consiglio direttivo ha concluso il riesame dell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria, approvando modifiche miranti ad assicurare che questo resti adeguato durante il processo di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema². Il Consiglio continuerà a definire l'orientamento della politica monetaria mediante il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale; il differenziale tra questo tasso e quello sulle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotto, a partire dal prossimo settembre, a 15 punti base (dagli attuali 50). In una fase successiva l'Eurosistema fornirà liquidità anche attraverso operazioni strutturali di rifinanziamento a più lungo termine, nonché con un portafoglio strutturale di titoli³.

² Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Modifiche all'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria*, marzo 2024.

³ Queste operazioni contribuiranno in misura sostanziale a coprire il fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario, derivante da fattori autonomi e da requisiti di riserva obbligatoria.

Le operazioni di politica monetaria

Nel 2023 il bilancio dell'Eurosistema si è ridotto in misura marcata principalmente a seguito dei rimborsi dei finanziamenti erogati alle banche dell'area con le operazioni TLTRO3 (tav. 3.1), che hanno determinato un netto calo della liquidità in eccesso⁴: rispetto alla fine del 2022, lo scorso aprile questa era diminuita di 621 miliardi, a 3.209 miliardi; in Italia era scesa di 51, a 175.

Tavola 3.1

Operazioni di rifinanziamento (1) (miliardi di euro)						
	Area dell'euro			Italia		
	30.12.2022	29.12.2023	30.04.2024	30.12.2022	29.12.2023	30.04.2024
Totale (2)	1.324	410	155	356	150	65
di cui: TLTRO3	1.318	392	141	354	137	55
LTRO	2,7	3,9	9,4	1,1	2,9	7,7
MRO	2,4	14,1	4,5	0,7	9,5	2,8

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), quelle a più lungo termine (Longer-Term Refinancing Operations, LTRO) a 3 mesi, TLTRO2, TLTRO3 e le operazioni a più lungo termine connesse con l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO).

Anche la riduzione del portafoglio di titoli detenuti a fini di politica monetaria ha contribuito al ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema. L'ammontare complessivo dei titoli è diminuito rispetto alla fine del 2022 di 378 miliardi, portandosi a 4.559 miliardi (tav. 3.2) riflettendo il mancato reinvestimento dei titoli venuti a scadenza nell'ambito dell'APP (pari a 357 miliardi) in atto da marzo del 2023.

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)
APP				
Dicembre 2022	3.254	2.585	444	399
Dicembre 2023	3.026	2.403	413	372
Aprile 2024	2.897	2.302	400	358
PEPP (4)				
Novembre 2022	1.683	1.631	287	257
Novembre 2023	1.668	1.616	288	258
Marzo 2024	1.662	1.610	289	259

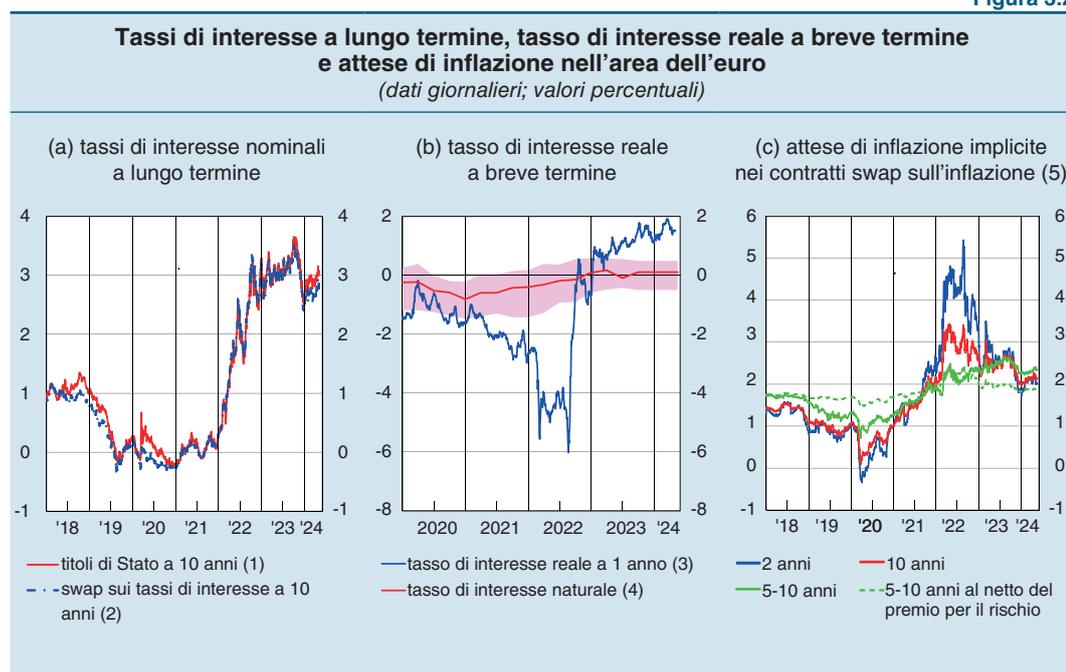
Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) I dati si riferiscono all'ultimo giorno del mese. – (2) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (3) Differenza tra i valori al prezzo di acquisto e gli importi nominali dei titoli giunti a scadenza. – (4) Le voci di dettaglio relative al PEPP sono pubblicate su base bimestrale; l'ultima osservazione disponibile si riferisce a marzo 2024.

⁴ L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche e del ricorso medio alla *deposit facility*, al netto dell'obbligo di riserva.

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

Nel 2023 i rialzi dei tassi di riferimento della BCE si sono trasmessi in modo ordinato a quelli del mercato monetario. I tassi di interesse nominali a lungo termine, dopo essere fortemente cresciuti nel 2022 in linea con le attese sui futuri sviluppi dei tassi ufficiali, sono aumentati solo lievemente nel 2023, raggiungendo il 3,3 per cento in ottobre (fig. 3.2.a); sono successivamente diminuiti di circa un punto percentuale riflettendo il calo delle aspettative sui tassi di riferimento a fronte di una disinflazione più rapida delle attese.

Figura 3.2



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg e LSEG.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, greci, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL a valori concatenati del 2023. – (2) Tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro a 10 anni. – (3) Il tasso di interesse reale è costruito deflazionando i tassi OIS a 1 anno con i corrispondenti ILS fixing (cfr. M. Bernardini, L. D'Arrigo, A. Lin e A. Tiseno, *Real interest rates and the ECB's monetary policy stance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione). – (4) L'intervallo di stime del tasso naturale è fornito dall'Eurosistema (10° e 90° percentile); l'intervallo è disponibile fino al 3° trimestre 2023 e successivamente viene mantenuto costante; la linea rossa indica la mediana dell'intervallo. – (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. Per il calcolo della serie a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti al netto del rischio di inflazione (cfr. S. Cecchetti, A. Grasso e M. Pericoli, *An analysis of objective inflation expectations and inflation risk premia*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1380, 2022).

Si può valutare che la politica monetaria della BCE sia restrittiva dall'inizio del 2023, quando il divario tra il tasso di interesse reale a un anno e il tasso di interesse naturale⁵ è divenuto positivo per poi ampliarsi gradualmente nel corso dell'anno (fig. 3.2.b). Il tasso di interesse reale ha continuato a salire anche nella fase recente in cui i tassi ufficiali sono rimasti invariati, a causa del progressivo abbassamento delle aspettative di inflazione, raggiungendo il valore più alto lo scorso marzo, al 2 per cento.

⁵ Il tasso di interesse naturale è definito come il tasso di interesse reale che non è né espansivo né restrittivo (cfr. C. Brand, N. Lisack e F. Mazelis, *Stime del tasso di interesse naturale per l'area dell'euro: un aggiornamento*, in BCE, *Bollettino economico*, 1, 2024, pp. 70-74).

Nel 2023 le aspettative di inflazione a medio termine misurate sulla base dei rendimenti dei contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi dell'area dell'euro sono ridiscese su valori prossimi al 2 per cento (fig. 3.2.c); quelle sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti, valutate al netto del premio per il rischio di inflazione, si sono mantenute saldamente ancorate all'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Il cambio dell'euro in termini effettivi nominali si è progressivamente apprezzato dall'inizio del 2023; nei confronti del dollaro è rimasto pressoché invariato anche per effetto di una sostanziale sincronia della politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 1).

La moneta e il credito

Il ciclo restrittivo di politica monetaria ha determinato un marcato innalzamento del costo dei finanziamenti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie, nonché una repentina decelerazione degli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro.

Al forte incremento del costo del credito ha contribuito – in misura rilevante e maggiore che in passate fasi restrittive – l'aumento del rischio percepito dagli intermediari, verosimilmente connesso con l'elevata incertezza sulle prospettive economiche e con l'intensità della restrizione di politica monetaria, in special modo nella sua fase iniziale⁶. Nel primo trimestre del 2024 i tassi di interesse sui nuovi prestiti bancari sono rimasti elevati, pur se in lieve calo rispetto ai livelli di fine anno; l'indicatore composito del costo del credito in marzo si è collocato al 5,2 e al 3,8 per cento per imprese e famiglie, rispettivamente (fig. 3.3.a); i tassi sulle consistenze restano alti nel confronto storico.

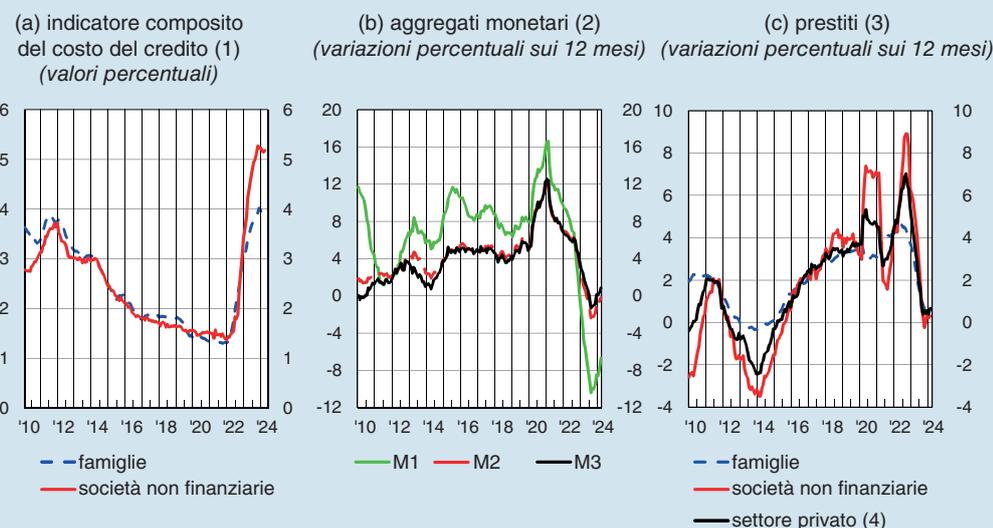
La trasmissione dei rialzi dei tassi ufficiali a quelli sui depositi in conto corrente è stata contenuta. Ciò ha stimolato la riallocazione del risparmio da questi depositi – la cui consistenza si era molto ampliata durante la pandemia e solo parzialmente ridotta in seguito – verso strumenti meno liquidi e più remunerativi, contribuendo a una rapida contrazione dell'aggregato monetario M1 (fig. 3.3.b). Il tasso di variazione sui dodici mesi del più ampio aggregato M3 è sceso con maggiore gradualità, ma ha comunque raggiunto ad agosto il valore minimo dall'avvio dell'Unione monetaria (-1,3 per cento; cfr. il riquadro: *L'andamento degli aggregati monetari nell'attuale ciclo restrittivo della politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 1, 2024)⁷.

Il tasso di crescita dei prestiti delle banche alle società non finanziarie, che aveva iniziato ad attenuarsi nella parte finale del 2022, si è ridotto rapidamente nel corso

⁶ Le risposte delle banche all'[indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro](#) (*Bank Lending Survey*, BLS) evidenziano che dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria, intrapreso dalla BCE alla fine del 2021, l'aumento del rischio percepito ha concorso all'irrigidimento dei criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti in misura più significativa rispetto al ciclo di restrizione iniziato nel 2005. Per approfondimenti, cfr. M. Bottero e A.M. Conti, *In the thick of it: an interim assessment of monetary policy transmission to credit conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 810, 2023.

⁷ L'indebolimento di M3 ha riflesso anche quello dei finanziamenti al settore privato e la conseguente minore creazione di depositi.

Costo dei prestiti e andamento degli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro (dati mensili)



Fonte: BCE.

(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni, leggermente modificati per i prestiti a breve termine per tenere conto dei conti correnti. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Cost-of-borrowing indicators. Methodological note*. – (2) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. – (3) Variazioni dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (4) 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.

del 2023, annullandosi negli ultimi mesi dell'anno (fig. 3.3.c). Questa evoluzione ha riflesso sia la minore domanda da parte delle imprese per finalità di investimento, sia l'irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti principalmente legato all'aumentata percezione del rischio da parte delle banche⁸ (cfr. il riquadro: *L'indebolimento del credito alle imprese durante il recente ciclo di restrizione monetaria*). Anche la dinamica dei prestiti alle famiglie si è indebolita, in linea con il progressivo incremento dei tassi praticati sui nuovi finanziamenti e il peggioramento della fiducia dei consumatori. Nei primi quattro mesi del 2024 la crescita dei prestiti a imprese e famiglie è rimasta pressoché nulla.

L'INDEBOLIMENTO DEL CREDITO ALLE IMPRESE DURANTE IL RECENTE CICLO DI RESTRIZIONE MONETARIA

La dinamica dei prestiti bancari alle società non finanziarie dell'area dell'euro, dopo aver raggiunto un picco a settembre del 2022 (8,9 per cento sui dodici mesi), si è progressivamente indebolita in seguito ai rialzi dei tassi ufficiali di politica monetaria e alla riduzione del bilancio dell'Eurosistema, fino a ristagnare dall'autunno dello scorso anno. L'entità e la rapidità del rallentamento suggeriscono che alcune delle

⁸ La rilevanza di questi fattori emerge dalle risposte delle banche alle varie edizioni della BLS condotte nel corso del 2023. All'irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti ha contribuito anche la riduzione del bilancio dell'Eurosistema: le risposte suggeriscono che tale riduzione avrebbe esercitato un lieve impatto negativo sulle politiche di concessione del credito e sui termini e le condizioni applicati ai finanziamenti erogati a imprese e famiglie.

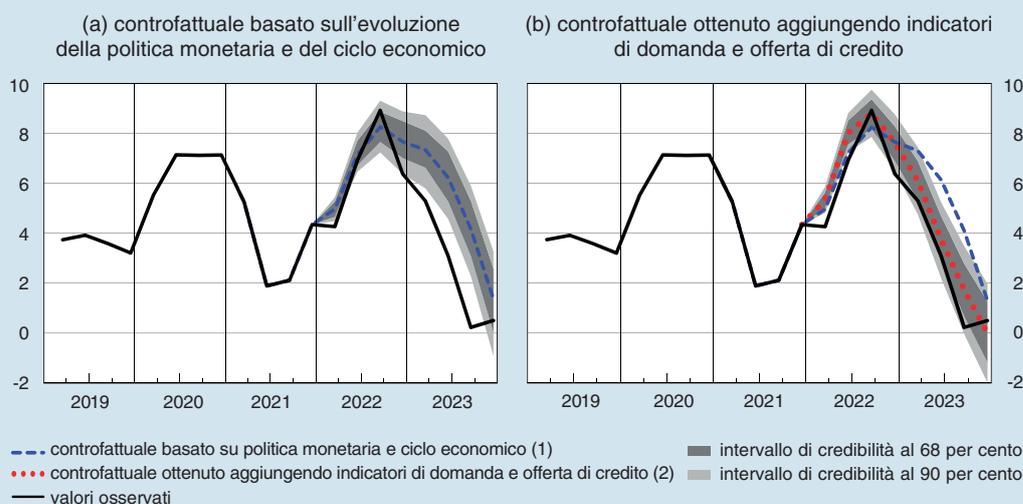
determinanti della dinamica creditizia possano aver avuto un ruolo più importante rispetto al passato, amplificando la trasmissione dell'impulso monetario.

Per esaminare questa ipotesi vengono condotti degli esercizi di simulazione controfattuale della crescita dei finanziamenti alle imprese registrata nel biennio 2022-23. Nell'analisi si stima la relazione tra il credito e le sue principali determinanti prima dell'avvio della restrizione monetaria (nel periodo 2003-21)¹; il modello viene poi simulato dal primo trimestre del 2022 utilizzando i valori effettivamente osservati di alcune di queste stesse determinanti, in modo da valutare se l'andamento dei prestiti durante la recente fase restrittiva sia stato coerente con le regolarità storiche.

In un primo esercizio il credito alle società non finanziarie viene simulato considerando unicamente i tassi di interesse a breve e a lungo termine, il prodotto interno lordo e i prezzi al consumo; storicamente, l'evoluzione di queste variabili era sufficiente a caratterizzare in maniera appropriata l'andamento dei finanziamenti. I risultati mostrano invece che nella seconda metà del 2022 e per gran parte dello scorso anno la dinamica dei prestiti effettiva è stata nettamente inferiore a quella controfattuale (figura, pannello a).

Figura

Prestiti alle società non finanziarie: crescita annuale osservata e controfattuale
(dati trimestrali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Eurostat e LSEG.

(1) Questa simulazione controfattuale è ottenuta tenendo conto solo dell'andamento osservato dei tassi di interesse a breve e a lungo termine, del prodotto interno lordo e dei prezzi al consumo. – (2) Questa simulazione controfattuale è ottenuta tenendo conto, oltre che delle variabili riportate nella nota precedente, dell'evoluzione degli indicatori di domanda e offerta di credito desunti dalla BLS.

¹ S. Auer e A.M. Conti, *Bank lending in an unprecedented monetary tightening cycle: evidence from the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Per il periodo 2003-21, che include fasi sia di restrizione sia di espansione monetaria, si stima su dati trimestrali un modello vettoriale autoregressivo che lega i volumi dei prestiti al loro costo, ai prezzi al consumo, al prodotto interno lordo, ai tassi di interesse a breve e a lungo termine e agli indicatori di offerta e domanda di credito desunti dalla BLS (percezione del rischio da parte delle banche e richiesta di finanziamenti a fini di investimento delle imprese, rispettivamente).

La crescita dei finanziamenti alle imprese risulta molto più vicina a quella effettivamente osservata in una seconda simulazione in cui, in aggiunta all'andamento delle variabili precedentemente considerate, si tiene anche conto del calo della domanda di credito a fini di investimento e soprattutto dell'irrigidimento dei criteri di offerta legato all'aumento della percezione del rischio da parte degli intermediari finanziari (figura, pannello b; cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 4, 2023)². Questa evidenza suggerisce che le banche abbiano trasmesso l'impulso di politica monetaria al credito alle società non finanziarie in modo particolarmente forte nella recente fase di restrizione. Il maggiore rischio percepito dagli intermediari ha contribuito non solo a rallentare i volumi erogati, ma altresì ad amplificare la trasmissione degli incrementi dei tassi ufficiali al costo del credito³.

In prospettiva, le condizioni monetarie si manterranno restrittive per qualche tempo anche dopo l'avvio della riduzione dei tassi di riferimento⁴ e continueranno a incidere sull'onere del debito delle imprese e sull'attività economica. Qualora ciò contribuisse al protrarsi di un'elevata percezione del rischio da parte delle banche, sulla scorta dei risultati presentati la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie ne risentirebbe, attenuando l'impulso espansivo derivante dalla riduzione dei tassi di interesse.

² L'andamento degli indicatori di domanda e offerta di credito differisce da quello ottenuto nella prima simulazione controfattuale, basata solo sui valori osservati dei tassi di interesse a breve e a lungo termine e delle variabili di ciclo economico: sono più marcati sia l'indebolimento della domanda di prestiti a fini di investimento sia l'aumento della percezione del rischio, che ha risentito anche degli effetti delle tensioni geopolitiche e di quelli dei rincari dei beni energetici.

³ M. Bottero e A.M. Conti, *In the thick of it: an interim assessment of monetary policy transmission to credit conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 810, 2023.

⁴ *Monetary policy in a shifting landscape*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta all'*Inaugural conference of the research network on challenges for monetary policy transmission in a changing world*, Francoforte, 25 aprile 2024.

L'ECONOMIA ITALIANA

4. IL QUADRO DI INSIEME

Gli andamenti nel 2023

Lo scorso anno il PIL dell'Italia è cresciuto dello 0,9 per cento a prezzi costanti. Sulla netta decelerazione rispetto al 2022, quando era aumentato del 4,0 per cento, hanno inciso l'esaurirsi del recupero delle attività più colpite dalla pandemia, la debolezza della domanda mondiale e le condizioni monetarie più restrittive (tav. 4.1).

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia (valori percentuali, salvo diversa indicazione)							
VOCI	Peso sul PIL nel 2023 (1)	2022			2023		
		Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)	Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)
		Volumi (2)	Deflatori		Volumi (2)	Deflatori	
Risorse							
PIL	–	4,0	3,6	–	0,9	5,3	–
Importazioni di beni e servizi (4)	37,6	12,9	21,5	-3,9	-0,5	-5,7	0,2
<i>di cui: beni</i>	30,5	9,6	24,9	-2,4	-1,6	-8,1	0,5
Impieghi							
Domanda nazionale	101,3	4,7	6,9	4,6	0,6	2,4	0,7
Spesa delle famiglie residenti (5)	59,6	4,9	7,6	2,8	1,2	5,2	0,7
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	19,2	1,0	5,1	0,2	1,2	-0,4	0,2
Investimenti fissi lordi	22,5	8,6	5,3	1,8	4,7	-0,8	1,0
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	7,8	6,8	5,0	0,5	6,4	-1,8	0,5
prodotti di proprietà intellettuale	3,2	2,7	1,0	0,1	5,9	-2,5	0,2
costruzioni	11,4	11,8	6,7	1,2	3,1	0,4	0,3
Variazione delle scorte (6)	–	–	–	-0,2	–	–	-1,3
Esportazioni di beni e servizi (7)	36,2	10,2	11,1	3,3	0,2	1,8	0,1
<i>di cui: beni</i>	29,6	6,6	12,2	1,8	-1,5	1,9	-0,4
Domanda estera netta	–	–	–	-0,6	–	–	0,3

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.

Il rallentamento del commercio internazionale ha particolarmente influenzato la dinamica dell'industria in senso stretto, per la quale il valore aggiunto è diminuito dell'1,1 per cento (-0,5 nel 2022); il calo è stato maggiore nelle produzioni a più alta intensità energetica. Si è attenuata la ripresa nei servizi (all'1,6 per cento dal 4,8), per la minore spinta proveniente dal comparto turistico-ricreativo e per la riduzione della domanda legata alla flessione dell'attività industriale. Il valore aggiunto ha continuato invece a espandersi

nei servizi immobiliari e di consulenza tecnico-professionale, oltre che nel comparto delle costruzioni (al 3,9 per cento, da oltre il 10 nel 2022): questi settori hanno maggiormente beneficiato delle misure di spesa del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) e degli incentivi per la riqualificazione e il miglioramento dell'efficienza energetica degli edifici.

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

GLI ANDAMENTI ECONOMICI TERRITORIALI

Secondo l'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER) elaborato dalla Banca d'Italia¹, nel 2023 il prodotto è cresciuto in tutte le macroaree del Paese: dell'1,1 per cento nel Nord Ovest e nel Nord Est, dello 0,8 al Centro e dello 0,7 nel Mezzogiorno.

Dal 2019 la crescita del PIL in quest'ultima macroarea è stata inferiore alla media nazionale (superiore a quella del Centro ma inferiore a quella del Nord); si conferma quindi la tendenza, in atto dai primi anni duemila, all'ampliamento dei divari territoriali. Nelle regioni meridionali il prodotto è ancora inferiore di oltre 7 punti rispetto ai livelli precedenti la crisi del 2008-09 (4 punti nel Centro), mentre nel Nord è superiore già dal 2022; tutte le macroaree hanno invece recuperato i livelli di attività economica antecedenti la pandemia (figura, pannello a). Tenendo conto dei diversi andamenti demografici, il PIL pro capite del Mezzogiorno resta di poco superiore al 55 per cento di quello del resto del Paese, un valore sostanzialmente inalterato dal 2016.

Nel 2023 le esportazioni di merci a prezzi correnti sono aumentate rispetto al 2022 nel Nord Ovest e nel Sud e Isole, mentre sono diminuite nel Nord Est e, in misura più marcata, al Centro; nostre elaborazioni indicano andamenti analoghi anche per le vendite all'estero in termini reali. L'incidenza delle esportazioni sul PIL è scesa in tutte le macroaree (figura, pannello b). Nel Mezzogiorno la dinamica delle esportazioni in valore si è ridotta per effetto della netta diminuzione delle vendite di prodotti petroliferi (-7,2 per cento), mentre ha beneficiato della forte espansione di quelle dei prodotti farmaceutici e dei mezzi di trasporto. La contrazione delle esportazioni del Centro ha riflesso il deciso calo di quelle dei metalli (diminuite anche nelle altre aree del Paese) e della farmaceutica. Per quanto riguarda i mercati di destinazione, le vendite all'estero delle regioni meridionali sono aumentate in particolare negli Stati Uniti; quelle del Centro sono salite soprattutto in Cina.

In base alla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel 2023 il numero di occupati è cresciuto del 3,1 per cento nel Mezzogiorno e dell'1,7 nel Centro Nord, superando ampiamente i livelli del 2019 in entrambe le macroaree. L'aumento ha riguardato principalmente i lavoratori dipendenti e a tempo pieno, con l'eccezione del Nord Est dove l'espansione è stata più consistente per i lavoratori a tempo parziale. L'incremento è stato più intenso per i contratti a tempo indeterminato al Nord e nel Sud e Isole; è stato più elevato nel Centro per i contratti a termine. A livello settoriale, l'aumento degli occupati si è verificato soprattutto nei servizi; nel Nord Est e nel Mezzogiorno l'occupazione nella manifattura è cresciuta più che nella media nazionale. Permangono

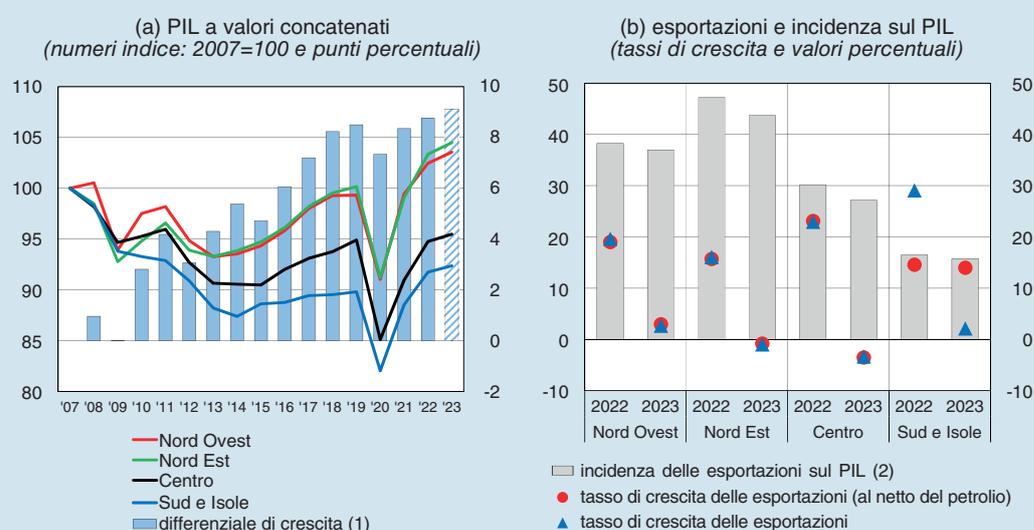
¹ V. Di Giacinto, L. Monteforte, A. Filippone, F. Montaruli e T. Ropele, *ITER: a quarterly indicator of regional economic activity in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 489, 2019.

forti differenze territoriali nel tasso di occupazione: nella fascia di età 15-64 anni questo è pari al 48,2 per cento nelle regioni meridionali, rispetto al 68,3 nel Centro Nord; il divario è più marcato per la componente femminile (36,0 per cento contro 61,1), anche se nel Mezzogiorno l'occupazione femminile nel 2023 ha avuto un forte incremento (4,2 per cento contro 1,9 nel Centro Nord). Il tasso di disoccupazione ha continuato a scendere in tutte le macroaree, anche se più lentamente nel confronto con il 2022; nelle regioni meridionali è rimasto quasi triplo rispetto al resto del Paese (14,0 per cento contro 5,1) e più di tre volte superiore nel caso di quello di lunga durata. Il tasso di attività è aumentato in maniera più sostenuta nel Sud e nelle Isole (1,5 punti percentuali a fronte di 0,8 al Centro Nord).

Figura

PIL ed esportazioni delle macroaree italiane

(dati annuali)



Secondo l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), nel 2023 gli investimenti delle imprese industriali con almeno 20 addetti sono cresciuti al Centro Nord e sono rimasti pressoché stabili nel Mezzogiorno. In base all'indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*) condotta dalla Banca d'Italia, nel primo semestre del 2023 la domanda di credito da parte delle imprese finalizzata al finanziamento degli investimenti si è ridotta in tutte le macroaree; il calo è proseguito nel secondo semestre, con l'eccezione di una lieve ripresa nel Centro.

In base alle stime di Prometeia, nel 2023 la spesa per consumi delle famiglie sarebbe cresciuta dell'1,4 per cento al Centro Nord e dello 0,8 nel Sud e Isole. In tutte le macroaree i consumi avrebbero recuperato i livelli precedenti la pandemia.

Nei primi tre mesi di quest'anno, l'ITER segnala che l'attività economica sarebbe cresciuta di poco più di mezzo punto percentuale rispetto alla fine del 2023 in tutte le macroaree, con una dinamica leggermente più sostenuta al Nord Ovest e al Centro.

La domanda interna. – I consumi delle famiglie hanno rallentato (1,2 per cento da 4,9 nel 2022), penalizzati dall'inflazione, dall'incremento del costo del credito e dalla preoccupazione per l'andamento generale dell'economia e del proprio bilancio. Il reddito disponibile dei nuclei è cresciuto del 4,7 per cento a prezzi correnti, ma a causa dell'ulteriore aumento dei prezzi (in particolare di quelli dei beni alimentari) il potere d'acquisto è diminuito dello 0,5 per cento. Il tasso di risparmio ha continuato a ridursi, portandosi al 6,3 per cento, il valore più basso dall'inizio della serie storica nel 1995. Le risorse finanziarie accumulate durante la pandemia, concentrate prevalentemente tra le famiglie più abbienti e con una minore propensione marginale al consumo, hanno fornito un sostegno limitato alla spesa¹.

Anche l'accumulazione di capitale ha decelerato rispetto al 2022, ma è rimasta robusta (4,7 per cento da 8,6): gli investimenti fissi lordi complessivi sono stati superiori di oltre un quarto rispetto al 2019. Il rallentamento è stato più marcato nel settore delle costruzioni, sia per la componente abitativa sia per quella non residenziale, a seguito dell'inasprirsi delle condizioni di finanziamento. La spesa in macchinari e attrezzature ha continuato a crescere, di oltre il 6 per cento, sospinta dagli acquisti di mezzi di trasporto, in forte recupero dopo le difficoltà di approvvigionamento nelle catene di fornitura nel biennio 2021-22. Anche gli incentivi pubblici a sostegno del processo della transizione digitale e di quella tecnologica hanno fornito un contributo positivo, sebbene la loro efficacia potrebbe essere migliorata se si riducesse l'instabilità normativa che ne ha caratterizzato l'attuazione (cfr. il riquadro: *Gli incentivi alle imprese per ricerca e innovazione* del capitolo 6). Le scorte sono diminuite a seguito dell'allentamento dei vincoli all'offerta emersi nelle catene di fornitura globali nel biennio 2021-22: ciò ha sottratto 1,3 punti percentuali alla crescita del PIL, il contributo negativo più consistente dall'inizio della serie storica.

Nel complesso la crescita del PIL è risultata maggiore e l'inflazione inferiore rispetto a quanto previsto all'inizio del 2023 (cfr. il riquadro: *PIL e inflazione nel 2023: le determinanti dello scostamento tra valori realizzati e valori previsti*).

PIL E INFLAZIONE NEL 2023: LE DETERMINANTI DELLO SCOSTAMENTO TRA VALORI REALIZZATI E VALORI PREVISTI

Nel 2023 l'economia italiana è cresciuta dell'1,0 per cento (0,9 escludendo la correzione per le giornate lavorative), più di quanto atteso dai principali analisti e previsori istituzionali all'inizio dell'anno. Nello stesso periodo l'inflazione al consumo si è portata in media al 5,9 per cento, un valore inferiore alle aspettative.

Utilizzando il modello trimestrale dell'economia italiana¹ è possibile valutare le principali determinanti dello scostamento tra gli andamenti effettivi e quelli previsti dalla Banca d'Italia a gennaio del 2023 (tavola).

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

¹ A. Colabella, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 797, 2023.

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

	VOCI	PIL	Inflazione armonizzata (1)
Consuntivo del 2023 (2)		1,0	5,9
Previsione a gennaio 2023 (2)		0,6	6,5
Differenza (3)		0,4	-0,6
<i>di cui:</i> domanda estera		-0,3	0,0
tassi di interesse e di cambio		-0,1	-0,1
prezzi dei beni energetici		0,2	-0,5
incertezza e fiducia		0,3	0,0
revisioni ai dati storici degli investimenti in costruzioni (4)		0,4	0,0
altri fattori (5)		-0,1	0,1

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA). – (2) Per il PIL e le sue componenti: valori concatenati; tassi di crescita calcolati sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (3) I contributi alle revisioni del PIL e dell'inflazione sono ricavati stimando gli effetti delle variazioni negli andamenti di ciascun fattore indicato in riga rispetto a quanto ipotizzato nello scenario previsionale formulato in *Bollettino economico*, 1, 2023. – (4) Include gli effetti della revisione ai dati sugli investimenti in costruzioni nel biennio 2021-22, al netto di quelli che determinano una maggiore crescita acquisita, di cui si tiene conto nella voce degli "altri fattori". – (5) Comprende gli effetti delle revisioni dei dati storici relativi al 2022 rispetto a quelli disponibili al momento in cui sono state elaborate le proiezioni del gennaio 2023; include inoltre la componente dell'errore di previsione non spiegata dagli andamenti delle principali determinanti incluse nel modello econometrico. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

La crescita del prodotto nel 2023 è risultata superiore di 0,4 punti percentuali rispetto a quella prevista, soprattutto per l'apporto degli investimenti: nello specifico, su quelli in macchinari e attrezzature avrebbe inciso principalmente una riduzione dell'incertezza. A quest'ultima si sono accompagnati una sostanziale stabilità del clima di fiducia e l'utilizzo delle agevolazioni nell'ambito del programma Transizione 4.0. Gli investimenti in costruzioni hanno beneficiato in misura superiore alle attese dei generosi incentivi al miglioramento dell'efficienza energetica (Superbonus)². L'impulso di questi fattori agli investimenti si è tradotto in un contributo di 0,7 punti percentuali alla maggiore crescita del prodotto nei dati a consuntivo rispetto a quanto atteso; tale contributo ha largamente compensato quello derivante dall'impatto negativo (-0,1 punti percentuali) di tassi di interesse più elevati rispetto alle attese.

Sull'andamento più favorevole del PIL avrebbe inciso inoltre, per 0,2 punti percentuali, una discesa dei prezzi dei beni energetici più accentuata di quanto atteso all'inizio dell'anno, soprattutto per quanto riguarda il gas naturale. Le minori pressioni inflazionistiche che ne sono derivate si sono riflesse positivamente sul prodotto, contenendo la riduzione del potere d'acquisto delle famiglie e quindi l'effetto negativo sui consumi.

² In particolare, i dati dei conti trimestrali pubblicati lo scorso 5 marzo evidenziano una crescita degli investimenti in costruzioni nel biennio 2021-22 superiore per oltre 8 punti percentuali a quella che emerge dai dati sottostanti alle proiezioni di gennaio del 2023. Si ritiene che tale revisione sia riconducibile principalmente agli effetti degli incentivi del Superbonus. Sulla base di simulazioni del modello, la sola correzione ai dati storici del biennio 2021-22 avrebbe innalzato la crescita per poco meno di 2 decimi di punto percentuale in ciascun trimestre del 2023.

Viceversa l'andamento dell'economia globale ha frenato l'attività in misura maggiore di quanto prefigurato all'inizio del 2023. In un contesto caratterizzato da elevate tensioni geopolitiche e da una persistente debolezza dell'economia cinese, il più forte rallentamento della domanda estera per i beni e servizi prodotti in Italia – insieme a un andamento più contenuto dei prezzi dei nostri competitori internazionali – ha sottratto complessivamente 0,3 punti percentuali alla crescita del prodotto.

Nella media del 2023 l'inflazione è stata inferiore di 0,6 punti percentuali a quella prefigurata a gennaio dello stesso anno. Alla differenza avrebbero contribuito soprattutto il calo più marcato dei prezzi dell'energia (per 0,5 punti percentuali) e, in misura minore, gli effetti di un tasso di cambio più apprezzato e di tassi di interesse più elevati (per 0,1 punti).

La domanda estera netta. – Le esportazioni hanno ristagnato, soprattutto a causa del rallentamento del commercio mondiale e dell'attività nell'area dell'euro. Al marcato aumento della componente dei servizi (8,2 per cento) – ancora sostenuta dalle entrate turistiche – si è contrapposto il calo delle vendite di beni (-1,5) in particolare verso la Germania, principale partner commerciale dell'Italia. La lieve diminuzione delle importazioni (-0,5 per cento) ha riflesso la contrazione degli acquisti di beni a fronte dell'aumento della componente dei servizi.

Lo scorso anno il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è tornato in avanzo allo 0,3 per cento del PIL (tav. 4.2) – 2,0 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente – beneficiando dell'ampliamento del surplus dei beni non energetici e, soprattutto, della diminuzione del deficit energetico. Ciò ha contribuito, insieme all'avanzo di conto capitale e agli aggiustamenti di prezzo delle riserve in oro e delle attività di portafoglio, a migliorare la posizione netta sull'estero al 7,4 per cento del PIL.

I conti pubblici. – Nel 2023 è proseguito il miglioramento dei conti pubblici. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso di 1,2 punti percentuali, al 7,4 per cento. Il calo ha rispecchiato sia la diminuzione del disavanzo primario (di 0,7 punti, al 3,6 per cento del PIL), sia la contrazione della spesa per interessi (dal 4,2 al 3,8 per cento del prodotto). Tuttavia la riduzione è stata più contenuta di quanto programmato dal Governo lo scorso autunno, per effetto di una spesa per il Superbonus molto superiore alle previsioni (di circa 2,0 punti percentuali di PIL). Il rapporto tra il debito e il prodotto ha continuato a scendere (-3,2 punti, al 137,3 per cento), soprattutto grazie al differenziale particolarmente ampio tra la crescita nominale e l'onere medio del debito.

Nel medio termine l'incidenza del debito pubblico sul PIL risentirà in modo decisivo della crescita dell'economia. Il necessario aumento del potenziale di crescita dovrebbe giovare dell'efficace realizzazione dei programmi previsti dal PNRR: secondo stime a suo tempo effettuate, non sostanzialmente modificate dalla recente riprogrammazione del Piano, ciò potrebbe tradursi in un innalzamento del prodotto potenziale compreso tra 3,0 e 6,0 punti percentuali nell'arco del

prossimo decennio (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2020). In linea con le scadenze concordate a livello europeo, l'attuazione del PNRR sta proseguendo attraverso l'adozione di interventi di riforma e il raggiungimento dei primi risultati quantitativi intermedi; entro giugno 2026 dovranno essere completate le opere previste e attuati tutti i programmi di spesa (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*).

LO STATO DI ATTUAZIONE DEL PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA

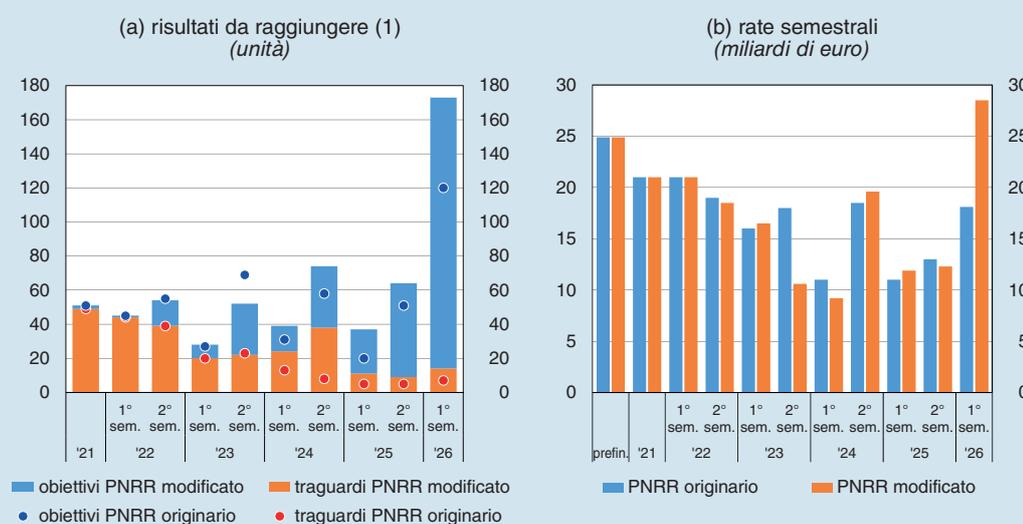
L'attuazione del PNRR procede in linea con le scadenze concordate a livello europeo. Alla fine del 2023 l'Italia aveva incassato quasi 102 miliardi, di cui 41,0 sotto forma di sovvenzioni e 60,9 di prestiti, a fronte dei 178 traguardi e obiettivi raggiunti fino al primo semestre dell'anno. È in fase di valutazione da parte della Commissione europea la richiesta del Governo di pagamento della quinta rata, pari a 10,6 miliardi, relativa agli ulteriori 52 traguardi e obiettivi raggiunti nel secondo semestre. Secondo nostre elaborazioni su dati dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC) e su quelli delle Casse edili, alla fine del 2023 risultavano pubblicati i bandi di gara relativi a quasi due terzi delle risorse che erano state assegnate ai soggetti attuatori e che richiedevano una procedura di affidamento. Per i lavori pubblici finanziati o cofinanziati dal PNRR per i quali è possibile monitorare lo stato di avanzamento dei lavori¹, quelli con cantieri avviati rappresentano quasi la metà delle risorse bandite (cfr. il capitolo 11).

Lo scorso dicembre il Consiglio dell'Unione europea ha approvato una revisione del Piano italiano, con un incremento della dotazione finanziaria da 191,5 a 194,4 miliardi. In particolare il PNRR prevede ora una missione dedicata alla transizione ecologica (*REPowerEU*), con una spesa stimata in oltre 11 miliardi di euro, oltre a nuovi investimenti e al rafforzamento della dotazione di alcuni interventi per quasi 14 miliardi, a fronte della totale o parziale eliminazione di progetti esistenti per oltre 22 miliardi. A seguito della revisione il numero complessivo di traguardi e obiettivi da raggiungere entro giugno del 2026 è aumentato da 527 a 617, con uno slittamento delle scadenze verso la fase finale del Piano e la conseguente rimodulazione delle rate di finanziamento (figura).

A fronte della revisione è stato adottato il DL 19/2024, che ha aggiornato il quadro di finanza pubblica e ha previsto misure per l'attuazione del Piano stesso (cfr. il capitolo 10). Il decreto ha introdotto incentivi per gli uffici giudiziari che raggiungono gli obiettivi fissati e penalizzazioni per le amministrazioni responsabili dei progetti che dovessero rivelarsi inadempienti. È intervenuto inoltre su alcune politiche settoriali interessate dal PNRR; ha in particolare disciplinato il programma Transizione 5.0, contenente incentivi fiscali alle imprese per investimenti tecnologici che consentano un risparmio energetico nell'ambito dei

¹ È possibile monitorare la fase esecutiva solo per i lavori pubblici banditi da novembre del 2021 in poi, che rappresentano i due terzi del totale delle opere finanziate o cofinanziate e l'85 per cento in termini di importi.

Il Piano nazionale di ripresa e resilienza dopo la revisione di dicembre 2023



Fonte: portale Italia Domani.

(1) I traguardi (o *milestones*) sono risultati di natura qualitativa, gli obiettivi (o target) hanno natura quantitativa. Dal loro raggiungimento dipende l'erogazione delle rate semestrali.

processi produttivi. Il suo inserimento all'interno del PNRR – contestualmente al ridimensionamento di programmi di investimento delle Amministrazioni pubbliche – ha determinato una parziale ricomposizione delle risorse a favore degli incentivi alle imprese.

I risultati raggiunti finora hanno riguardato prevalentemente l'adozione di interventi di riforma e di atti propedeutici all'avvio degli investimenti, ma anche il conseguimento di alcuni obiettivi quantitativi intermedi (ad es. per quanto attiene al rafforzamento del personale degli uffici giudiziari). Nei restanti due anni fino alla conclusione del Piano dovranno essere completate le opere previste e attuati tutti i programmi di spesa. Dovrà inoltre proseguire l'impegno per il miglioramento del quadro normativo in alcuni ambiti particolarmente rilevanti per la competitività del Paese, come la disciplina della concorrenza dei mercati e la semplificazione delle procedure amministrative (con particolare riferimento a quelle relative all'avvio dell'attività di impresa). Allo stesso tempo, dovranno essere raggiunti gli obiettivi quantitativi collegati ai provvedimenti già adottati (ad es. in materia di giustizia, contrasto all'evasione fiscale e riduzione dei tempi di esecuzione delle opere pubbliche).

Il risparmio e gli investimenti lordi. – In rapporto al reddito lordo disponibile, il risparmio nazionale è rimasto stabile al 21,5 per cento (tav. 4.2): l'aumento relativo alle Amministrazioni pubbliche, favorito dal ridimensionamento delle misure di sostegno alle famiglie e alle imprese, ha compensato il calo osservato per il settore privato. Gli investimenti lordi in rapporto al reddito nazionale sono diminuiti, mantenendosi comunque su valori superiori a quelli medi del decennio precedente la crisi pandemica.

Tavola 4.2

Risparmio e investimenti lordi in Italia (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)								
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	Media 2011-2020	2020	2021	2022	2023
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche (A) (1)	-6,6	-3,3	0,7	0,1	-4,4	-1,4	-1,2	0,6
Risparmio del settore privato (B)	28,8	24,6	19,5	19,4	25,9	25,4	22,6	20,9
di cui: famiglie consumatrici (2)	20,0	14,0	7,8	5,9	10,6	8,8	5,0	4,0
Risparmio nazionale lordo (C=A+B)	22,3	21,3	20,2	19,5	21,5	24,1	21,5	21,5
Investimenti lordi (D)	23,2	20,5	21,4	18,3	17,7	21,7	23,1	21,1
<i>per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo (E=C-D) (3)	-0,9	0,9	-1,3	1,2	3,9	2,4	-1,6	0,3

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. – (3) Calcolato sulla base dei dati di bilancia dei pagamenti aggiornati a marzo del 2024, che non incorporano le successive revisioni.

Il mercato del lavoro e la produttività. – L'occupazione e le ore lavorate per addetto hanno continuato a crescere (1,8 e 0,5 per cento, rispettivamente). L'incremento del numero di occupati ha interessato maggiormente i lavoratori dipendenti, in particolare quelli a tempo indeterminato; l'aumento è stato diffuso a tutte le aree geografiche e ai principali comparti, ad eccezione dell'agricoltura e di alcune attività dei servizi.

Alla fine del 2023 le forze di lavoro sono ritornate sui livelli precedenti la pandemia, nonostante la popolazione tra 15 e 64 anni si sia ridotta di circa 600.000 unità nello stesso periodo. In media d'anno il tasso di partecipazione è salito in tutte le classi di età; quello di disoccupazione è ulteriormente diminuito, al 7,7 per cento, per effetto della positiva dinamica occupazionale, scendendo in misura particolarmente marcata nella fascia tra i 15 e i 34 anni (al 13,4 per cento, dal 14,4 nel 2022).

La più rapida crescita dell'occupazione rispetto al valore aggiunto ha comportato una forte diminuzione della produttività oraria del lavoro sia nel complesso dell'economia (-1,2 per cento), sia nel settore privato non agricolo, non finanziario e non immobiliare (-2,0; cfr. il riquadro: *Gli andamenti settoriali della produttività del lavoro* del capitolo 6).

La dinamica del costo orario del lavoro si è rafforzata nel settore privato non agricolo (2,4 per cento nella media dell'anno), riflettendo l'accelerazione dei minimi tabellari stabiliti dalla contrattazione collettiva.

Prezzi e margini di profitto. – L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è diminuita in media d'anno al 5,9 per cento, dall'8,7 nel 2022. Il deciso rallentamento dei prezzi energetici

ha guidato il processo di disinflazione (cfr. il riquadro: *PIL e inflazione nel 2023: le determinanti dello scostamento tra valori realizzati e valori previsti*), in corso sin dall'inizio dell'anno e intensificatosi in autunno, quando l'inflazione è tornata al di sotto del 2,0 per cento. Un contributo particolarmente significativo è stato fornito dai prezzi della componente amministrata², in crescita del 18,0 per cento all'inizio dell'anno, ma in diminuzione del 12,0 in dicembre. I prezzi dei beni alimentari sono aumentati del 9,2 per cento nel complesso del 2023, decelerando gradualmente già dal secondo trimestre. L'inflazione al netto delle componenti più volatili (energia e alimentari) è cresciuta al 4,5 per cento (dal 3,3); l'incremento dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi ha raggiunto il picco nei primi mesi del 2023, per poi attenuarsi nel resto dell'anno.

Il calo dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni intermedi ha favorito un aumento dei margini di profitto delle imprese (mark up), misurati come ricarico dei prezzi di vendita sui costi medi totali. Tuttavia l'aumento dei redditi da lavoro dipendente, la riduzione delle misure di sostegno all'attività produttiva e il rallentamento della domanda hanno determinato una flessione della quota dei profitti sul valore aggiunto.

L'attività bancaria. – I prestiti delle banche alla clientela residente sono diminuiti del 3,3 per cento, in controtendenza rispetto al 2022 (anno nel quale erano cresciuti dell'1,9). Il calo, iniziato nella prima parte dell'anno, si è accentuato nel secondo semestre, quando gli ulteriori rialzi dei tassi di interesse si sono riflessi in una riduzione della domanda e in criteri di offerta più restrittivi da parte degli intermediari creditizi. Il credito si è contratto nei confronti sia delle imprese sia delle famiglie; per queste ultime ha tuttavia continuato a crescere quello al consumo, seppure a ritmi più moderati rispetto al 2022.

Le condizioni del sistema bancario si mantengono buone. La qualità degli attivi è rimasta pressoché invariata ed è proseguita la riduzione dei crediti deteriorati, realizzata soprattutto attraverso operazioni di cessione. La redditività delle banche è ulteriormente migliorata, sostenuta sia dalla forte crescita del margine di interesse (a sua volta dovuta al rialzo dei tassi), sia, in misura minore, dal calo delle rettifiche di valore sui prestiti. La patrimonializzazione ha continuato ad aumentare, grazie soprattutto all'autofinanziamento. La Banca d'Italia ha adottato misure macroprudenziali per rafforzare la resilienza del sistema.

La transizione digitale e quella ecologica. – Secondo l'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI)³, il nostro paese si colloca al di sopra della media europea per l'impiego della fatturazione elettronica e per le tecnologie cloud, ma è in ritardo nell'utilizzo dei big data e dell'intelligenza artificiale.

² La componente amministrata comprende le voci di spesa per l'energia sul mercato tutelato, la fornitura di acqua e i medicinali.

³ L'indice è utilizzato dalla Commissione europea per monitorare il progresso degli Stati membri nel raggiungimento, entro il 2030, degli obiettivi del programma strategico per il decennio digitale (cfr. Commissione europea, *2030 Digital decade. Report on the state of the digital decade 2023*, 2023). L'indice DESI non copre le imprese fino a nove addetti, che in Italia sono molto più diffuse rispetto alla media europea.

Nel 2021 l'impiego di robot industriali in Italia era superiore a quello in Francia ma inferiore a quello in Germania e in Spagna, a causa della diversa specializzazione nel comparto automobilistico, più orientata verso segmenti meno adatti all'automazione. Se si esclude questo settore, l'industria manifatturiera italiana è la più automatizzata tra le maggiori economie dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *L'utilizzo di robot industriali in Italia nel confronto internazionale* del capitolo 6).

Nel settore finanziario la spesa programmata per gli investimenti in tecnologie innovative, seppure limitata e concentrata presso un numero contenuto di banche, si è progressivamente ampliata. Nel 2023 la quota di clienti che ha usufruito almeno una volta nell'anno dei servizi bancari attraverso canali digitali è aumentata a circa il 90 per cento.

Dal 2022 la capacità installata di energia da fonti rinnovabili è cresciuta a tassi sostenuti, ma non ancora sufficienti a raggiungere gli obiettivi del Piano nazionale integrato per l'energia e il clima entro il 2030. In prospettiva potrebbe pesare la fine di alcune misure di sostegno pubblico e il venire meno della spinta esercitata dalla crescita dei prezzi dei combustibili fossili. L'avvio di *REPowerEU* potrebbe invece contribuire alla rimozione di ostacoli allo sviluppo delle rinnovabili (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*).

I finanziamenti privati svolgono un ruolo essenziale per la transizione verso un'economia più sostenibile. Nel periodo 2020-22 il mercato dei mutui verdi, che rappresentano uno degli strumenti a disposizione delle banche, è cresciuto in misura significativa, riflettendo anche una forte spinta dal lato dell'offerta (cfr. il riquadro: *I mutui verdi in Italia* del capitolo 12).

I primi mesi del 2024

Nel primo trimestre di quest'anno il PIL ha continuato a crescere su base congiunturale (0,3 per cento, secondo la stima preliminare), sospinto dalla domanda estera netta e dall'espansione dell'attività in tutti i principali settori. L'inflazione si è mantenuta su valori bassi, scendendo allo 0,9 per cento in aprile; la componente di fondo si è stabilizzata al 2,2. Secondo nostre valutazioni, nel complesso dell'anno l'inflazione risulterebbe poco superiore all'1,0 per cento.

5. LE FAMIGLIE

Nel 2023 il reddito disponibile delle famiglie ha continuato a espandersi, sostenuto dall'aumento dell'occupazione; il suo potere d'acquisto è tuttavia lievemente sceso a causa dell'inflazione ancora elevata. La crescita dei consumi è proseguita, in misura inferiore rispetto al 2022. L'incremento della spesa è stato marcato per i servizi, che beneficiano ancora del recupero delle attività a maggiore contatto sociale più colpite durante la pandemia, quali l'alloggio e la ristorazione, e per i beni durevoli. Il tasso di risparmio è diminuito nuovamente, toccando i valori più bassi almeno dagli anni sessanta del secolo scorso. Vi hanno influito una minore propensione al risparmio delle famiglie più benestanti, plausibilmente temporanea, le difficoltà di risparmio delle famiglie con redditi più bassi e un allentamento del motivo precauzionale.

L'anno scorso la ricchezza netta delle famiglie, pari al valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività, è cresciuta in linea con il reddito disponibile. La ricchezza finanziaria lorda è aumentata, grazie al rialzo dei prezzi delle attività. Le famiglie hanno modificato la composizione del portafoglio finanziario, incrementando gli investimenti in titoli obbligazionari e riducendo i depositi a vista. Anche la ricchezza detenuta in attività reali è aumentata, nonostante il mercato immobiliare abbia continuato a indebolirsi, risentendo del progressivo aumento del costo dei finanziamenti.

Il rapporto fra debiti e reddito disponibile delle famiglie è diminuito e permane molto più basso rispetto ai maggiori paesi dell'area dell'euro. A fronte dell'espansione dei debiti per finalità di consumo, soprattutto quelli destinati all'acquisto di mezzi di trasporto, la crescita dei mutui si è fermata. Nonostante i più elevati tassi di interesse, i ritardi nel pagamento dei mutui a tasso variabile sono aumentati in misura limitata.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2023 il reddito disponibile a prezzi correnti delle famiglie consumatrici ha continuato a crescere (4,7 per cento; tav. 5.1), anche se meno che nell'anno precedente. Sono aumentati in particolare i redditi netti da proprietà, sospinti soprattutto da quelli derivanti dai beni immobiliari e dagli interessi netti, e quelli da lavoro dipendente, trainati dalla robusta dinamica dell'occupazione (cfr. il capitolo 7); pure i redditi da lavoro autonomo sono cresciuti in misura sostenuta, riflettendo plausibilmente anche la maggiore capacità di molti lavoratori indipendenti di adeguare i propri compensi all'inflazione. Le prestazioni sociali hanno continuato a salire, per via della componente pensionistica; sono invece venute meno le indennità una tantum erogate nel 2022 per contrastare i rincari energetici (cfr. il capitolo 10). Le imposte a carico delle famiglie sono aumentate di quasi l'11 per cento. L'inflazione ancora elevata, sebbene in forte riduzione (cfr. il capitolo 8), ha determinato una nuova diminuzione del potere d'acquisto delle famiglie (-0,5 per cento), che si colloca dell'1,5 per cento

Tavola 5.1

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1) (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2023	2021	2022	2023
Variazioni percentuali				
Redditi da lavoro dipendente	63,5	8,2	7,1	4,5
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	-0,9	3,2	1,9
Redditi da lavoro autonomo (2)	23,4	8,4	6,0	5,5
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	-2,1	2,5	4,3
Redditi netti da proprietà (3)	22,2	4,3	5,0	8,9
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	34,3	0,3	1,7	4,2
<i>di cui</i> : prestazioni sociali nette	–	0,7	2,4	4,3
Contributi sociali netti (-)	23,9	7,4	6,3	3,3
<i>di cui</i> : a carico del datore di lavoro	–	7,5	6,6	4,2
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	19,5	7,5	1,7	10,7
Reddito lordo disponibile	100,0	4,8	5,7	4,7
in termini reali (4)	–	3,1	-1,8	-0,5
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	0,4	-8,0	7,1
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	0,6	-7,8	8,0
Rapporti percentuali				
Propensione media al risparmio (7)	–	13,6	7,8	6,3

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.

al di sotto di quello del 2019. Il reddito reale corretto per le perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette è invece cresciuto, risentendo del fatto che quelle perdite sono diminuite rispetto al 2022, a causa del calo dell'inflazione.

Come nel 2022, la marcata crescita dell'occupazione, concentrata tra i lavoratori a tempo indeterminato e a tempo pieno (cfr. il capitolo 7), ha continuato a sostenere i redditi delle famiglie (cfr. il riquadro: *L'andamento della distribuzione dei redditi da lavoro dipendente delle famiglie in Italia* del capitolo 14). Secondo nostre elaborazioni su dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, relative ai nuclei la cui persona di riferimento ha meno di 65 anni e nei quali non sono presenti pensionati, è diminuita di nuovo la quota di individui appartenenti a famiglie senza occupati ed è ulteriormente cresciuta quella delle persone che vivono in nuclei con due o più adulti che lavorano. Tuttavia, secondo i dati dell'Eurostat, il numero di adulti impiegati per nucleo familiare rimane ancora più basso della media dell'Unione europea; ciò contribuisce in modo rilevante a spiegare l'elevata disegualianza nel nostro paese¹.

¹ Per ulteriori informazioni, cfr. G. Bovini, E. Ciani, M. De Philippis e S. Romano, *Labour income inequality and in-work poverty: a comparison between euro areas countries*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 806, 2023; F. Carta, *Timely indicators for inequality and poverty using the Italian Labour Force Survey*, "Social Indicators Research", 149, 1, 2020, pp. 41-65, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 503, 2019; E. Ciani e R. Torrini, *The geography of Italian income inequality: recent trends and the role of employment*, "Politica economica", 2, 2019, pp. 173-208, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 492, 2019.

Secondo le stime preliminari dell'Istat sui dati dell'*Indagine sulle spese delle famiglie*, nel 2023 la quota di individui in condizioni di povertà assoluta ha raggiunto il 9,8 per cento (8,5 per cento delle famiglie), pressoché come nell'anno precedente; l'incidenza si è confermata decisamente più elevata tra le famiglie con stranieri (oltre il 30 per cento) e in quelle la cui persona di riferimento è più giovane di 45 anni (quasi il 12). L'incidenza della povertà individuale era di 2,2 punti percentuali superiore a quella del 2019². Vi ha inciso il marcato aumento dei prezzi nel biennio 2022-23, che ha eroso il potere d'acquisto dei redditi soprattutto tra le famiglie meno abbienti per via della composizione del loro paniere di consumo (cfr. il capitolo 14).

Per il 2023 il Governo ha modificato la disciplina del reddito di cittadinanza (RdC), limitandone la durata a sette mesi per le famiglie in cui non erano presenti componenti minorenni, con più di 59 anni o disabili, o che non erano state prese in carico dai servizi sociali. Il numero di nuclei che hanno percepito almeno una mensilità dell'RdC (o della pensione di cittadinanza, PdC) si è ridotto per il secondo anno consecutivo, da 1,7 a 1,4 milioni. Nel 2024 l'RdC è stato sostituito dall'assegno di inclusione (AdI; DL 48/2023, convertito con modificazioni dalla L 85/2023), caratterizzato da requisiti di accesso economici e demografici più restrittivi rispetto all'RdC, tranne che per quelli di residenza per le famiglie straniere³. Secondo i dati dell'INPS, a fine marzo beneficiavano del sostegno 590.000 nuclei familiari. Per le persone in condizione di disagio economico tra i 18 e i 59 anni, il Governo ha inoltre introdotto, da settembre 2023, il supporto per la formazione e il lavoro (SFL), un'indennità non rinnovabile di durata limitata a dodici mesi, condizionata all'adesione a programmi formativi o a progetti utili per la collettività. Secondo i dati dell'INPS, a marzo erano state accolte poco più di 60.000 domande.

Nel 2023 l'assegno unico e universale (AUU) è stato erogato alle famiglie di 10 milioni di figli a carico con meno di 21 anni o disabili, oltre il 90 per cento della platea di riferimento; l'importo medio mensile è stato di circa 160 euro, 15 in più del 2022 per l'adeguamento all'inflazione e l'aumento del trasferimento disposto dalla legge di bilancio per il 2023⁴. Con l'obiettivo di facilitare la conciliazione tra la vita personale e quella professionale, la legge di bilancio ha esteso, per l'anno in corso, da uno a due mesi il congedo parentale retribuito all'80 per cento; anche con l'intento di favorire la natalità, ha introdotto per il triennio 2024-26 sgravi contributivi fino a 3.000 euro all'anno a favore delle lavoratrici con contratto di lavoro dipendente a tempo indeterminato e almeno due figli, di cui il più piccolo di età inferiore a dieci anni (per i successivi due anni, la norma riguarderà solo le donne con tre o più figli, fino alla maggiore età del più piccolo; cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi e sugli incentivi al lavoro della riduzione*

² Una famiglia è considerata in povertà assoluta se la propria spesa mensile per consumi non è sufficiente per acquistare un paniere di beni e servizi ritenuti essenziali; tale valore è definito in base all'età dei componenti, alla composizione della famiglia, alla regione e alla tipologia del comune di residenza. La recente revisione della metodologia di stima (cfr. Istat, *Le statistiche dell'Istat sulla povertà. Anno 2022*, Statistiche report, 25 ottobre 2023) ha comportato, rispetto alla vecchia serie, un leggero incremento dell'incidenza della povertà assoluta per le famiglie e una leggera diminuzione per gli individui.

³ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La revisione delle misure di contrasto alla povertà* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2022 e G. Bovini, E. Dicarlo e A. Tomasi, *La revisione delle misure di contrasto alla povertà in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 820, 2023.

⁴ La legge di bilancio per il 2023 ha introdotto un incremento dell'AUU del 50 per cento per le famiglie con figli di età inferiore a un anno, per le famiglie con tre o più figli e con ISEE fino a 40.000 euro (soglia rivalutata in 43.240 euro per il 2023) relativamente ai figli con età compresa tra uno e tre anni, e per le famiglie con quattro o più figli. Inoltre, ha reso strutturali le maggiorazioni per i figli a carico con disabilità senza limiti di età.

del cuneo fiscale e della riforma dell'Irpef del capitolo 10). Nelle stime ufficiali, la misura dovrebbe interessare una platea di circa 570.000 lavoratrici nel solo settore privato.

I consumi

Nel 2023 i consumi delle famiglie residenti hanno decelerato (all'1,2 per cento a valori concatenati, dal 4,9 nel 2022; tav. 5.2 e fig. 5.1), risentendo della diminuzione dei redditi reali. Secondo nostre elaborazioni sui dati della *Consumer Expectations Survey* della BCE, il sostegno ai consumi derivante dalle risorse finanziarie accumulate nel periodo della pandemia di Covid-19 è stato limitato: da un lato le famiglie abbienti, presso le quali si concentra la maggior parte di quelle risorse, non hanno avuto necessità di attingere a quanto accantonato per sostenere la spesa, dall'altro le risorse accumulate dai nuclei più svantaggiati si sono ormai esaurite⁵. La spesa per consumi ha superato di poco i livelli precedenti la crisi pandemica (dello 0,3 per cento).

Tavola 5.2

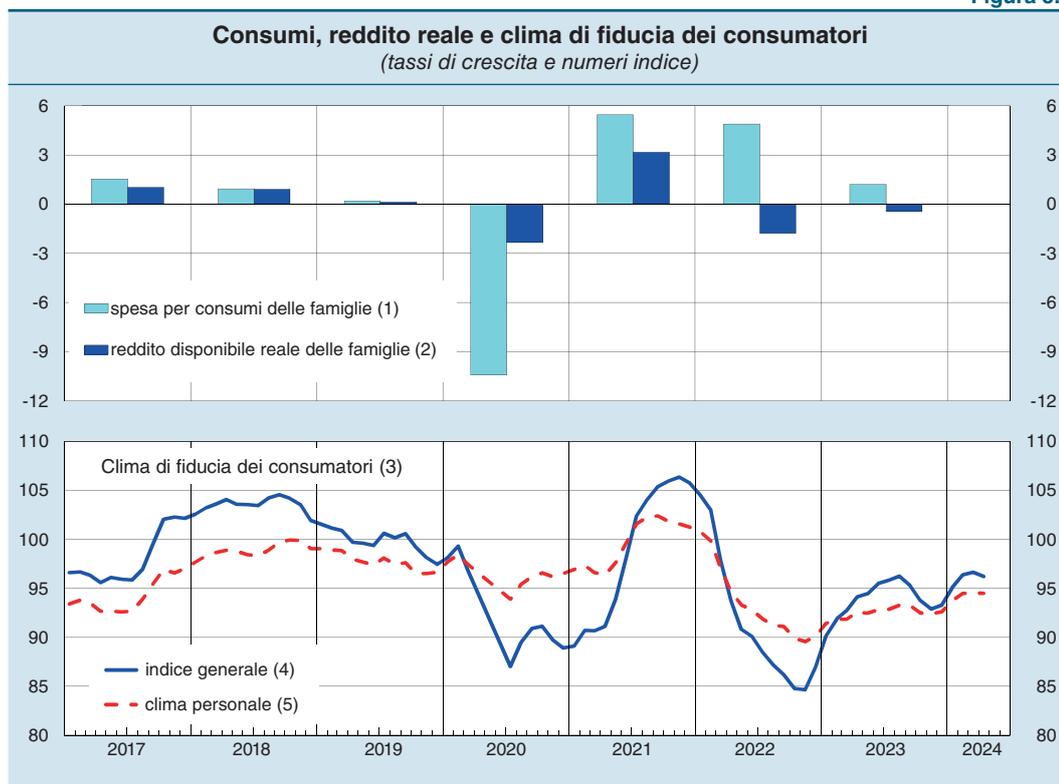
Spesa delle famiglie italiane (variazioni percentuali di valori concatenati)					
VOCI	Peso percentuale nel 2023 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2020	2021	2022	2023
Beni	49,7	-6,2	5,6	4,4	-1,2
Beni non durevoli	32,7	-2,8	3,0	0,9	-1,7
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	14,1	1,0	..	-3,1	-0,8
Beni semidurevoli	8,5	-15,3	8,5	18,9	-5,4
di cui: vestiario e calzature	5,3	-21,5	6,2	20,0	-6,0
Beni durevoli	8,5	-9,1	13,1	3,3	5,7
Servizi	50,3	-15,9	5,6	7,2	3,8
di cui: alberghi e ristoranti	9,6	-41,4	20,8	24,5	5,4
istruzione	0,8	-8,5	7,9	0,8	1,2
Totale spesa interna	100,0	-11,3	5,6	5,8	1,2
Spesa all'estero dei residenti in Italia (1)		-65,3	20,3	104,5	16,9
Spesa in Italia dei non residenti (1)		-60,8	20,3	92,5	10,8
Totale spesa nazionale (2)		-10,3	5,4	4,9	1,2
per memoria:					
deflatore della spesa nazionale		0,1	1,6	7,7	5,2

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 2023, rispettivamente, al 2,0 e al 4,1 per cento della spesa interna complessiva. – (2) La spesa nazionale è quella effettuata dai residenti in Italia, sia all'interno del territorio italiano sia all'estero; è definita come la spesa interna cui viene sommata quella all'estero dei residenti in Italia e sottratta quella in Italia dei non residenti.

In termini reali, l'aumento della spesa è stato marcato per quella in servizi, soprattutto alberghieri e di ristorazione; vi hanno inciso anche gli acquisti delle famiglie non residenti, connessi con l'attività turistica, che sono tornati sui livelli del 2019 (cfr. il capitolo 9). Anche la spesa per beni durevoli è cresciuta, in parte a seguito dell'aumento significativo degli acquisti di autoveicoli, in recupero dalla primavera del 2022 ma ancora nettamente inferiori ai valori precedenti la pandemia. I consumi di beni alimentari sono invece ulteriormente diminuiti, a causa dei significativi rialzi dei loro prezzi (cfr. il capitolo 8).

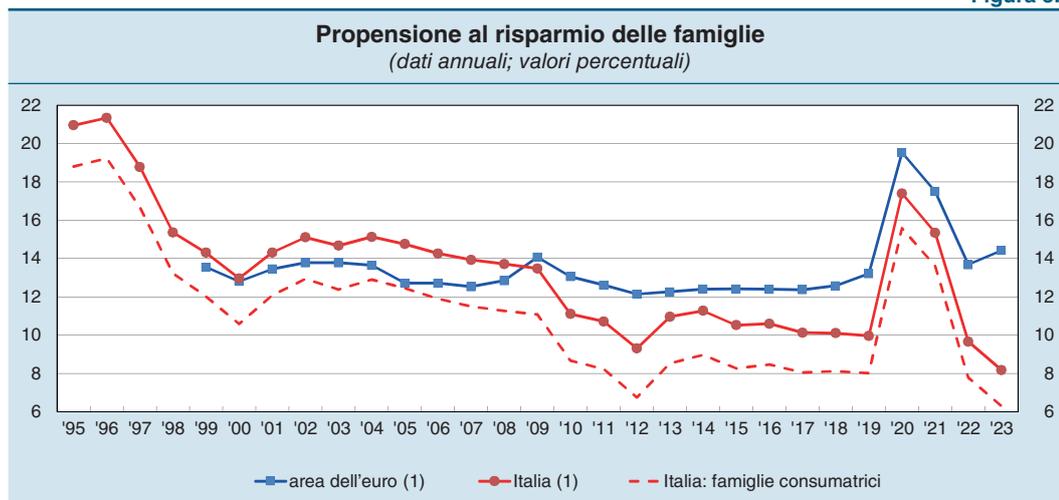
⁵ A. Colabella, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 797, 2023.

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.

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 nonché unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice le voci *Famiglie e Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie*).

La propensione al risparmio ha continuato a ridursi (al 6,3 per cento per il complesso delle famiglie consumatrici; tav. 5.1 e fig. 5.2), toccando il valore minimo almeno dagli anni sessanta del secolo scorso e dopo essersi portata su valori particolarmente elevati nel corso della pandemia. Secondo nostre elaborazioni, le maggiori risorse accumulate durante quel periodo, di valore ancora rilevante a metà del 2023 e concentrate nelle famiglie più abbienti, hanno ridotto la necessità di un ulteriore accumulo da parte di quei nuclei. Sulla base di stime sui dati preliminari dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), la quota di famiglie in grado di risparmiare si sarebbe collocata su valori contenuti fra quelle il cui principale percettore è un lavoratore dipendente con reddito inferiore alla mediana. Inoltre il miglioramento nel corso del 2023 delle attese sulla disoccupazione rilevate dall'Istat avrebbe indotto le famiglie a ritenere progressivamente meno necessario risparmiare per motivi precauzionali; esse hanno anche segnalato maggiori capacità di risparmio per il futuro.

Nei primi mesi del 2024 i consumi privati avrebbero, secondo nostre valutazioni, solo parzialmente recuperato la riduzione osservata nel quarto trimestre dell'anno scorso. Il clima di fiducia dei consumatori è tuttavia migliorato, dopo il calo degli scorsi mesi autunnali connesso con l'acuirsi delle tensioni in Medio Oriente.

La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

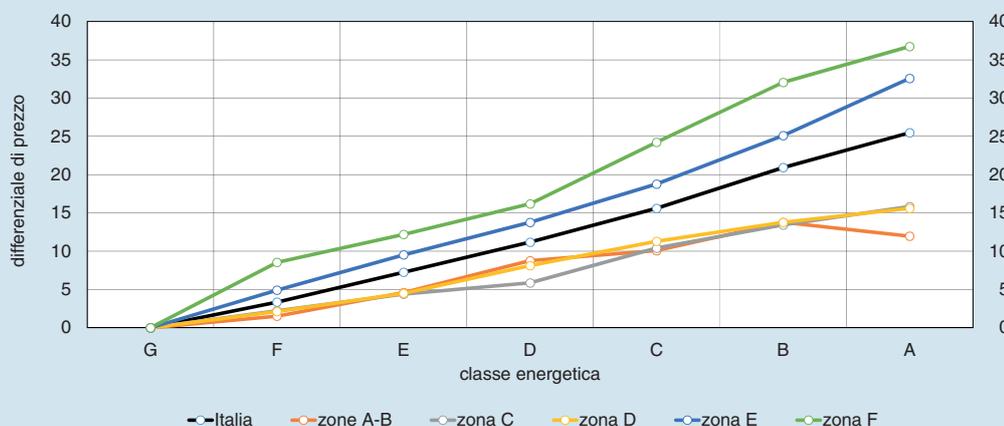
Secondo nostre stime, nel 2023 la crescita della ricchezza delle famiglie detenuta sotto forma di attività reali (prevalentemente abitazioni) è stata pari all'1,1 per cento in termini nominali (2,1 nel 2022). Il mercato immobiliare ha continuato a indebolirsi, come nella seconda metà dell'anno precedente, a causa in particolare del progressivo aumento del costo dei finanziamenti, che ha frenato la domanda di prestiti per l'acquisto di un immobile (cfr. il paragrafo: *L'indebitamento*). Le compravendite di abitazioni sono diminuite di poco meno del 10 per cento (fig. 5.3.a; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024). I prezzi delle case hanno rallentato in media d'anno (1,3 per cento, da 3,8 nel 2022), salendo molto meno dell'inflazione al consumo. La dinamica delle quotazioni è guidata soprattutto dalla componente delle abitazioni di nuova costruzione (per un'analisi di alcuni fattori che incidono sul prezzo delle abitazioni, cfr. il riquadro: *L'impatto della classe energetica sui prezzi delle case*).

L'IMPATTO DELLA CLASSE ENERGETICA SUI PREZZI DELLE CASE

Secondo l'Istituto superiore per la protezione e la ricerca ambientale (ISPRA), nel 2021 il riscaldamento e il raffreddamento degli edifici residenziali sono stati responsabili del 12,5 per cento delle emissioni complessive di gas serra del Paese. Il recente aggiornamento della direttiva UE/2024/1275 sulla prestazione energetica nell'edilizia (Energy Performance of Buildings Directive, EPBD) prevede un obiettivo di riduzione delle emissioni delle abitazioni di circa un quinto rispetto ai valori del 2020, da raggiungere entro il 2035 principalmente attraverso la ristrutturazione degli immobili a bassa efficienza energetica.

L'efficienza energetica è misurata dall'indice di prestazione energetica, che è tanto maggiore quanto minore è il consumo annuo di energia teoricamente

Contributo della classe energetica al valore delle abitazioni in vendita per zona climatica (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Immobiliare.it.

(1) Differenziale di prezzo rispetto a un'abitazione in classe energetica G (le classi da A1 a A4 sono raggruppate nella classe A), tenendo conto delle altre caratteristiche fisiche (tra cui, ad es., la superficie, lo stato di manutenzione e il livello del piano) e della localizzazione degli immobili in base alla microzona territoriale omogenea come definita dall'Osservatorio del mercato immobiliare (zona OMI) e alla zona climatica. Le zone climatiche sono definite a livello comunale sulla base di un indicatore delle temperature medie (gradi giorno; DPR 412/1993) dalla più calda (zona A) alla più fredda (zona F).

necessario per assicurare un livello standardizzato per alcuni servizi essenziali (riscaldamento e raffreddamento dell'immobile, produzione di acqua calda, illuminazione). Questo consumo è stimato sulla base di complessi modelli ingegneristici che tengono conto, in particolare, delle caratteristiche fisiche e delle dotazioni dell'immobile e delle condizioni climatiche della località in cui è sito. In Italia ogni edificio viene associato a una delle dieci classi energetiche previste dalla normativa nazionale, dalla A4, la più efficiente, alla G, la meno efficiente. La classe energetica è – anche grazie alla sua facilità comunicativa – il parametro di riferimento utilizzato dagli operatori per confrontare la qualità energetica degli immobili all'interno di un mercato locale.

Secondo le stime dell'Agenzia nazionale per le nuove tecnologie, l'energia e lo sviluppo economico sostenibile (ENEA), nel 2022 in Italia il 53 per cento delle abitazioni si collocava nelle classi più basse (G e F), mentre solo il 12 per cento era ad alta efficienza (classi da A1 a A4)¹.

Utilizzando le informazioni relative a un campione di abitazioni messe in vendita in Italia tra il 2018 e il 2022 sulla piattaforma digitale Immobiliare.it (la cui composizione in termini di classe energetica è sostanzialmente in linea con le statistiche dell'ENEA), si stima che il prezzo di vendita richiesto per una casa nelle classi da A1 a A4 sia, a parità di altre caratteristiche, superiore del 25 per cento

¹ La stima è riferita ai circa 4 milioni di abitazioni per cui è stata certificata la classe energetica, su un totale di circa 36 milioni; in base alla normativa vigente, la certificazione della classe energetica è obbligatoria solo in caso di vendita o locazione dell'unità immobiliare, oppure di rilevanti interventi di ristrutturazione.

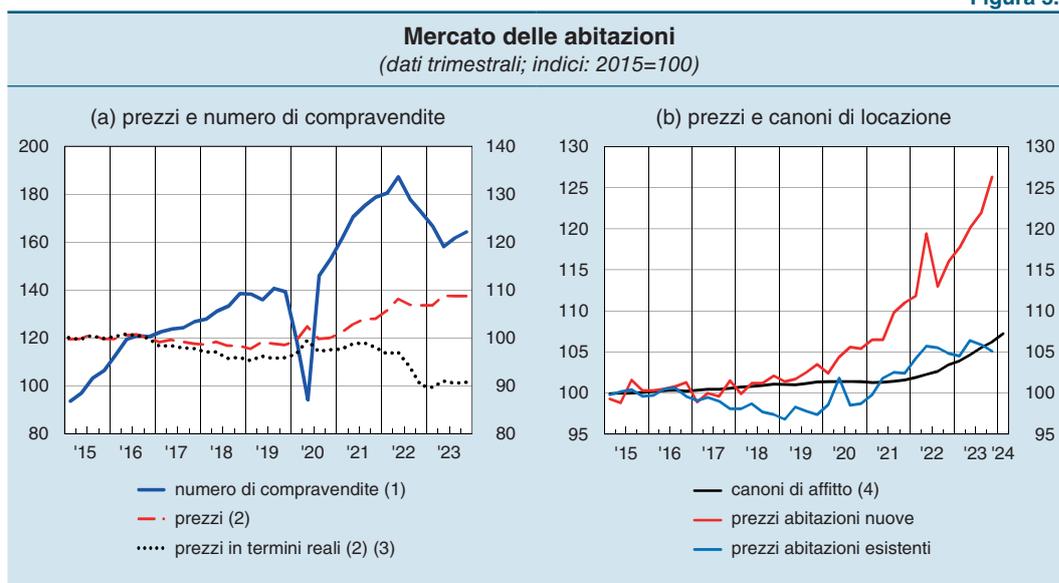
in media rispetto al prezzo di un'abitazione in classe G (figura)². Il premio legato all'efficienza energetica è assai variabile sul territorio, anche all'interno di una stessa regione; è maggiore nelle zone climatiche più fredde, dove gli interventi necessari ad aumentare la classe energetica sono più complessi e verosimilmente più costosi e i risparmi energetici sono più elevati, rispetto alle zone con clima più temperato.

Questi risultati suggeriscono che le misure di sostegno pubblico dovrebbero coprire solo una parte dei costi sostenuti per gli interventi di miglioramento dell'efficienza energetica, sia per fornire un incentivo a non spendere più del necessario sia perché i benefici sono in parte capitalizzati nel valore di mercato dell'immobile. Tenuto conto dell'eterogeneità dei costi e dei benefici, nel disegno di queste misure andrebbero considerati fattori quali l'entità del miglioramento atteso delle prestazioni energetiche e la condizione economica dei beneficiari.

² M. Loberto, A. Mistretta e M. Spuri, *The capitalization of energy labels into house prices. Evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 818, 2023.

Sulla base dei sondaggi condotti dalla Banca d'Italia, nei primi mesi del 2024 le prospettive degli agenti immobiliari sull'andamento del mercato sono rimaste modeste; vi ha contribuito la difficoltà nel reperimento del mutuo, fattore che nelle valutazioni degli operatori è tra le cause prevalenti della debolezza nella domanda. Secondo gli agenti poco meno dei due terzi degli acquisti è stato finanziato con mutuo, una quota che rimane contenuta rispetto a quelle degli ultimi dieci anni. È proseguita inoltre la tendenza al rialzo dei canoni di locazione, già osservata nel complesso del 2023 (fig. 5.3.b). Nostre elaborazioni sui dati relativi agli annunci sulla piattaforma digitale Immobiliare.it indicano che la domanda di abitazioni è rimasta debole nei primi mesi del 2024.

Figura 5.3



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia e Istat.

(1) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (2) Scala di destra. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (4) Componente affitti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo.

La ricchezza e gli investimenti finanziari

Alla fine del 2023 la ricchezza netta delle famiglie (il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività) è cresciuta in termini nominali a 11.000 miliardi di euro, da 10.600 a dicembre del 2022⁶; è tuttavia rimasta pressoché stabile rispetto al reddito disponibile, intorno a 8,2 volte. La disuguaglianza della ricchezza netta, misurata dall'indice di Gini, risulta in linea con quella complessiva dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *La distribuzione della ricchezza delle famiglie*).

LA DISTRIBUZIONE DELLA RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE

I Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie rappresentano uno sviluppo della contabilità nazionale che permette di documentare tempestivamente e in modo integrato con le statistiche aggregate l'andamento della distribuzione del patrimonio e delle sue componenti. Con riferimento ai paesi dell'area dell'euro queste statistiche (Distributional Wealth Accounts, DWA) sono state pubblicate per la prima volta all'inizio del 2024, ancorché come indicatori sperimentali¹. I dati riportati nei DWA, che hanno frequenza trimestrale e coprono il periodo 2009-23, sono basati sull'indagine *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), coordinata dalla BCE e svolta ogni tre anni a partire dal 2009².

Utilizzando i DWA e ripartendo le famiglie italiane in tre classi sulla base della distribuzione della ricchezza netta, nel 2023 il 10 per cento più facoltoso deteneva il 60 per cento della ricchezza netta complessiva, mentre la metà meno abbiente ne possedeva solo il 7 per cento. Rispetto al 2010, la quota detenuta dal decimo più ricco è cresciuta di circa 7 punti percentuali, principalmente a scapito di quella della classe intermedia (costituita dalle famiglie con ricchezza netta compresa tra la

¹ A. Neri, M. Spuri e F. Vercelli, *I conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie: metodi e prime evidenze*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 836, 2024. I dati per l'Italia sono pubblicati sul sito della Banca d'Italia: *Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie*. La metodologia dei DWA utilizza alcune tecniche di stima per allineare le grandezze rilevate attraverso le indagini presso le famiglie con le variabili macroeconomiche di contabilità nazionale, mitigando le principali distorsioni delle rilevazioni campionarie, ossia: (a) la difficoltà e la reticenza degli intervistati nel riportare correttamente il proprio patrimonio; (b) la minore propensione delle famiglie più abbienti, che in genere detengono quote rilevanti della ricchezza complessiva, a partecipare alle indagini campionarie. Ulteriori dettagli sulla metodologia utilizzata per l'Italia si trovano in A. Neri, M. Spuri e F. Vercelli, *Combining survey and administrative data to estimate the distribution of household deposits*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 802, 2023.

² L'indagine HFCS rileva informazioni dettagliate sulla detenzione di attività finanziarie e non finanziarie per circa 80.000 famiglie dei paesi dell'area dell'euro, della Repubblica Ceca e dell'Ungheria. Le singole banche centrali, in alcuni casi in collaborazione con gli istituti nazionali di statistica, effettuano l'indagine nel proprio paese, seguendo una metodologia armonizzata e un questionario comune. L'anno della prima edizione dell'HFCS varia tra paesi; ad esempio i primi dati per l'Italia, che derivano dall'IBF, si riferiscono al 2010. Per tale ragione le statistiche dei DWA per l'Italia iniziano nel quarto trimestre del 2010.

⁶ Per un'analisi degli effetti dell'inflazione sui redditi e sulla ricchezza delle famiglie nel 2022, cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'inflazione sulla distribuzione della ricchezza delle famiglie italiane* del capitolo 14.

mediana e il novantesimo percentile); la quota posseduta dalla metà meno abbiente è invece scesa solo lievemente³.

L'aumento della ricchezza netta complessiva, a prezzi correnti, di circa il 14 per cento tra il 2010 e il 2023⁴ è stato guidato dalla crescita assai sostenuta (29 per cento) osservata per il decimo di famiglie più abbienti, riconducibile soprattutto all'andamento favorevole degli strumenti finanziari più rischiosi (azioni, partecipazioni, quote di fondi comuni, assicurazioni ramo vita). Il calo della ricchezza per i nuclei della classe intermedia (-4,8 per cento) è invece dipeso dalla flessione del valore del patrimonio immobiliare, solo in piccola parte compensata dalla dinamica degli strumenti finanziari più rischiosi. La ricchezza netta della metà più povera delle famiglie è rimasta pressoché stabile, in seguito a un'espansione del valore del patrimonio immobiliare quasi interamente controbilanciata dal calo della ricchezza finanziaria e dal maggiore indebitamento.

Tavola

Composizione del patrimonio per classi di ricchezza netta nel 2023 (1)
(in percentuale delle attività totali)

STRUMENTI	Percentili di ricchezza netta			
	0-50	50-90	90-100	Totale
Attività non finanziarie	79,6	73,5	42,3	55,9
Abitazioni	75,1	66,3	32,8	47,6
Altre attività non finanziarie	4,5	7,2	9,5	8,3
Attività finanziarie	20,4	26,5	57,7	44,1
Depositi	16,7	14,4	10,5	12,3
Titoli di debito	0,6	2,8	4,9	3,8
Azioni quotate	0,3	0,6	2,0	1,4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	0,3	1,0	21,5	12,9
Quote di fondi comuni	0,7	3,0	9,4	6,5
Assicurazioni ramo vita	1,8	4,7	9,4	7,2
Attività totali	100,0	100,0	100,0	100,0
Passività finanziarie	25,0	6,4	4,8	7,2
Ricchezza netta	75,0	93,6	95,2	92,8

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie.

(1) Le famiglie sono ripartite in 3 classi sulla base della distribuzione della ricchezza netta (differenza tra attività e passività): sotto il 50° percentile; tra il 50° e il 90° percentile; oltre il 90° percentile.

³ La ripartizione in classi della distribuzione totale è effettuata separatamente per ciascun trimestre: da un periodo all'altro una parte (minoritaria) delle famiglie si muove tra le tre classi di ricchezza netta; al contempo nuove famiglie vengono costituite e altre scompaiono. Di conseguenza le variazioni nel tempo della ricchezza posseduta da ciascuna classe vanno interpretate come mutamenti della distribuzione e non come variazioni medie dei singoli patrimoni familiari.

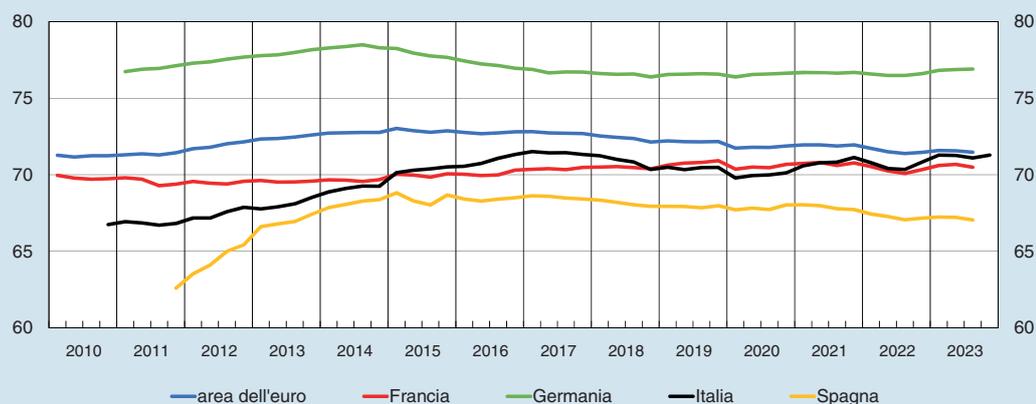
⁴ La ricchezza considerata nei DWA differisce da quella rappresentata negli aggregati di contabilità nazionale, in quanto esclude alcuni strumenti (biglietti e monete, diritti pensionistici, assicurazioni ramo danni, derivati, crediti e debiti commerciali e altri conti attivi e passivi) per i quali le informazioni non sono disponibili nell'HFCS o le definizioni non sono coerenti con quelle usate nei conti nazionali. Gli strumenti inclusi nei DWA rappresentano comunque oltre l'85 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie e oltre i tre quarti delle passività. I DWA riportano solo dati sulle consistenze di attività e passività e non permettono quindi di scomporre la variazione delle consistenze in transazioni ed effetti di prezzo.

Alla fine del 2023 il patrimonio abitativo rappresentava i tre quarti della ricchezza lorda delle famiglie meno abbienti (tavola), una quota relativamente elevata nel confronto europeo, mentre gli strumenti finanziari più liquidi (depositi e obbligazioni) ne costituivano il 17 per cento; il debito era pari a un quarto della ricchezza lorda. Per contro, il patrimonio del decimo più ricco era maggiormente diversificato: circa un terzo della ricchezza lorda era costituito da immobili residenziali e poco più del 40 per cento da strumenti finanziari rischiosi; il debito ammontava al 5 per cento della ricchezza lorda.

L'indice di Gini della ricchezza netta, che sintetizza il grado di disuguaglianza della sua distribuzione, ha mostrato un aumento della concentrazione tra il 2010 e il 2016 (crescendo dal 67 al 71 per cento; figura), per poi assestarsi. Il livello di disuguaglianza in Italia è attualmente in linea con quello dell'area dell'euro e della Francia, superiore a quello della Spagna e inferiore a quello della Germania. La minore disuguaglianza in Italia rispetto alla Germania riflette principalmente la quota di ricchezza netta detenuta dalle famiglie al di sotto della mediana, più elevata per quelle italiane anche per effetto del minore peso dei debiti sulla ricchezza lorda.

Figura

Disuguaglianza della ricchezza netta delle famiglie
(dati trimestrali; indice di Gini in valori percentuali)



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Banca d'Italia, Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie.

La ricchezza finanziaria lorda è cresciuta del 6,0 per cento in termini nominali, superando 5.600 miliardi di euro, soprattutto per la rivalutazione delle quote di fondi comuni italiani (apprezzatesi del 10,1 per cento) ed esteri (7,7) e delle azioni e partecipazioni (8,9; tav. 5.3). Il rapporto fra la ricchezza finanziaria lorda e il reddito disponibile, lievemente salito (a 4,2), è superiore a quello degli altri principali paesi dell'area dell'euro⁷.

⁷ Alla fine del 2023 il rapporto tra ricchezza lorda e reddito disponibile si collocava al 3,4 per la Francia e al 3,1 per la Germania e per la Spagna.

Tavola 5.3

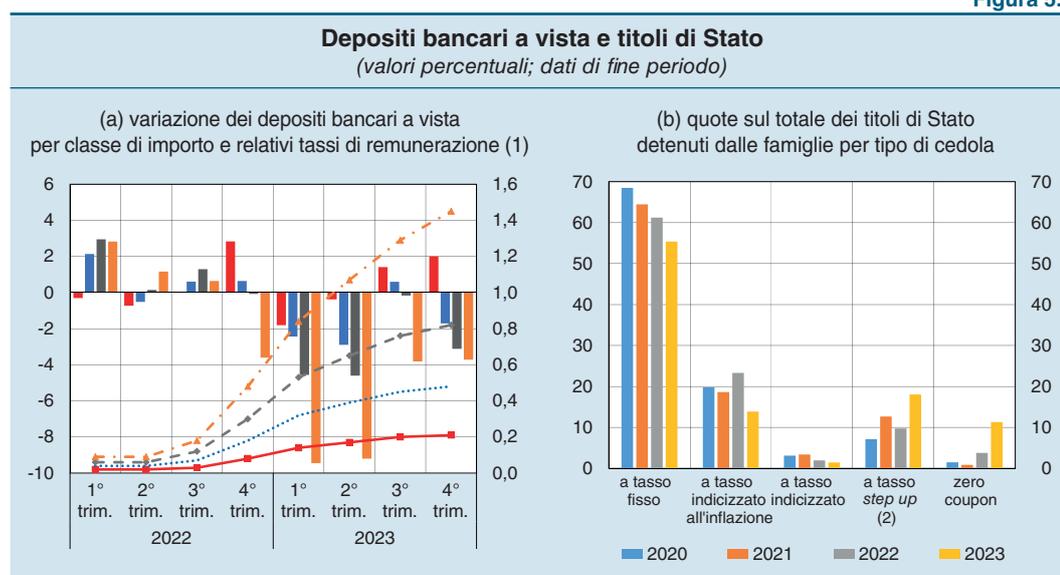
Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2023	Composizione percentuale		2022	2023
		2022	2023		
ATTIVITÀ (2)					
Biglietti e circolante	204.548	3,8	3,6	6.184	266
Depositi (3)	1.379.269	26,9	24,5	8.797	-49.897
in Italia	1.351.542	26,5	24,0	8.797	-54.311
depositi a vista	910.479	18,7	16,2	20.643	-84.301
altri depositi	441.063	7,7	7,8	-11.846	29.990
all'estero	27.727	0,4	0,5	0	4.414
Titoli obbligazionari	424.458	4,8	7,5	50.808	154.891
italiani	330.351	3,4	5,9	44.543	135.337
di cui: pubblici	269.519	2,8	4,8	48.259	113.745
bancari	45.439	0,5	0,8	-765	14.200
esteri	94.107	1,4	1,7	6.265	19.555
Quote di fondi comuni	717.938	12,8	12,8	-1.400	-21.134
italiani	233.771	4,0	4,2	-5.109	2.730
esteri	484.168	8,9	8,6	3.708	-23.864
Azioni e partecipazioni	1.584.631	28,1	28,2	-27.893	-38.391
italiane	1.463.691	25,9	26,0	-31.469	-38.329
estere	120.940	2,1	2,1	3.576	-62
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.113.546	20,1	19,8	14.385	-18.007
di cui: riserve ramo vita	779.155	14,1	13,8	9.289	-30.271
Altre attività emesse dai residenti (4)	204.462	3,5	3,6	8.686	17.387
Totale attività	5.628.854	100,0	100,0	59.567	45.116
per memoria: risparmio gestito (5)	1.632.369	29,3	29,0	12.726	-45.733
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (6)	43.709	4,7	4,2	3.640	-4.298
di cui: bancari	41.146	4,3	4,0	3.476	-3.661
Debiti a medio e a lungo termine (7)	745.207	72,5	72,1	23.742	-246
di cui: bancari	629.348	61,6	60,9	17.729	-5.566
Altre passività (8)	244.833	22,8	23,7	4.641	9.730
Totale passività	1.033.749	100,0	100,0	32.023	5.186
SALDO	4.595.105			27.544	39.930

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 prestiti da altri residenti. – (8) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

Gli investimenti finanziari si sono ridotti a 45 miliardi (da 60 dell'anno precedente), il valore minimo dal 2017, risentendo del calo del risparmio. È proseguita la ricomposizione del portafoglio in favore di attività i cui rendimenti hanno maggiormente seguito il rialzo dei tassi di riferimento: i depositi a vista sono scesi per la prima volta dal 2012 e per un ammontare molto elevato, riflettendo l'incremento del costo opportunità di detenere attività liquide. Questo costo è aumentato, seppure con ampiezza differente, per tutte le classi di deposito, nonostante il rialzo dei loro rendimenti (fig. 5.4.a). Sono invece cresciuti gli altri depositi (per 30 miliardi, il valore massimo dal 2013; cfr. il paragrafo: *La redditività e il patrimonio delle banche* del capitolo 12). Alla fine dello scorso anno l'incidenza complessiva dei depositi sul totale delle attività era pari al 24,5 per cento, da 26,9 nel 2022. Si sono inoltre ridotti gli investimenti in polizze assicurative e in quote di fondi comuni; alla fine del 2023 le attività del risparmio gestito rappresentavano il 29,0 per cento della ricchezza finanziaria lorda delle famiglie, 6,5 punti percentuali in meno della media dell'area. All'opposto, gli investimenti finanziari in titoli obbligazionari sono triplicati, portando il loro peso al 7,5 per cento; l'aumento è stato particolarmente forte per i titoli pubblici italiani, la cui incidenza è salita al 4,8 per cento, il valore massimo dal 2013, anche se ancora inferiore a quella prevalente prima della crisi dei debiti sovrani.

Figura 5.4

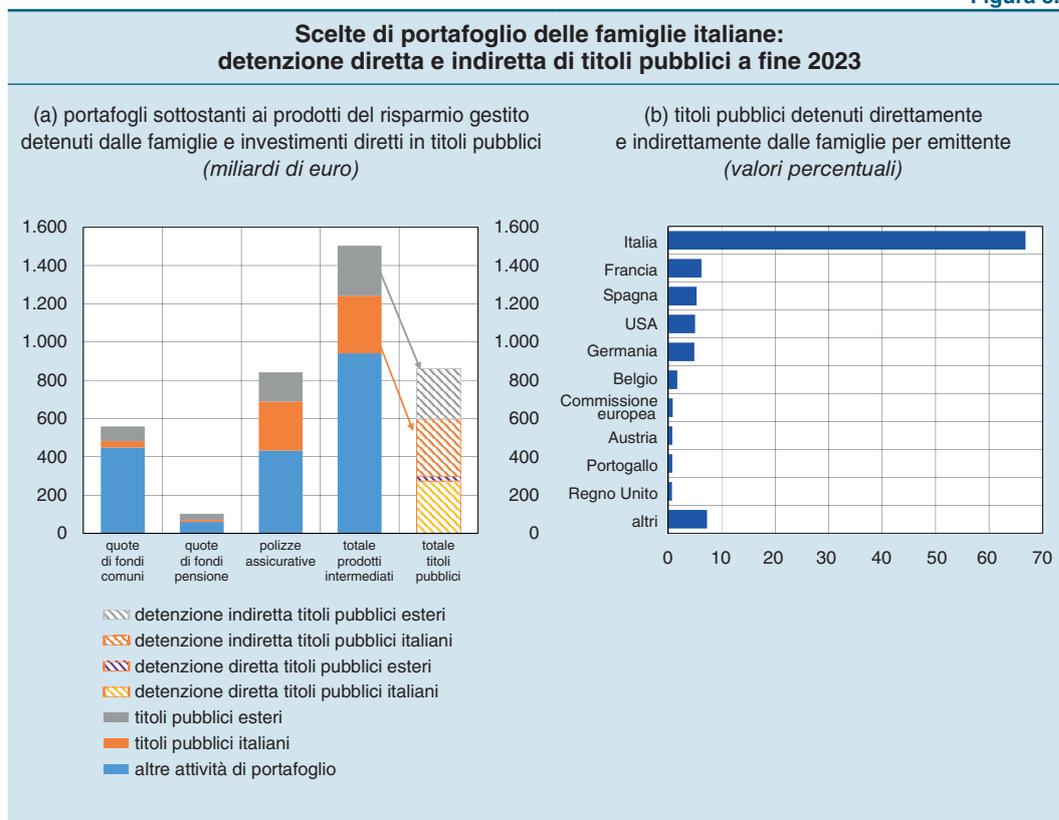


Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza e Securities Holdings Statistics by Sector.

(1) Gli istogrammi si riferiscono alla variazione, sul periodo precedente, dell'ammontare (scala di sinistra) e le linee ai rendimenti (scala di destra) per le seguenti classi di deposito: fino a 50.000 euro (rosso); da 50.000 a 100.000 euro (blu); da 100.000 a 250.000 euro (grigio); oltre 250.000 euro (arancione). - (2) I titoli *step up* sono obbligazioni le cui cedole crescono nel tempo; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*.

Gli investimenti in titoli pubblici italiani hanno riguardato soprattutto le obbligazioni con scadenze più brevi (zero coupon) e quelle caratterizzate da un profilo di remunerazione crescente nel tempo (*step up*; fig. 5.4.b). Alla fine del 2023 queste due categorie rappresentavano rispettivamente l'11 e il 18 per cento del totale dei titoli del debito pubblico italiano detenuti direttamente dalle famiglie.

Oltre che con l'acquisto diretto, le famiglie investono in titoli pubblici indirettamente acquistando prodotti del risparmio gestito (quote di fondi comuni,



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza e Morningstar Direct.

polizze assicurative e quote di fondi pensione). Secondo stime ottenute con il metodo del *look-through*, che rende esplicite le attività sottostanti a tali prodotti⁸, alla fine del 2023 i titoli pubblici che le famiglie detenevano indirettamente erano quasi il doppio di quelli detenuti direttamente (fig. 5.5.a); l'ammontare complessivo era prossimo a 860 miliardi di euro, di cui due terzi rappresentati da titoli italiani (fig. 5.5.b).

L'indebitamento

Nel 2023 la crescita del debito delle famiglie consumatrici verso banche e società finanziarie si è pressoché arrestata (tav. 5.4); la spesa per gli interessi e per il rimborso del capitale è scesa al 9,5 per cento del reddito disponibile (10,3 alla fine del 2022), in particolare per effetto della crescita di quest'ultimo. Il rapporto tra debiti finanziari delle famiglie e reddito disponibile è diminuito al 58,6 per cento, il valore minimo dal 2009 e molto più basso rispetto ai principali paesi dell'area

⁸ Il metodo del *look-through* è applicato a tutti i fondi comuni di investimento, di diritto italiano ed estero, presenti nel portafoglio, diretto e intermediato, delle famiglie italiane. Per la metodologia di calcolo, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Metodo del look-through*; per un'applicazione del metodo, cfr. A. Cardillo e M. Coletta, *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 409, 2017.

Tavola 5.4

Credito alle famiglie consumatrici (1) (dati di fine periodo)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze a marzo 2024 (2)
	2020	2021	2022	2023	marzo 2024	
Prestiti per l'acquisto di abitazioni						
Banche	2,3	5,0	4,8	0,0	0,0	413.517
Credito al consumo						
Totale banche e società finanziarie	0,5	3,2	6,0	5,5	5,2	170.431
banche	-0,6	1,0	2,9	3,5	3,3	122.279
società finanziarie	3,7	9,6	15,4	11,3	10,5	48.152
Altri prestiti (3)						
Banche	0,1	3,2	1,8	-9,1	-9,2	91.800
Totale						
Totale banche e società finanziarie	1,5	4,3	4,6	0,2	0,2	675.748

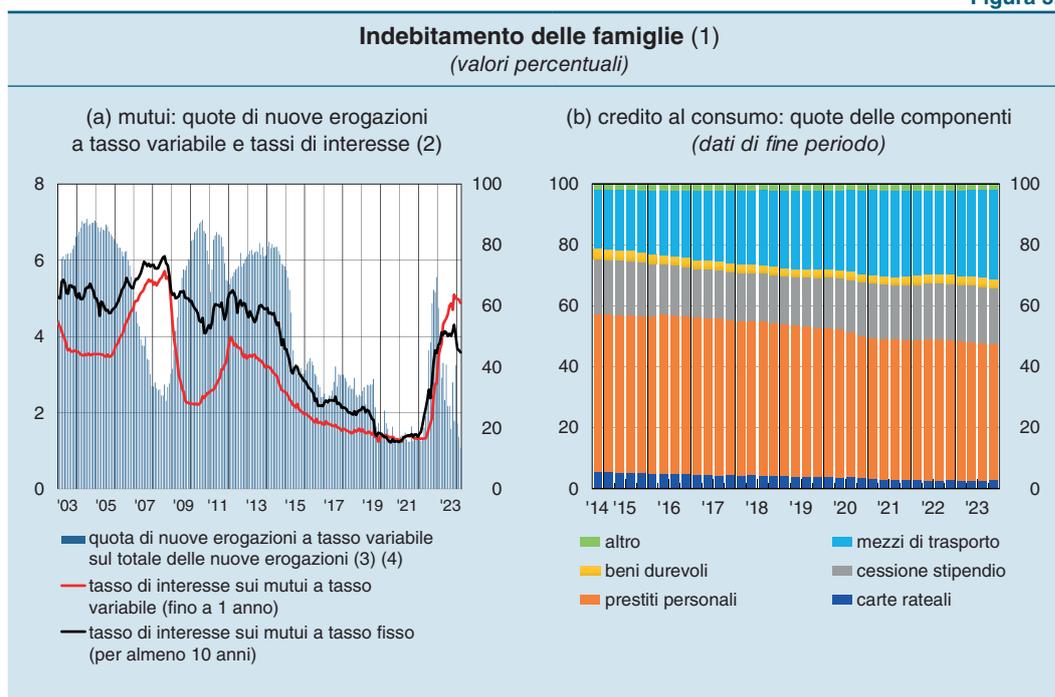
Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*. – (2) Milioni di euro. Le consistenze includono i prestiti cartolarizzati. – (3) 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.

dell'euro⁹. Secondo i dati dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* (ICF), alla fine dell'anno circa tre famiglie su dieci erano indebitate.

Lo scorso anno la crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni si è andata gradualmente attenuando e si è arrestata a dicembre. Le nuove erogazioni sono scese in misura marcata (a 41 miliardi, da 55 nel 2022). Secondo gli intermediari italiani che partecipano all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), la domanda ha risentito non solo del brusco rialzo dei tassi di interesse su valori elevati (fig. 5.6.a), ma anche del calo della fiducia delle famiglie e delle deboli prospettive del mercato immobiliare. Nostre elaborazioni su dati della Rilevazione analitica dei tassi di interesse attivi indicano che il calo delle nuove erogazioni ha riguardato tutte le classi di età dei mutuatari, ad eccezione di quella composta dai prenditori con almeno 55 anni. I dati della Concessionaria servizi assicurativi pubblici (Consap) confermano che i mutui con garanzia a valere sul Fondo prima casa¹⁰ destinati a richiedenti di età inferiore a 36 anni si sono più che dimezzati. Le erogazioni di mutui continuano a essere prevalentemente a tasso fisso, in virtù del più basso costo iniziale di questa tipologia di finanziamenti (3,6 per cento a marzo del 2024, rispetto a 4,9 per i mutui a tasso variabile). Alla fine dello scorso anno la quota di mutui a tasso variabile sul totale dei contratti in essere per le famiglie consumatrici era di circa un terzo, il minimo da quando i dati sono rilevati. Questo ha contribuito a contenere l'incremento dei ritardi nel pagamento dei mutui a tasso variabile, nonostante gli accresciuti tassi di interesse (cfr. il riquadro: *La sostenibilità del servizio dei mutui a tasso variabile*).

⁹ Alla fine del 2023 il rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile si collocava all'88,0 per cento per la Francia, all'83,9 per la Germania e al 74,2 per la Spagna.

¹⁰ Per ulteriori approfondimenti, cfr. nell'Appendice la sezione *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. Le famiglie e le imprese*.



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

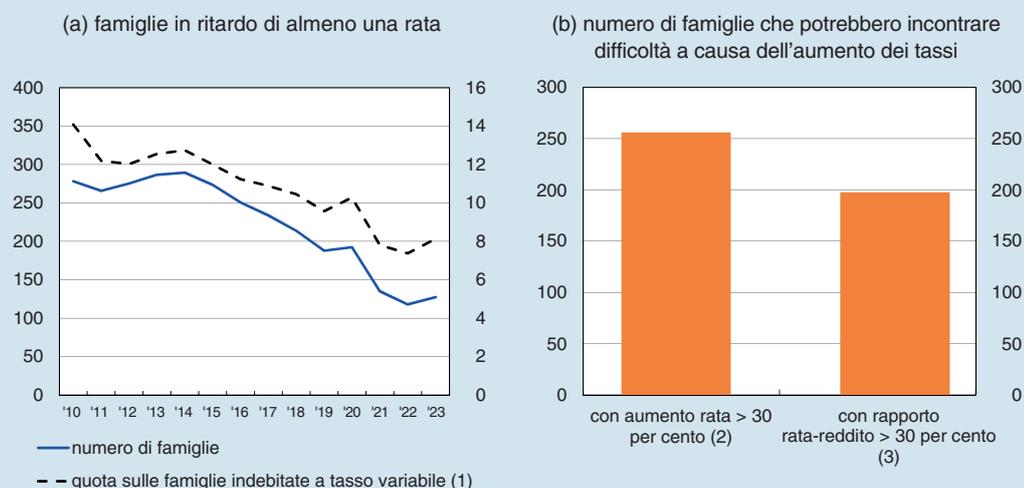
LA SOSTENIBILITÀ DEL SERVIZIO DEI MUTUI A TASSO VARIABILE

Il rialzo dei tassi di interesse ufficiali avviato nel 2022 dalla BCE per assicurare il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi si è progressivamente trasmesso all'Euribor a 3 mesi, il riferimento più utilizzato per indicizzare i mutui a tasso variabile, che da valori negativi ha raggiunto il 4 per cento nell'autunno del 2023, rimanendo poi pressoché stabile fino a maggio del 2024. La stretta monetaria ha contribuito al rientro dell'inflazione da livelli che stavano significativamente riducendo il potere di acquisto delle famiglie e il valore reale dei loro risparmi (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'inflazione sulla distribuzione della ricchezza delle famiglie italiane* del capitolo 14), ma ha anche comportato un maggiore onere del servizio del debito per i nuclei indebitati a tasso variabile.

Secondo elaborazioni sui dati della Centrale dei rischi (CR), nel 2023 le famiglie in ritardo nel pagamento di almeno una rata di un mutuo a tasso variabile sono state circa 127.000, ossia lo 0,5 per cento del totale delle famiglie italiane e l'8,1 per cento di quelle con un debito di questo tipo (figura, pannello a)¹. Queste percentuali sono rispettivamente stabile e lievemente più alta rispetto ai valori minimi raggiunti nell'anno precedente (0,5 e 7,4 per cento), ma sono entrambe più contenute di quelle medie del decennio precedente la pandemia (1,1 e 10,7 per cento).

¹ L'analisi si concentra sui mutui, prevalentemente finalizzati all'acquisto e/o alla ristrutturazione di abitazioni, considerando quelli a tasso variabile. Le altre forme di indebitamento delle famiglie italiane, come il credito al consumo, sono per la quasi totalità a tasso fisso.

Famiglie con mutui a tasso variabile per livello di difficoltà nel rimborso delle rate (migliaia di unità e valori percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati della CR e della Rilevazione analitica dei tassi di interesse attivi; per il pannello (b), elaborazioni su dati IBF sul 2022; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF)*.

(1) Scala di destra. – (2) Numero di famiglie per le quali la rata del mutuo è aumentata di oltre il 30 per cento per effetto del rialzo dei tassi. – (3) Numero di famiglie per le quali tra il 2023 e maggio del 2024 l'incidenza della rata del mutuo è stata superiore al 30 per cento del reddito.

Queste evidenze tuttavia non distinguono i nuclei che non hanno rispettato la scadenza della rata a causa dell'incremento dei tassi di interesse da quelli che non lo hanno fatto per altri motivi (ad es. perché hanno subito una riduzione del reddito). Mediante un'analisi basata sui dati preliminari dell'IBF riferiti al 2022² è possibile stimare il solo effetto del rialzo dei tassi, calcolando quante famiglie, incluse quelle che non sono incorse in un ritardo nel pagamento, potrebbero avere difficoltà a sostenere una rata più elevata. Al riguardo, sono stati utilizzati due criteri alternativi, riferiti rispettivamente all'aumento dell'esborso monetario e alla sua incidenza sul reddito della famiglia³.

² È stato ricostruito il piano di ammortamento per le famiglie con un mutuo a tasso variabile ipotizzando un incremento del tasso di interesse di 4 punti percentuali se esse risultavano già indebitate nel 2021 (prima dell'avvio della restrizione monetaria) o di 1,8 punti (pari all'incremento dell'Euribor a 3 mesi tra la fine del 2022 e la fine del 2023) nel caso di mutui stipulati nel 2022. La stima è stata corretta per tenere conto: (a) dell'*under-reporting* del debito che generalmente caratterizza le indagini campionarie; (b) delle scelte adottate da alcune famiglie per proteggersi dal rialzo dei tassi, attraverso rinegoziazione, surroga, sostituzione (in particolare modificando il tasso di interesse da variabile a fisso) o estinzione anticipata del debito. Per maggiori dettagli, cfr. A. di Salvatore, D. Loschiavo e A. Nunnari, *Una stima degli effetti del rialzo dei tassi di interesse sulla sostenibilità del servizio dei mutui a tasso variabile*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, di prossima pubblicazione.

³ In base al primo criterio si considerano in posizione potenzialmente critica i nuclei per i quali si stima che l'aumento della rata sia stato superiore al 30 per cento (la rata mensile per la famiglia mediana in quella condizione sarebbe passata da 600 a 780 euro). Il secondo criterio individua invece le famiglie per le quali si stima che nei mesi tra il 2023 e il maggio del 2024 la rata da pagare abbia assorbito più del 30 per cento del reddito percepito nel 2022, soglia convenzionalmente adottata per definire un elevato rischio di incontrare difficoltà nel sostenere il servizio del debito.

Le stime indicano che circa 256.000 nuclei hanno subito un incremento della rata superiore al 30 per cento a causa del rialzo dei tassi e 198.000 hanno dovuto sostenere tra il 2023 e il maggio del 2024 una rata superiore al 30 per cento del loro reddito (rispettivamente l'1,2 e lo 0,8 per cento del complesso delle famiglie italiane; figura, pannello b). A questi nuclei è riconducibile una quota del debito per mutui a tasso variabile pari, rispettivamente, all'11 e all'8 per cento.

La probabilità di incontrare difficoltà nel rimborso delle rate per effetto dell'aumento dei tassi è maggiore per i nuclei con più linee di debito, mentre è inferiore per quelli residenti nel Mezzogiorno, grazie a una minore diffusione dei contratti di mutuo a tasso variabile in quell'area.

Lo scorso anno le rinegoziazioni e le surroghe sono tornate ad aumentare in misura sostenuta. Secondo i dati della Rilevazione analitica dei tassi di interesse attivi, i finanziamenti surrogati e rinegoziati sono stati per circa il 63 per cento a tasso fisso, riflettendo gli oneri più contenuti dei nuovi contratti di questo tipo. I dati delle segnalazioni di vigilanza indicano che surroghe, rinegoziazioni e sostituzioni¹¹ rappresentavano alla fine del 2023 il 4,5 per cento delle consistenze dei mutui immobiliari, dal 2,0 di un anno prima.

Il credito al consumo ha continuato a crescere (5,5 per cento alla fine dello scorso anno), sostenuto dall'aumento dei prestiti finalizzati, in particolare di quelli per l'acquisto di automezzi (fig. 5.6.b). L'espansione è avvenuta nonostante il significativo rialzo del costo complessivo dei nuovi finanziamenti (al 10,2 per cento a dicembre, un punto percentuale in più rispetto a un anno prima). La differenza tra il costo del credito al consumo in Italia e quello medio dell'area dell'euro rimane elevata (1,8 punti percentuali), sebbene abbia registrato nell'anno una diminuzione di circa 20 punti base. L'aumento del credito al consumo è proseguito anche nel primo trimestre del 2024, benché a ritmi lievemente più contenuti, riflettendo il miglioramento del clima di fiducia delle famiglie.

¹¹ Per maggiori dettagli, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice rispettivamente le voci *Rinegoziazione*, *Sostituzione*, *Surroga*.

6. LE IMPRESE

Nel 2023 il valore aggiunto in Italia è aumentato, anche se in misura inferiore rispetto all'anno precedente. L'attività ha continuato a espandersi nel terziario, in particolare grazie all'ulteriore recupero nei comparti a elevata interazione sociale più penalizzati dalla pandemia, quali i servizi ricreativi e ricettivi. Nell'industria in senso stretto l'attività è invece diminuita, risentendo della debolezza della domanda internazionale (soprattutto di quella tedesca) e del perdurare degli effetti dei passati rincari energetici. La crescita è stata ancora molto sostenuta nel settore delle costruzioni, sospinta dagli incentivi pubblici.

Le imprese intervistate nell'ambito delle indagini condotte dalla Banca d'Italia prefigurano nel complesso un'espansione degli investimenti per il 2024, soprattutto per quelle di grande dimensione nel settore dei servizi.

La redditività ha continuato a crescere e sono rimasti ampi i margini di liquidità. L'indebitamento, in calo, resta contenuto nel confronto internazionale. I prestiti bancari si sono contratti sia per la minore domanda di finanziamenti sia per l'adozione di politiche di offerta più prudenti da parte degli intermediari. Le difficoltà di accesso al credito sono aumentate soprattutto per le imprese più piccole. Il processo di riequilibrio della struttura finanziaria delle aziende in corso da oltre un decennio potrebbe risentire dell'abolizione dell'Aiuto alla crescita economica (ACE), qualora non fosse sostituito da altri interventi a favore della patrimonializzazione.

La ricomposizione della struttura produttiva in atto verso aziende più grandi, cui ha contribuito anche una maggiore presenza delle multinazionali nel nostro paese, potrebbe favorire l'espansione del potenziale di crescita nel più lungo periodo, contrastando la debole dinamica della produttività che ha caratterizzato gli ultimi due decenni. Un ulteriore stimolo potrebbe derivare dal progressivo rafforzamento della spesa in ricerca e sviluppo, ancora molto contenuta in rapporto al PIL nel confronto internazionale.

Nonostante i diffusi miglioramenti del livello di digitalizzazione delle imprese e della capacità installata di energia da fonti rinnovabili, l'Italia, al pari di altri paesi, risulta ancora distante dai relativi obiettivi stabiliti in sede europea. L'avvio del piano *REPowerEU* potrebbe fornire un impulso alla rimozione degli ostacoli amministrativi e infrastrutturali allo sviluppo delle fonti rinnovabili.

Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo

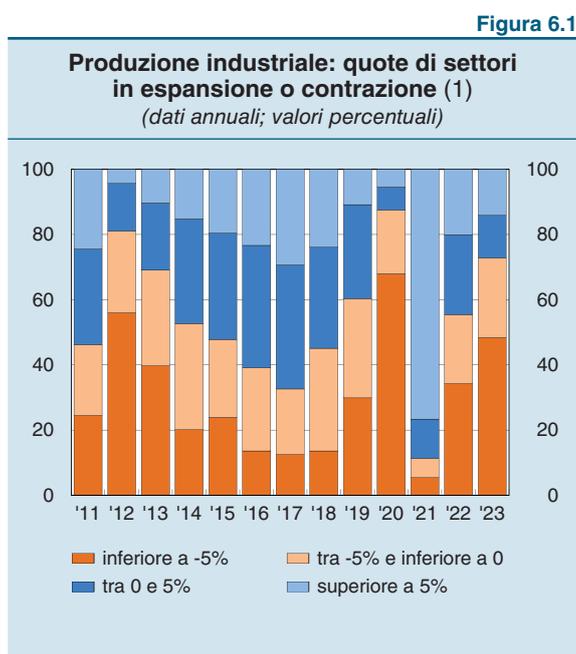
Il valore aggiunto e la produzione. – Nel 2023 il valore aggiunto dell'economia italiana è aumentato dell'1,1 per cento (3,9 nel 2022)¹. L'attività è cresciuta nelle

¹ Per maggiori dettagli sulla differenza tra il PIL e il valore aggiunto, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Prodotto interno lordo ai prezzi di mercato (PIL)*.

costruzioni e, in misura più contenuta, nei servizi, mentre ha ristagnato nella manifattura ed è diminuita nelle industrie estrattive, nella fornitura di energia e nell'agricoltura.

La produzione industriale si è ridotta del 2,5 per cento (-0,4 nel 2022), con un calo diffuso ai principali comparti. Sulla flessione hanno inciso la debolezza del ciclo produttivo globale, specie quello tedesco, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e i perduranti effetti dei passati rincari energetici, soprattutto nei comparti energivori (metallurgia, chimica, fabbricazione della carta e lavorazione dei minerali non metalliferi). Per tali settori, che hanno una quota del 13 per cento della produzione totale, si è osservata una flessione di circa l'8 per cento (contro quasi il -2 del complesso degli altri settori).

Nella media del 2023 la quota dei comparti per i quali la produzione si è ridotta è stata appena superiore al 70 per cento (fig. 6.1). I settori caratterizzati invece da maggiore espansione sono stati la farmaceutica, che ha introdotto negli ultimi anni significativi progressi tecnologici (cfr. il riquadro: *L'utilizzo di robot industriali in Italia nel confronto internazionale*), e la fabbricazione di mezzi di trasporto (in particolare aeromobili e autoveicoli). La produzione di quest'ultimo comparto ha beneficiato, secondo le indagini dell'Istat, dell'accresciuta disponibilità di materiali e di beni intermedi con il graduale superamento dei problemi di approvvigionamento emersi dalla metà del 2021. Nel settore tessile si è confermata la tendenza flettente di lungo periodo.



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: indice destagionalizzato della produzione industriale*.
(1) La quota di settori in espansione o contrazione (a livello di classe Ateco a 4 cifre) è calcolata sulla base dei tassi di crescita annuali degli indici settoriali di produzione industriale.

Il valore aggiunto nelle costruzioni ha continuato ad aumentare (3,9 per cento, 10,7 nel 2022), con una marcata accelerazione nell'ultimo trimestre dell'anno indotta dalla possibilità di usufruire dei più generosi benefici fiscali connessi al Superbonus, ancora in vigore sino alla fine del 2023 (cfr. il capitolo 10). Secondo le rilevazioni dell'Istat, le imprese di costruzione hanno segnalato attese di ordini e piani di costruzione in aumento nella seconda parte dell'anno, cui è seguito un rallentamento nei primi mesi del 2024. Sulla base dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), condotta dalla Banca d'Italia tra febbraio e maggio di quest'anno, circa il 39 per cento delle imprese di costruzione con almeno dieci addetti nel 2024 trarrà vantaggio dal Superbonus, rispetto al 70 per cento nel secondo semestre del 2023. Secondo la stessa indagine, il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) porterebbe nell'anno in corso benefici diretti o indiretti al 52 per cento delle imprese (da 40 nel secondo semestre del 2023).

Per i servizi si è osservato un rialzo del valore aggiunto (1,6 per cento, da 4,8 nel 2022), con un ristagno dell'attività nella seconda parte dell'anno. Nel complesso del 2023 gli incrementi più marcati sono stati nelle attività ricreative (16,0 per cento) e nei servizi di alloggio e ristorazione (7,3 per cento). I servizi di informazione e comunicazione e quelli immobiliari sono cresciuti più della media (4,1 e 3,3 per cento, rispettivamente). La debolezza della manifattura ha avuto ripercussioni su alcuni servizi, in particolare quelli di trasporto e magazzinaggio.

La struttura del sistema produttivo. – In Italia è proseguito il processo, in atto già prima della crisi pandemica e comune ad altri paesi europei, di riallocazione delle risorse a favore delle aziende di maggiore dimensione. Tra il 2019 e il 2022 la quota di lavoratori occupati nelle imprese con almeno 250 addetti del settore privato non agricolo e non finanziario è aumentata di 0,6 punti percentuali, al 24,5 per cento (è salita di quasi 4 punti tra il 2014 e il 2022). L'espansione si è concentrata nei servizi di supporto alle imprese², comparto in cui era già inizialmente più elevata, e in quelli di informazione e comunicazione.

La crescita è stata inferiore a quella registrata nello stesso periodo in Spagna (1,4 punti, al 32,9 per cento), mentre in Germania la stessa quota è leggermente scesa, partendo però da un livello nettamente più alto (-0,2 punti, al 41,8 per cento). In Italia e in Spagna l'incremento del peso delle aziende più grandi è avvenuto principalmente a scapito di quelle di minore dimensione (fino a nove addetti).

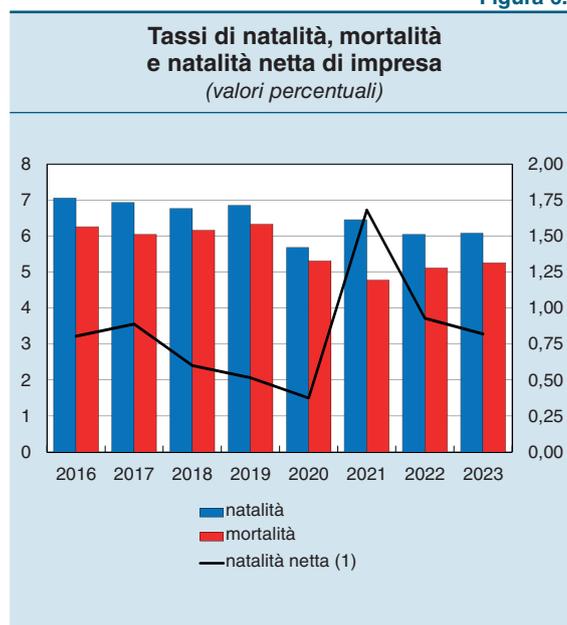
In Italia all'aumento dimensionale ha contribuito anche l'accresciuta presenza delle imprese multinazionali, italiane e straniere. Queste, operanti in diversi mercati e di dimensione media nettamente superiore alle altre, possono sostenere i processi di crescita locali sia direttamente sia diffondendo conoscenze tecnologiche e manageriali o creando un ambiente maggiormente competitivo; allo stesso tempo, sono più inclini a rilocalizzare rapidamente la produzione in risposta a cambiamenti del contesto locale o internazionale, rendendo i benefici della loro presenza potenzialmente volatili. Secondo l'Istat nel 2021, ultimo anno per cui sono disponibili i dati, la quota di addetti e quella di valore aggiunto riconducibili a multinazionali sono cresciute rispettivamente di 1,8 e 1,2 punti percentuali nel confronto con il 2017, al 20,1 e al 37,2 per cento. Queste imprese rappresentano una frazione significativa del valore aggiunto della manifattura (soprattutto delle industrie a maggiore intensità tecnologica) e di alcuni comparti dei servizi, come quelli di informazione e comunicazione, di supporto alle imprese e di trasporto e magazzinaggio. In base ai dati più aggiornati, alle multinazionali erano riconducibili il 57 per cento dei brevetti depositati nel biennio 2018-19, il 70 per cento della spesa in ricerca e sviluppo nel 2020 e il 60 per cento delle esportazioni nel 2022³.

² Si fa riferimento alla sezione N della classificazione Ateco che raggruppa le attività di noleggio, agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese.

³ Sul totale delle multinazionali, quelle a controllo italiano rappresentavano circa il 60 per cento della spesa in ricerca e sviluppo e dei brevetti e poco meno del 55 delle esportazioni, degli addetti e del valore aggiunto. Per maggiori dettagli, cfr. G.B. Carnevali, G. Cariola, A. Linarello, F. Manaresi, L. Mirenda, E. Russo, M. Sartori e G. Viggiano, *Multinational enterprises in Italy: insights from firm-level data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La demografia di impresa. – Nel 2023 il tasso di natalità netta delle imprese, dopo le ampie oscillazioni indotte dalla crisi pandemica e dalla successiva ripresa delle attività, è sceso leggermente, allo 0,8 per cento (fig. 6.2). Vi ha contribuito esclusivamente l'aumento del tasso di mortalità (al 5,3 per cento, dal 5,1), concentrato nelle aziende di minore dimensione (fino a nove addetti) e più pronunciato per le società di persone. Il tasso di natalità è invece rimasto pressoché invariato, al 6,1 per cento. La natalità netta si è mantenuta su livelli superiori a quelli del 2019. Ciò non è stato determinato da un più sostenuto ingresso di nuove imprese (ancora inferiore ai valori precedenti la pandemia) ma è riconducibile a tassi di uscita rimasti particolarmente bassi dopo il calo del biennio 2020-21: la forte ripresa economica dell'ultimo triennio ha in parte compensato il progressivo venire meno degli interventi di sostegno connessi con l'emergenza sanitaria, che avevano frenato la mortalità soprattutto tra le imprese più piccole.

Figura 6.2



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

(1) Differenza tra il tasso di natalità e quello di mortalità. Scala di destra.

Una quota elevata della crescita economica e della creazione di occupazione generate dalle nuove imprese si deve alla rapida espansione di un gruppo relativamente ristretto di queste. Limitando l'analisi alle aziende nate in Italia tra il 2010 e il 2015⁴, quelle in grado almeno di triplicare le vendite annue nel triennio successivo al primo anno di attività sono state solo l'11 per cento, ma il loro contributo all'aumento del fatturato è stato del 78 per cento e quello alla crescita dell'occupazione del 68. Si tratta di imprese più orientate all'innovazione, come indicato dalla più elevata attività brevettuale, e fondate da soci di età inferiore alla media e con una maggiore esperienza imprenditoriale pregressa.

Gli investimenti

Nel 2023 l'accumulazione lorda di capitale è proseguita, a un tasso del 4,7 per cento, con variazioni positive per tutte le componenti (tav. 6.1). Date le condizioni di finanziamento restrittive, gli investimenti in costruzioni sono cresciuti assai meno che nel 2022 (3,1 per cento da 11,8), seppure sostenuti dall'ulteriore

⁴ Si considerano solo le imprese che registravano un fatturato superiore ai 50.000 euro nell'anno successivo a quello di nascita (cfr. A. Cintolesi, E. Frattola, R. Greco, F. Leombroni, A. Linarello, A. Locatelli, S. Nesi e S. Zuccolà, *High-growth young firms in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

ricorso al Superbonus. Sono aumentati gli acquisti di beni strumentali, in misura particolarmente marcata nella componente dei mezzi di trasporto. La quota degli investimenti sul PIL si è portata su livelli superiori a quelli del 2007, anno antecedente la crisi finanziaria globale. Gli investimenti al netto degli ammortamenti hanno continuato a espandersi lievemente nella manifattura e più nettamente nelle costruzioni e nei servizi. Secondo le indagini dell'Istat, nel 2023 il principale stimolo agli investimenti diversi dalle costruzioni è provenuto, in misura maggiore rispetto all'anno precedente, dalla necessità di aggiornare le attrezzature in seguito anche allo sviluppo tecnologico.

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia (valori concatenati; valori percentuali)						
VOCI	Composizione nel 2023 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2021	2022	2023	2007	2023
Costruzioni	50,7	28,5	11,8	3,1	11,4	11,4
Abitazioni (2)	30,1	50,1	13,9	3,7	5,7	6,8
Altre costruzioni (2)	20,6	7,3	8,8	2,4	5,7	4,6
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	34,9	18,3	6,8	6,4	7,6	7,8
di cui: mezzi di trasporto	6,5	20,9	-1,6	23,4	1,5	1,5
Prodotti di proprietà intellettuale	14,4	3,9	2,7	5,9	2,5	3,2
di cui: ricerca e sviluppo	6,7	1,9	1,2	5,6	1,1	1,5
software e basi di dati	7,3	6,3	4,8	6,1	1,3	1,6
Totale investimenti fissi lordi	100,0	20,3	8,6	4,7	21,6	22,5
Totale escluse le abitazioni	–	11,6	6,5	5,1	15,9	15,7
Totale escluse le costruzioni	–	13,4	5,5	6,3	10,1	11,1

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.

La rilevazione Invind condotta dalla Banca d'Italia ha evidenziato che nel 2023 gli investimenti sono cresciuti soprattutto fra le imprese con almeno 500 addetti (tav. 6.2). In media la spesa effettiva è risultata sostanzialmente in linea con i piani precedentemente formulati.

I programmi delle aziende per il 2024 prefigurano nel complesso una prosecuzione dell'aumento della spesa in conto capitale, con andamenti eterogenei tra settori e classi dimensionali: a un incremento nei piani delle imprese dei servizi, molto accentuato per quelle grandi, si contrapporrebbe una decisa riduzione per l'industria in senso stretto, frenata in particolare dalla minore spesa delle aziende più piccole.

**Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia,
per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1)**
(variazioni percentuali a prezzi 2023, salvo diversa indicazione)

VOCI	Totale		Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
	da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta		
Industria in senso stretto										
Consuntivo per il 2023	3,2	0,0	-2,0	4,1	7,5	-3,7	6,8	-1,6	7,2	
Tasso di realizzo (4)	106,9	119,8	108,4	102,1	103,4	105,8	107,4	105,9	107,7	
Programmi per il 2024	-1,0	-10,5	-9,5	-0,5	7,4	-5,3	1,0	0,1	-2,5	
<i>di cui: manifattura</i>										
consuntivo per il 2023	0,8	-0,6	-2,3	3,4	3,8	-3,8	3,9	-2,7	4,2	
tasso di realizzo (4)	107,5	117,9	110,9	102,4	100,2	106,7	108,1	107,7	107,4	
programmi per il 2024	-4,8	-9,7	-12,6	-2,7	6,4	-9,1	-1,9	-4,3	-5,3	
Servizi (5)										
Consuntivo per il 2023	3,0	2,6	3,3	-2,3	4,6	....	....	3,7	2,4
Tasso di realizzo (4)	98,4	107,0	102,6	98,6	92,1	....	....	100,2	97,2
Programmi per il 2024	2,5	-6,4	-0,2	3,9	8,1	....	....	0,5	3,3
Totale										
Consuntivo per il 2023	3,1	1,5	0,8	1,1	5,9	....	....	1,2	4,6
Programmi per il 2024	0,8	-8,1	-4,6	1,3	7,8	....	....	0,3	1,3

Fonte: Banca d'Italia, Inwind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (*Inwind*).

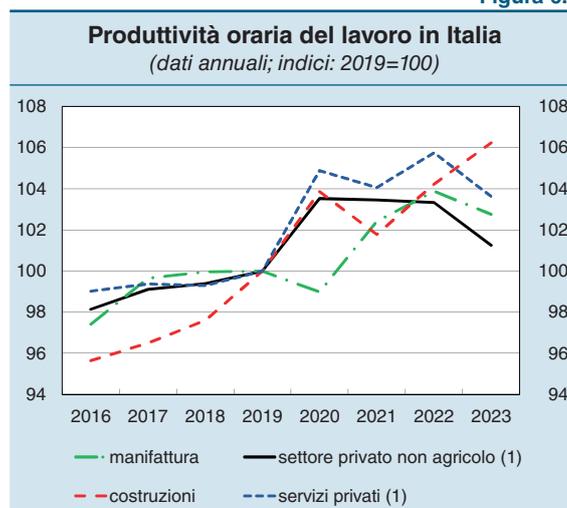
(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) della distribuzione della spesa per investimenti. Il deflatore degli investimenti è stimato sulla base dei dati forniti dalle singole imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sotto (basso/bassa) o al di sopra (alto/alta) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi. Il valore mediano è calcolato sul 2023 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, sul 2024 per i programmi. – (3) Dati riferiti 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 2023. – (5) Servizi privati non finanziari.

La produttività e l'innovazione

La produttività. – Dopo la sostanziale stabilità del biennio 2021-22, nel 2023 la produttività oraria del lavoro del settore privato non agricolo, non finanziario e non immobiliare si è ridotta del 2,0 per cento, rimanendo comunque l'1,3 per cento al di sopra del livello precedente la pandemia (fig. 6.3); in Spagna e in Germania si è collocata su valori superiori a quelli del 2019, rispettivamente del 3,4 e dello 0,7 per cento, mentre in Francia è stata inferiore del 6,4.

In Italia nel triennio 2020-22 la chiusura e la riapertura delle attività nelle diverse fasi della pandemia

Figura 6.3



Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*.

(1) Sono escluse le attività finanziarie e assicurative e quelle immobiliari, corrispondenti rispettivamente alle sezioni Ateco K e L.

hanno molto influenzato la dinamica della produttività (cfr. il riquadro: *Gli andamenti settoriali della produttività del lavoro*). Nel 2022-23 ha inoltre inciso la ricomposizione delle quote di mercato verso le imprese a maggiore intensità di lavoro, che tendono ad avere una produttività oraria più bassa e le cui vendite sono state meno colpite dai rincari dei beni intermedi ed energetici (cfr. i capitoli 7 e 14).

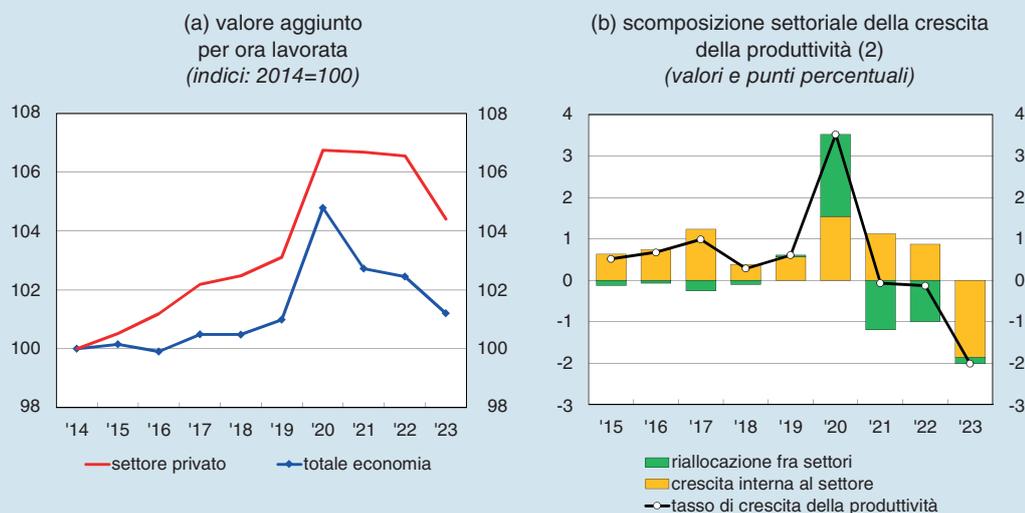
GLI ANDAMENTI SETTORIALI DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO

Tra il 2014 e il 2019 la produttività del lavoro nel settore privato¹ è salita dello 0,61 per cento all'anno (figura A, pannello a), interrompendo la stagnazione dei quindici anni precedenti². Dal 2019 essa ha tuttavia rallentato, allo 0,33: il forte incremento del 2020 è stato in larga parte riassorbito in seguito, soprattutto per il brusco calo registrato nel 2023 in connessione con la crisi energetica. Nell'ultimo decennio, la crescita del prodotto per ora lavorata del settore privato (0,49 per cento annuo) è stata interamente dovuta all'aumento osservato all'interno dei singoli comparti (0,58 punti percentuali), mentre la riallocazione dei fattori tra settori con diversi livelli di produttività ha fornito un contributo lievemente negativo (-0,09 punti). Gli andamenti della riallocazione tra settori aiutano tuttavia a spiegare il picco del 2020 e il successivo rallentamento (figura A, pannello b): le misure di contenimento e la paura del contagio nelle fasi più acute della pandemia hanno penalizzato principalmente comparti a bassa produttività nei servizi – in particolare quelli di alloggio e ristorazione – e generato un effetto di riallocazione positivo,

Figura A

Produttività del lavoro del settore privato (1)

(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale.

(1) Si considera il settore privato non agricolo, non finanziario, non immobiliare, corrispondente alle sezioni Ateco da B a N, con l'esclusione di K e L. – (2) Per dettagli sulla scomposizione della crescita della produttività e il livello di disaggregazione considerato, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: scomposizione della crescita della produttività del lavoro*.

¹ Nell'analisi si considera il settore privato non agricolo, non finanziario, non immobiliare, che include i settori Ateco da B a N, esclusi K e L.

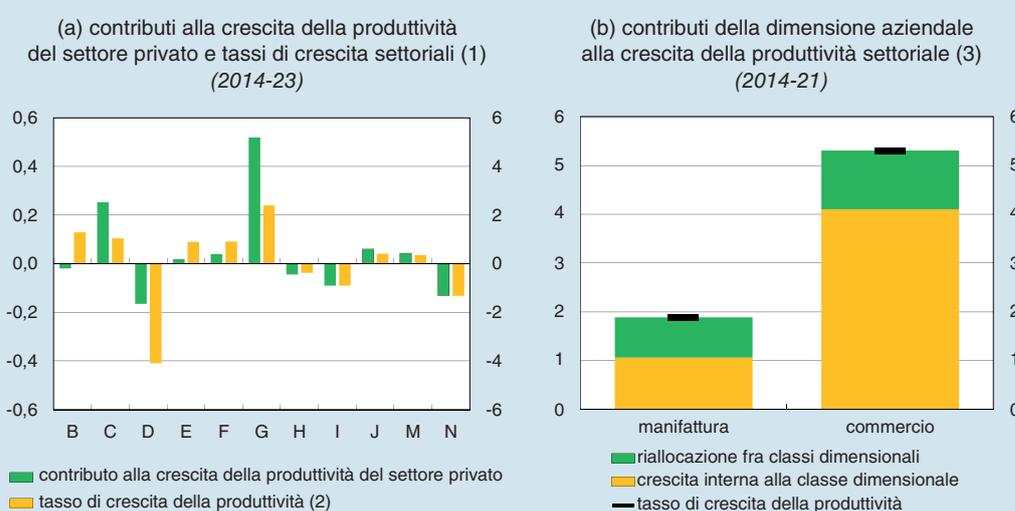
² R. Greco, *A structural analysis of productivity in Italy: a cross-industry, cross-country perspective*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 825, 2023.

che spiega oltre la metà della crescita della produttività nel 2020. Questi effetti hanno cambiato di segno nel biennio 2021-22, con il recupero dei servizi ricettivi e di ristorazione seguito all'allentamento delle restrizioni e alla ripresa del turismo, nonché con la notevole espansione delle costruzioni, altro settore caratterizzato da una produttività inferiore alla media.

L'aumento della produttività nel decennio 2014-23 è attribuibile principalmente al contributo della manifattura e del commercio, sia nel periodo precedente la pandemia sia in quello successivo, mentre l'apporto degli altri settori è stato modesto o negativo (figura B, pannello a). Il forte calo della produttività nel settore energetico si è concentrato negli ultimi due anni, per effetto del rincaro dei beni energetici.

Figura B

Contributi alla crescita della produttività del lavoro
(medie annue; punti e variazioni percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat sui risultati economici delle imprese; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Risultati economici delle imprese*.

(1) Si considera il settore privato non agricolo, non finanziario, non immobiliare, corrispondente alle sezioni Ateco da B a N, con l'esclusione di K e L. B: industria estrattiva; C: industria manifatturiera; D: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata; E: fornitura di acqua, reti fognarie, attività di trattamento dei rifiuti e risanamento; F: costruzioni; G: commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli; H: trasporti e magazzinaggio; I: servizi di alloggio e di ristorazione; J: servizi di informazione e comunicazione; M: attività professionali, scientifiche e tecniche; N: attività amministrative e di servizi di supporto. La somma dei contributi settoriali è pari al tasso di crescita medio annuo della produttività del lavoro del settore privato; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: scomposizione della crescita della produttività del lavoro*.

(2) Scala di destra. – (3) La somma delle componenti di crescita interna alla classe dimensionale e di riallocazione tra classi dimensionali è pari al tasso di crescita medio annuo della produttività del lavoro dei settori considerati. Le due componenti sono state calcolate utilizzando le seguenti classi dimensionali: 0-9, 10-19, 20-49, 50-249 e almeno 250 addetti; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: scomposizione della crescita della produttività del lavoro*.

La riallocazione di risorse fra aziende di diversa dimensione operanti nello stesso settore ha fornito un contributo significativo alla dinamica positiva della produttività³

³ La produttività delle imprese è fortemente influenzata dalla dimensione aziendale. Le imprese più grandi sono generalmente più produttive di quelle più piccole, in quanto: capaci di sfruttare le economie di scala; più propense all'adozione di nuove tecnologie e all'innovazione; caratterizzate da una maggiore intensità di capitale fisico e umano (cfr. M. Bugamelli, F. Lotti, M. Amici, E. Ciapanna, F. Colonna, F. D'Amuri, S. Giacomelli, A. Linarello, F. Manaresi, G. Palumbo, F. Scoccianti ed E. Sette, *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018).

della manifattura e del commercio, rappresentando, rispettivamente, oltre due quinti e quasi un quarto della crescita tra il 2014 e il 2021⁴ (ultimo anno per il quale si dispone di dati aggiornati sulle ore lavorate per dimensione di impresa; figura B, pannello b). Si è assistito a una marcata riduzione del peso delle microimprese (quelle con meno di 10 addetti), la cui produttività è circa tre volte inferiore a quella delle grandi imprese nella manifattura e due volte nel commercio. Nel comparto manifatturiero, la quota di lavoro impiegata dalle microimprese è scesa di circa 5 punti percentuali a vantaggio delle aziende con almeno 250 addetti; nel commercio, è diminuita di 10 punti a favore di quelle con almeno 20 addetti. La riallocazione deriva in parte da un processo di selezione che ha portato all'uscita dal mercato delle microimprese meno produttive: la produttività media in questa classe dimensionale è così aumentata più che in tutte le altre, del 43 per cento nelle microimprese del commercio e del 17 in quelle della manifattura.

⁴ I tassi di crescita della produttività calcolati con i dati dei *Risultati economici delle imprese* sono diversi da quelli risultanti dai dati di contabilità nazionale a causa di differenze metodologiche fra le due fonti dell'Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Risultati economici delle imprese*.

Nel 2023 il calo della produttività oraria è stato molto intenso nel comparto della fornitura elettrica e del gas, mentre nella manifattura è stato più contenuto e ha riguardato soprattutto alcune industrie i cui livelli di produttività erano già più bassi, come quelle tessili, del legno e della carta. La riduzione ha inoltre interessato la fabbricazione di prodotti chimici per il quinto anno consecutivo, anche a causa della maggiore esposizione del settore agli shock energetici e di approvvigionamento delle materie prime. La produttività oraria è invece aumentata nella farmaceutica e nella fabbricazione di autoveicoli. Nelle costruzioni ha continuato a crescere, ma rimane ancora su valori ampiamente inferiori a quelli dell'inizio degli anni duemila. La contrazione nei servizi privati non finanziari è stata più intensa nei comparti del trasporto e magazzinaggio, dell'informazione e comunicazione e del commercio; in quest'ultimo settore si è interrotta la robusta espansione in atto dal 2010. È proseguito il recupero nei servizi di alloggio e ristorazione, sebbene a tassi più bassi rispetto al biennio precedente.

L'innovazione. – Nel 2023 gli investimenti lordi in prodotti della proprietà intellettuale sono saliti al tasso più elevato dal 2016 (5,9 per cento, dal 2,7 nel 2022; tav. 6.1). Vi hanno contribuito pressoché in eguale misura gli investimenti in software e basi di dati e quelli in ricerca e sviluppo (R&S). Nonostante l'espansione quasi ininterrotta dal 2015, la spesa in R&S si colloca in rapporto al PIL ancora su un livello molto più basso della media dell'Unione europea, sia nella componente pubblica sia soprattutto in quella privata. Politiche di sostegno all'R&S e alle imprese innovative possono svolgere un ruolo importante per ridurre il ritardo dell'Italia (cfr. il riquadro: *Gli incentivi alle imprese per ricerca e innovazione*).

Secondo i dati dell'Ufficio europeo dei brevetti (European Patent Office, EPO), le domande di brevetto da parte dei richiedenti italiani, dopo la leggera contrazione dello scorso anno, sono tornate ad aumentare a ritmi superiori alla media europea (3,8 per cento, a fronte del 2,8). L'incremento ha interessato quasi tutte le aree tecnologiche, in particolare l'ingegneria meccanica ed elettronica (4,7 e 13,4 per cento, rispettivamente). Nel decennio 2014-23 i brevetti di richiedenti italiani sono cresciuti

del 37,8 per cento, rispetto al 42,9 di quelli spagnoli e a una sostanziale stabilità di quelli tedeschi e francesi. L'intensità brevettuale rimane molto più bassa in Italia (0,8 brevetti ogni 10.000 abitanti) e in Spagna (0,4) che in Germania (3,0) e Francia (1,6).

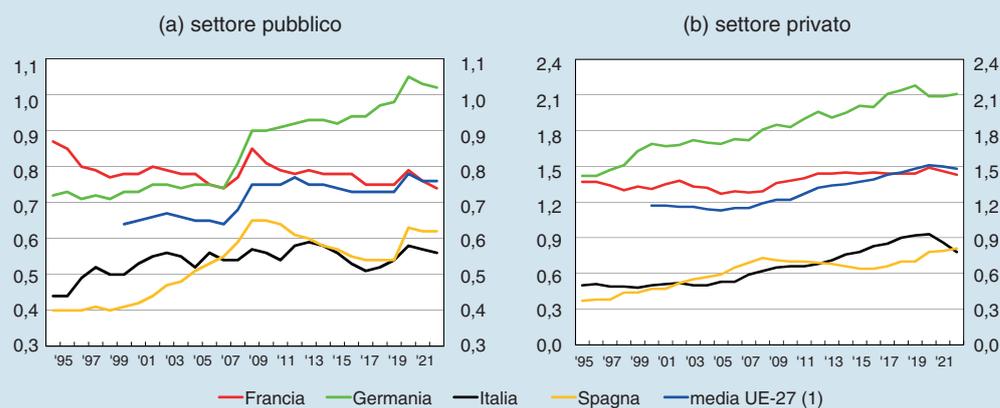
GLI INCENTIVI ALLE IMPRESE PER RICERCA E INNOVAZIONE

Le attività di ricerca e sviluppo (R&S) svolte da imprese private o da istituzioni pubbliche, gli investimenti in beni e servizi innovativi e un ecosistema che incoraggia la nascita di imprese innovative sono fattori chiave per il progresso tecnologico e quindi per la crescita economica di lungo periodo¹.

Focalizzando l'attenzione sull'R&S, nel 2022, ultimo anno per cui sono disponibili i dati, in Italia la spesa complessiva (pubblica e privata) è stata pari all'1,33 per cento del PIL, rispettivamente 1,80 e 0,85 punti percentuali in meno di Germania e Francia; sia la spesa pubblica sia quella privata sono state, sempre in rapporto al PIL, al di sotto di quella media dell'Unione europea e dei principali paesi membri (figura).

Figura

Rapporto tra spesa in R&S e PIL
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: Eurostat.

(1) I dati relativi alla media della UE-27 sono disponibili a partire dal 2000.

Gli investimenti in R&S generano esternalità positive che giustificano l'intervento pubblico largamente diffuso nei principali paesi occidentali.

Le agevolazioni in forma di contributo e l'acquisto di servizi di R&S da parte del settore pubblico sono strumenti di sostegno diretto alle imprese, finalizzati sia alla ricerca di base sia allo sviluppo di tecnologie ritenute strategiche. La loro efficacia nello stimolare l'attività innovativa dipende fortemente dalla capacità di identificare le tecnologie e i progetti più promettenti su cui indirizzare le risorse.

¹ F. Bertolotti, L. Citino, A. Linarello, F. Lotti, E. Padovani, E. Pisano, M. Romanelli, A. Sanelli, F. Scoccianti, E. Sette ed E. Zangari, *Innovazione e politiche di sostegno pubblico: un'analisi comparata*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Gli incentivi fiscali sono strumenti di sostegno indiretto che possono agire a monte del processo di creazione del valore – riducendo il costo dell’investimento – oppure a valle – con una tassazione agevolata dei rendimenti – e consentono di stimolare l’innovazione ad ampio spettro, lasciando alle imprese la scelta delle iniziative da intraprendere. La loro progettazione è resa complessa dalla necessità di prevenire gli abusi – consistenti nell’indebita classificazione di spese di altra natura tra quelle di R&S – introducendo condizioni che ne accrescono i costi di accesso e di adempimento. La tassazione agevolata dei rendimenti degli investimenti in R&S, tipica dei regimi di *patent box*², valorizza la capacità di tradurre l’attività di R&S in prodotti, processi e servizi innovativi, ma tende a escludere le imprese che hanno scarsa capacità di sostenere i costi iniziali della spesa, ad esempio a causa di vincoli finanziari.

L’intervento pubblico può sostenere anche l’acquisizione di beni e servizi innovativi, soprattutto in fasi di rapida evoluzione tecnologica, durante le quali è più difficile valutarne il rendimento; il ritardo nella loro adozione indebolirebbe inoltre la capacità innovativa dell’intero sistema produttivo.

Dallo scorso decennio, a fronte della perdurante stagnazione della produttività e della debole accumulazione di capitale, l’Italia si è dotata di strumenti di agevolazione fiscale degli investimenti in nuove tecnologie e nell’attività di R&S, nonché nel capitale delle start up e delle piccole e medie imprese innovative. L’introduzione di queste misure ha comportato che la quasi totalità degli incentivi fiscali agli investimenti delle imprese sia rappresentata da quelli a sostegno dell’innovazione³. Il quadro degli interventi è stato tuttavia caratterizzato da una forte instabilità normativa e da difficoltà interpretative, che hanno generato incertezza tra le imprese e potrebbero averne ridotto l’efficacia.

Per le agevolazioni fiscali per la R&S, in particolare, i principali cambiamenti sono stati: il passaggio nel 2020 da un sistema basato sulla spesa incrementale a uno parametrato al volume complessivo della spesa; la sostituzione nel 2021 del *patent box* con una deduzione aggiuntiva pari al 110 per cento di alcune spese di R&S sostenute in relazione a specifici beni immateriali. L’attuale quadro non prevede dunque agevolazioni sui profitti, ma solo misure volte a ridurre i costi degli investimenti, diversamente da Francia, Spagna e Regno Unito che hanno invece mantenuto entrambe le tipologie di incentivi.

Nel complesso, in Italia le agevolazioni per la spesa in R&S delle imprese sono ancora inferiori a quelle degli altri principali paesi europei. Nel 2021 (anno dell’ultimo dato disponibile) gli incentivi in forma di contributo ammontavano allo 0,50 per cento del PIL, in linea con quanto registrato in Spagna (0,53) e nel Regno Unito (0,56), ma meno che in Francia (0,72) e in Germania (0,94). Gli incentivi

² I regimi di *patent box* consentono un’esenzione totale o parziale dei redditi e delle plusvalenze derivanti dallo sfruttamento di specifici beni immateriali sviluppati dall’impresa.

³ Gli incentivi agli investimenti in innovazione comprendono, oltre alle agevolazioni per R&S, gli interventi del piano Transizione 4.0, per promuovere la transizione digitale dei processi produttivi, e quelli, più recenti, del piano Transizione 5.0, per supportare l’innovazione associata alla sostenibilità ambientale. Le agevolazioni fiscali ai beni strumentali tradizionali, introdotte nel 2016, sono state mantenute solo in alcune regioni, non essendo state prorogate oltre il 2022.

fiscali in Italia ammontavano allo 0,07 per cento del PIL, rispetto allo 0,33 nel Regno Unito, lo 0,28 in Francia e lo 0,15 in Spagna⁴. Il divario dipende sia da un volume inferiore di investimenti agevolati, sia dalla minore generosità dell'incentivo: il credito di imposta in Italia è pari al 10 per cento dei costi, un valore più basso di quello delle principali economie europee e della media dell'OCSE (20 per cento). Secondo nostre stime, allineare a quest'ultima l'aliquota italiana richiederebbe uno stanziamento di risorse pubbliche inferiore al miliardo di euro l'anno, ma potrebbe stimolare le imprese ad aumentare la spesa in R&S di oltre due miliardi, un incremento pari al 15 per cento.

Per quanto riguarda gli incentivi alle start up e alle piccole e medie imprese innovative, il sistema italiano è in linea con quello dei maggiori paesi europei; per accrescerne l'efficacia sarebbe opportuna una razionalizzazione del quadro normativo che ne riduca la complessità.

⁴ OCSE, *R&D Tax Incentives database*, aprile 2024; la voce considerata è "Indirect government support through R&D tax incentives (GTARD), percentage of GDP". Per la Germania, che ha introdotto tali incentivi nel 2020, non sono ancora disponibili dati comparabili. Per l'Italia il dato riflette sia il credito di imposta R&S in vigore dal 2020, sia precedenti incentivi R&S; non include l'extraduzione del 110 per cento introdotta nel 2021 che, sulla base dei dati delle dichiarazioni dei redditi diffuse dal Dipartimento delle Finanze, ammonta a circa 520 milioni di euro (corrispondente a un risparmio potenziale di imposta per le imprese di circa 150 milioni ai fini Ires e IRAP).

La transizione digitale. – L'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI), che si riferisce alle aziende con almeno dieci addetti, è utilizzato dalla Commissione europea per monitorare il progresso degli Stati membri nel raggiungimento, previsto entro il 2030, degli obiettivi del programma strategico per il decennio digitale. L'Italia si colloca nettamente al di sopra della media europea in alcuni ambiti quali l'utilizzo della fatturazione elettronica e le tecnologie cloud; si posiziona favorevolmente anche nell'adozione degli strumenti digitali di base da parte delle piccole e medie imprese, sebbene tra queste vi sia ancora una bassa diffusione del commercio elettronico. I maggiori ritardi si verificano nello sfruttamento dei big data e dell'intelligenza artificiale, aree in cui tutti gli Stati membri appaiono ancora distanti dagli ambiziosi obiettivi del decennio digitale.

Secondo i dati dell'indagine Invind, nel 2023 circa il 45 per cento delle imprese ha effettuato investimenti in tecnologie avanzate, oltre 5 punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente ma in linea con la media dei tre anni antecedenti la pandemia. Resta invece stabile, attorno al 15 per cento, la quota di aziende in cui queste tipologie di investimento hanno inciso per oltre i due quinti sull'accumulazione di capitale complessiva. Il cloud computing continua a espandersi a un ritmo superiore alle altre tecnologie avanzate: tra le imprese che non lo hanno ancora adottato, più del 10 per cento prevede di farlo nel 2024. La diffusione dell'intelligenza artificiale, seppure in aumento, resta limitata: quasi l'80 per cento delle aziende non pianifica di utilizzarla nell'immediato futuro. La robotica rimane concentrata in alcuni specifici comparti manifatturieri, come quello metalmeccanico, l'alimentare e la produzione di gomma e plastica (cfr. il riquadro: *L'utilizzo di robot industriali in Italia nel confronto internazionale*).

La transizione digitale delle imprese può essere sostenuta anche dalla presenza di un'efficace rete di centri per il trasferimento tecnologico, ossia di strutture che si occupano di diffondere informazioni sulle potenzialità degli investimenti in tecnologie digitali avanzate e di fornire assistenza alle imprese, specie di minore dimensione, nell'individuazione delle aree di intervento prioritarie. Nell'ambito del piano nazionale Industria 4.0 varato nel 2017 sono state istituite oltre 400 strutture di questo tipo, distribuite su tutto il territorio e differenziate per governance, servizi offerti e platea di aziende di riferimento. Secondo i dati raccolti dall'osservatorio nazionale dei punti impresa digitale (PID), la rete coordinata da Unioncamere e Dintec, il livello di maturità digitale delle imprese che hanno avuto accesso ai servizi dei PID è aumentato rispetto al periodo precedente la pandemia.

L'UTILIZZO DI ROBOT INDUSTRIALI IN ITALIA NEL CONFRONTO INTERNAZIONALE

I robot industriali sono macchine controllate automaticamente, riprogrammabili e multifunzionali in grado di svolgere una gamma di operazioni sempre più ampia con limitato intervento umano. Il ricorso a questo tipo di tecnologie è particolarmente diffuso nella produzione di veicoli a motore (133 robot ogni 1.000 addetti nella media delle quattro principali economie dell'area dell'euro nel 2021); seguono il comparto gomma e plastica, l'industria farmaceutica e quella dei computer e prodotti di elettronica (rispettivamente, 36, 27 e 20 robot per 1.000 addetti)¹.

L'aumento dell'impiego di questi macchinari negli ultimi tre decenni ha interessato le quattro principali economie dell'area dell'euro con differente intensità. A metà degli anni novanta, in Italia i robot erano 5,6 ogni 1.000 addetti (figura, pannello a), un valore inferiore a quello tedesco (7,6), ma superiore a quello di Francia e Spagna. Nel 2021 il divario con la Germania si è notevolmente ampliato (16,4 contro 27,3); l'incidenza è scesa sotto quella della Spagna (18,3), ma è rimasta superiore a quella della Francia (15,2).

La minore intensità di utilizzo di robot in Italia è largamente riconducibile alla diversa specializzazione settoriale. L'elevato livello di automazione di Germania e Spagna è ascrivibile al ruolo preminente che in questi paesi riveste il comparto automobilistico. Quest'ultimo in Italia, oltre a essere di dimensione più ridotta per numero di addetti e valore aggiunto, aveva nel 2021 un'intensità robotica pari a solo il 58 per cento della media di questi due paesi. Ciò riflette la specializzazione delle aziende italiane nella produzione di componenti, attività meno adatta all'automazione rispetto all'assemblaggio di autoveicoli, e la riduzione nel numero di robot installati a partire dal 2010², in controtendenza rispetto agli altri paesi.

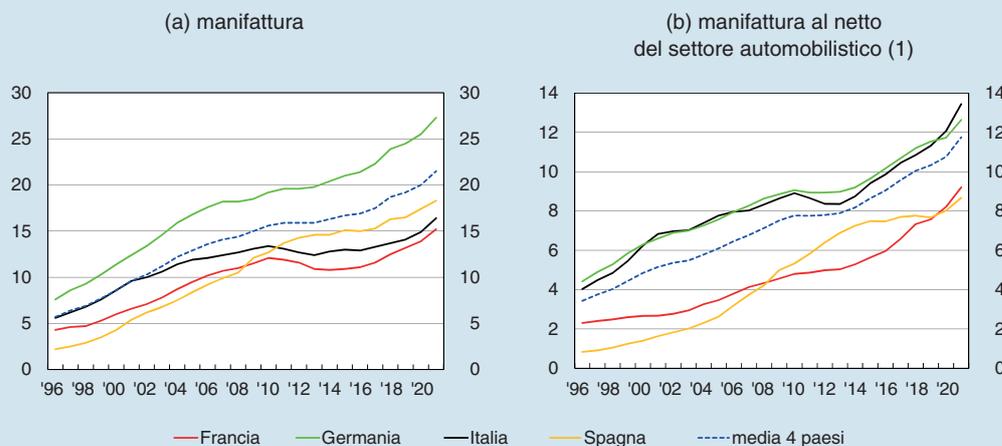
Escludendo il settore automobilistico, l'industria manifatturiera italiana è la più automatizzata e la sua evoluzione nel tempo risulta simile a quella tedesca

¹ L'analisi utilizza i dati dell'International Federation of Robotics (IFR) sul numero di robot industriali installati per paese e settore e dati Eurostat di contabilità nazionale.

² Nel 2011 l'ex gruppo FIAT ha chiuso lo stabilimento di Termini Imerese e ha abbandonato il piano Fabbrica Italia (annunciato dal gruppo nel 2010 per il quinquennio 2010-14), che avrebbe dovuto modernizzare gli impianti esistenti, a favore di una strategia più orientata verso gli autoveicoli di alta gamma, beni a più elevata intensità di lavoro rispetto alla produzione su larga scala che a sua volta utilizza maggiormente la robotica.

Utilizzo dei robot nei principali paesi dell'area dell'euro

(dati annuali; unità per 1.000 addetti)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e IFR.

(1) Al totale della manifattura è sottratto il dato riferito al settore individuato dalla divisione Ateco 29 (fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi).

(figura, pannello b). In particolare, le produzioni di apparecchi elettrici, di macchinari e di prodotti in metallo sono in Italia tradizionalmente più intensive nell'utilizzo di robot; a questi settori si sono aggiunti quelli metallurgico, alimentare e farmaceutico, nei quali il numero di robot installati, inizialmente contenuto, è cresciuto nell'ultimo decennio a un ritmo più sostenuto rispetto agli altri paesi.

L'automazione del processo produttivo, soprattutto nel breve periodo, può avere effetti di sostituzione della forza lavoro; allo stesso tempo, può accrescere la domanda di nuovi profili professionali e può indurre guadagni di produttività che, rafforzando la competitività e aumentando la scala di produzione, possono sostenere i livelli di occupazione nel lungo periodo. Le analisi disponibili mostrano che finora l'adozione di robot ha avuto sull'occupazione effetti negativi negli Stati Uniti, positivi in Francia e nulli in Germania e in Italia³. Sulla base di nostre elaborazioni, in media per le quattro maggiori economie dell'area, i settori che tra il 1996 e il 2021 hanno incrementato di più l'automazione hanno avuto una crescita del numero di occupati e della produttività in linea con quella degli altri comparti: in particolare per l'Italia non emerge alcuna correlazione con l'occupazione, mentre si riscontra una relazione positiva con la produttività. L'ampliamento delle applicazioni dell'intelligenza artificiale alla robotica industriale prefigura una sempre maggiore diffusione dell'automazione che potrebbe in parte compensare la prevista riduzione della quota di popolazione attiva, anche se gli effetti complessivi sulla domanda di lavoro sono di difficile valutazione (cfr. il riquadro: *Le potenziali conseguenze dell'intelligenza artificiale per i lavoratori italiani* del capitolo 7).

³ Per maggiori dettagli, cfr. D. Dottori, *Robots and employment: evidence from Italy*, "Economia politica", 38, 2, 2021, pp. 739-795, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 572, 2020.

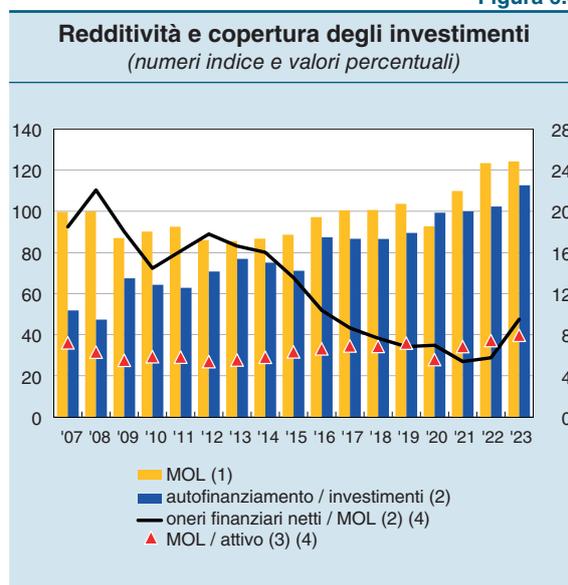
La transizione ecologica. – Dal 2022 la capacità installata di energia da fonti rinnovabili è cresciuta a tassi sostenuti, arrivando a rappresentare circa il 50 per cento del totale. Secondo i dati di fonte Terna, nel 2023 la potenza aggiuntiva da rinnovabili è ammontata complessivamente a 5,8 gigawatt, quasi il doppio dell'anno precedente. La forte accelerazione è dovuta quasi esclusivamente al fotovoltaico, il cui incremento è stato di 5,2 gigawatt, a fronte dei 2,5 del 2022; la crescita è stata diffusa a gran parte delle regioni e a tutte le classi di potenza, con un contributo rilevante anche degli impianti di media dimensione, solitamente associati a utilizzi commerciali o industriali. Nell'eolico l'espansione della capacità installata è stata simile a quella del 2022 (0,5 gigawatt). Secondo i dati Invind, nel 2023 circa il 55 per cento delle imprese con almeno 20 addetti aveva pianificato o già realizzato investimenti per migliorare l'efficienza energetica e per incrementare l'utilizzo o la produzione di energie rinnovabili. La quota di consumi elettrici delle imprese coperta da autoproduzione da energie rinnovabili è stata di circa il 12 per cento, in aumento rispetto all'anno precedente.

L'attuale tasso di crescita della potenza installata, per quanto sostenuto, non è ancora sufficiente a garantire il raggiungimento degli obiettivi europei indicati nel *Piano nazionale integrato per l'energia e il clima*, che richiedono l'installazione di circa 65 gigawatt di capacità aggiuntiva tra il 2024 e il 2030 (oltre 9 in media all'anno). Il progresso nel conseguimento di questi risultati potrebbe essere rallentato sia dal venire meno della spinta esercitata dall'aumento dei prezzi dei combustibili fossili sia dalla fine di alcune misure di sostegno pubblico. L'avvio del piano *REPowerEU* potrebbe tuttavia sostenere l'incremento della capacità installata, contribuendo alla rimozione dei residui ostacoli allo sviluppo delle rinnovabili, rappresentati dalla complessità e dalla durata delle procedure amministrative, nonché da carenze infrastrutturali nelle reti e nei sistemi di accumulo (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza del capitolo 4*).

La redditività e il saldo finanziario

Nel 2023 la redditività delle imprese ha continuato a crescere, sebbene meno che nel biennio precedente (fig. 6.4); il margine operativo lordo (MOL) ha raggiunto il valore più elevato da oltre vent'anni in rapporto all'attivo (8 per cento). Gli aumenti osservati nel periodo 2021-22 in un contesto di ascesa dei costi, non sono stati tuttavia determinati da un incremento dei margini unitari di profitto (mark up; cfr. il capitolo

Figura 6.4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), Cerved e Istat, *Conti economici nazionali* del settore istituzionale delle società non finanziarie; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: redditività e copertura degli investimenti*.

(1) 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 2023 è stimato estrapolando la serie MOL/attivo disponibile fino al 2022 derivata dai dati Cerved e sulla base della variazione nell'anno del rapporto tra MOL e passività finanziarie, al netto dell'effetto dei prezzi di mercato, secondo dati Banca d'Italia (Conti finanziari) e Istat. – (4) Scala di destra.

8 nella *Relazione annuale* sul 2022)⁵. Indicazioni analoghe emergono anche da analisi condotte sui bilanci delle aziende, che mostrano come in questi due anni la crescita del valore aggiunto nominale abbia riflesso l'andamento positivo dei volumi venduti e non un cambiamento delle politiche di prezzo delle aziende; queste ultime hanno trasferito sui prezzi di vendita solo parte dei rincari dei beni intermedi (cfr. il riquadro: *I rincari dei prodotti intermedi, le politiche di prezzo delle imprese e l'effetto sul valore aggiunto*). Soltanto nel 2023 i margini di profitto sono aumentati beneficiando del calo dei costi dei beni energetici (cfr. il capitolo 14).

I RINCARI DEI PRODOTTI INTERMEDI, LE POLITICHE DI PREZZO DELLE IMPRESE E L'EFFETTO SUL VALORE AGGIUNTO

La redditività delle imprese non finanziarie italiane è fortemente cresciuta nel biennio 2021-22, nonostante l'aumento dei costi dovuto al rincaro dei prodotti energetici e dei beni intermedi, seppure attenuato dalle misure di sostegno pubbliche¹. Ciò è dipeso dall'andamento dei volumi venduti più che dalla scelta delle imprese di scaricare questi rincari sui prezzi di vendita dei prodotti.

L'analisi dei dati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* della Banca d'Italia, integrati con quelli sui bilanci delle aziende, permette di distinguere l'effetto sulla variazione del valore aggiunto dovuto alle dinamiche dei prezzi di vendita e di quelli dei beni intermedi e delle materie prime, dall'effetto riconducibile alle quantità vendute e acquistate. Nel periodo 2021-22 il valore aggiunto, una misura di margine economico data dalla differenza tra il valore della produzione e il costo dei beni e servizi intermedi, è aumentato di oltre il 10 per cento in media annua nell'intera economia.

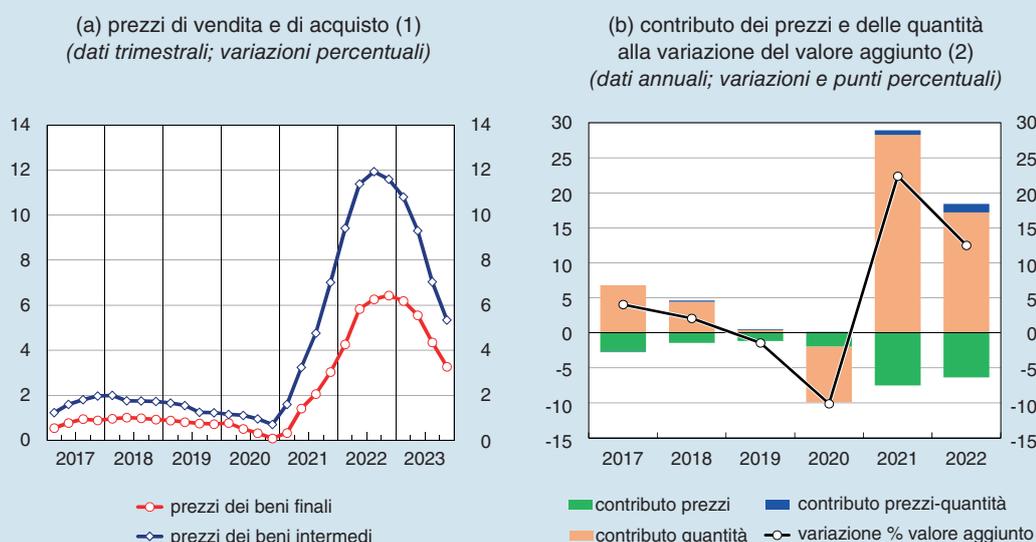
I risultati mostrano che le variazioni dei prezzi finali sono generalmente inferiori a quelle dei prezzi dei beni e servizi acquistati: dal 2017, con l'eccezione del periodo pandemico², le prime sono state in media dello 0,6 per cento, a fronte di un incremento delle seconde dell'1,0 (figura, pannello a). Il contributo delle politiche di prezzo al valore aggiunto è stato inoltre negativo (figura, pannello b); il marcato aumento del valore aggiunto è ascrivibile alla più intensa crescita dei volumi venduti, data la forte ripresa della domanda dopo la pandemia, rispetto

¹ Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Le misure pubbliche di contrasto ai rincari dell'energia nei paesi avanzati*, del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2022.

² Nel periodo pandemico la dinamica dei prezzi di vendita si era ridotta rispetto a quella dei costi di acquisto di beni e servizi intermedi, verosimilmente riflettendo l'effetto delle misure di sostegno pubblico, che hanno consentito alle imprese di coprire la minore domanda e parte dell'aumento dei costi. Il rapporto tra le variazioni percentuali dei prezzi di vendita e quelle dei prezzi d'acquisto di beni e servizi intermedi è una prima approssimazione del trasferimento a valle dei rincari, che non tiene conto né delle revisioni dei prezzi di vendita passate né di quelle attese per il futuro (cfr. M. Riggi e A. Tagliabracci, *Price rigidities, input costs, and inflation expectations: understanding firms' pricing decisions from micro data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 733, 2022).

⁵ Per approfondimenti, 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.

Dinamica dei prezzi e del valore aggiunto delle imprese italiane (1)



Fonte: per le variazioni dei prezzi di acquisto e di vendita: elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*; per i dati di bilancio: elaborazioni su dati Cerved; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*.

(1) Variazione media annuale. – (2) L'istogramma scompone il tasso di crescita medio effettivo del valore aggiunto risultante dai bilanci individuali delle imprese incluse nel campione dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* in 3 componenti: (a) differenza tra le variazioni di prezzo dei beni finali e intermedi; (b) differenza tra le variazioni delle quantità vendute e acquistate; (c) interazione tra le 2 precedenti componenti. La media semplice è stata riproporzionata all'universo delle imprese italiane attraverso l'uso di pesi campionari.

a quella dei beni intermedi consumati. Questi risultati sono confermati anche distinguendo le imprese fra classi dimensionali e settori di attività economica.

I dati dell'Indagine consentono anche di isolare la componente inattesa delle variazioni dei prezzi dei beni intermedi e delle materie prime (particolarmente rilevante nel biennio in esame)³. Analisi econometriche mostrano una correlazione positiva fra l'entità delle variazioni inattese dei costi e l'intensità del trasferimento a valle dei rincari, più forte per le imprese più grandi (con più di 1.000 dipendenti). Il maggiore trasferimento ai prezzi di vendita non si traduce tuttavia in un aumento significativo del valore aggiunto.

³ Gli shock ai prezzi dei beni intermedi sono definiti come la componente inattesa della variazione annuale dei prezzi di acquisto, misurata dalla differenza tra la variazione percentuale effettiva dei prezzi e quella attesa, rispettivamente alla fine e all'inizio dell'anno.

Secondo l'indagine Invind, nel 2023 più dell'80 per cento delle imprese ha registrato utili; la redditività è aumentata in misura maggiore nei servizi.

Il rialzo dei tassi di interesse ha determinato una crescita degli oneri finanziari, saliti al 9,5 per cento del reddito operativo. Il rapporto tra autofinanziamento e investimenti è cresciuto, per effetto soprattutto di un rallentamento nell'accumulazione del capitale. Il saldo finanziario del settore, oltre 88 miliardi, ha raggiunto il valore massimo dalla metà degli anni novanta (tav. 6.3).

Tavola 6.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (miliardi di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2023	Composizione percentuale		2022	2023
		2022	2023		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	525	22	21	4	-5
Titoli	84	3	3	13	21
<i>di cui:</i> pubblici italiani	45	1	2	6	12
Azioni e partecipazioni	904	34	36	34	43
Crediti commerciali	741	31	29	89	-1
Altre attività (2)	290	10	11	53	14
Totale attività	2.544	100	100	194	73
<i>di cui:</i> sull'estero	683	28	27	62	17
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.316	28	27	33	-19
Prestiti bancari	618	14	13	-11	-27
Altri prestiti (3)	519	11	11	46	-7
Titoli	179	3	4	-2	15
Azioni e partecipazioni	2.542	51	53	7	11
Debiti commerciali	682	15	14	84	0
Altre passività (4)	267	6	6	12	-7
Totale passività	4.807	100	100	137	-16
<i>di cui:</i> sull'estero	930	18	19	70	34
SALDO	-2.263	-	-	57	88

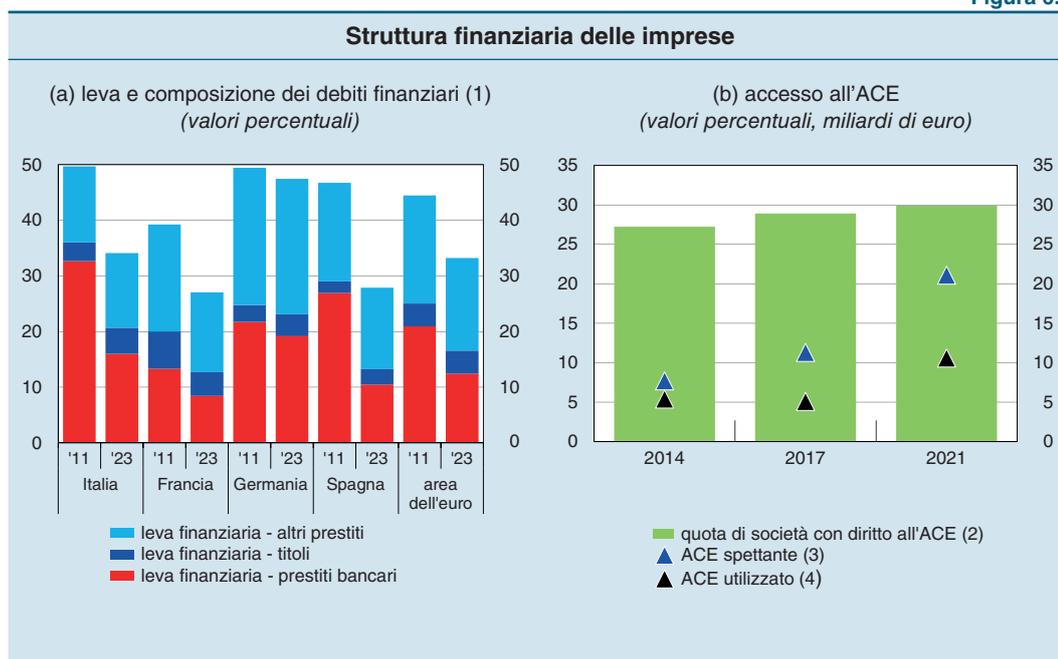
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.
(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura 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 cartolarizzati e i debiti infragruppo. – (4) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati e altre partite minori.

La liquidità, sebbene in lieve calo, rimane su valori elevati, a circa un quarto del PIL. I risultati dell'indagine Invind indicano che poco più di un quinto delle aziende intervistate ha diminuito le proprie disponibilità liquide.

Le fonti di finanziamento

La struttura finanziaria. – Nel 2023 i debiti finanziari delle imprese si sono ulteriormente ridotti; in rapporto al PIL sono diminuiti di quasi 5 punti percentuali, al 63 per cento. La leva finanziaria, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto, è scesa al 34 per cento. Rispetto alla media dei paesi dell'area dell'euro le imprese italiane restano caratterizzate da un maggiore ricorso ai prestiti bancari (fig. 6.5.a).

Negli ultimi anni il crescente apporto di mezzi propri ha contribuito al rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese. L'afflusso di capitale di



Fonte: Banca d'Italia, BCE e Dipartimento delle Finanze.

(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*. La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato ai prezzi di mercato. – (2) Si considerano le società di capitali con diritto alla deduzione ACE in rapporto alle società attive. Sono esclusi i settori finanziario e assicurativo, le Amministrazioni pubbliche, le attività di famiglie e convivenze, le organizzazioni e gli organismi extraterritoriali e le ulteriori attività. – (3) Importo della deduzione riconosciuto alla società a prescindere dal suo utilizzo. Nel 2021, ultimo anno disponibile, i dati includono la parte non trasformata in credito di imposta dell'ACE innovativa, che prevedeva l'applicazione di un tasso di rendimento figurativo incrementato al 15 per cento alle variazioni in aumento del capitale fino a 5 milioni di euro. – (4) Ammontare effettivamente portato in deduzione dalla base imponibile.

rischio è stato favorito dall'introduzione nel 2011 dell'ACE, un incentivo fiscale che prevedeva la deducibilità dal reddito imponibile del rendimento figurativo degli apporti di nuovo capitale proprio e degli utili reinvestiti. Dalla sua introduzione la platea di soggetti con accesso all'agevolazione si è progressivamente ampliata, raggiungendo poco meno di un terzo delle società non finanziarie italiane (fig. 6.5.b). Il ricorso alla misura, eterogeneo tra settori e classi dimensionali, si è tradotto in un risparmio di imposta più pronunciato per le aziende attive nella manifattura e nei servizi ed è stato relativamente più elevato per le piccole imprese⁶. L'ACE è stato abolito con il D.lgs. 216/2023 e finora non è stato sostituito da altri interventi per la patrimonializzazione delle imprese, accentuando il vantaggio fiscale del debito rispetto al capitale di rischio.

⁶ Per ulteriori dettagli, cfr. *Esame del disegno di legge recante "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2024 e bilancio pluriennale per il triennio 2024-2026"* (A.S. 926), audizione del Presidente dell'Istat F.M. Chelli, Commissioni congiunte 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica, bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Roma, 13 novembre 2023; cfr. inoltre *Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame del disegno di legge recante "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2024 e bilancio pluriennale per il triennio 2024-2026"*, Commissioni congiunte 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica, bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Roma, 14 novembre 2023. Sul contributo dell'ACE al rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese, cfr. N. Branzoli e A. Caiumi, *How effective is an incremental ACE in addressing the debt bias? Evidence from corporate tax returns*, "International Tax and Public Finance", 27, 6, 2020, pp. 1485-1519.

Tavola 6.4

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale percentuale marzo 2024
	2021	2022	2023	marzo 2024	
Banche					
Attività economica					
Manifattura	2,4	-0,8	-6,1	-7,2	24,0
Costruzioni	0,1	-0,7	-4,1	-6,1	10,9
Servizi	2,2	0,3	-1,7	-1,1	40,1
Attività immobiliari	-0,9	-3,1	-7,0	-6,6	8,4
Altro	3,2	0,6	-5,6	-5,9	8,3
Dimensione					
Imprese piccole (2)	1,1	-3,3	-7,6	-8,2	15,0
Imprese medio-grandi	1,9	0,2	-3,3	-3,4	76,6
Totale	1,7	-0,4	-4,0	-4,2	91,7
Società finanziarie					
Leasing	-1,1	-1,4	-2,9	-2,1	4,9
Factoring	4,5	14,7	-2,3	-1,4	2,5
Altri finanziamenti	7,3	9,6	11,9	11,9	0,9
Totale	1,3	5,1	-1,7	-0,7	8,3
Banche e società finanziarie					
Totale	1,7	0,0	-3,8	-3,9	100,0

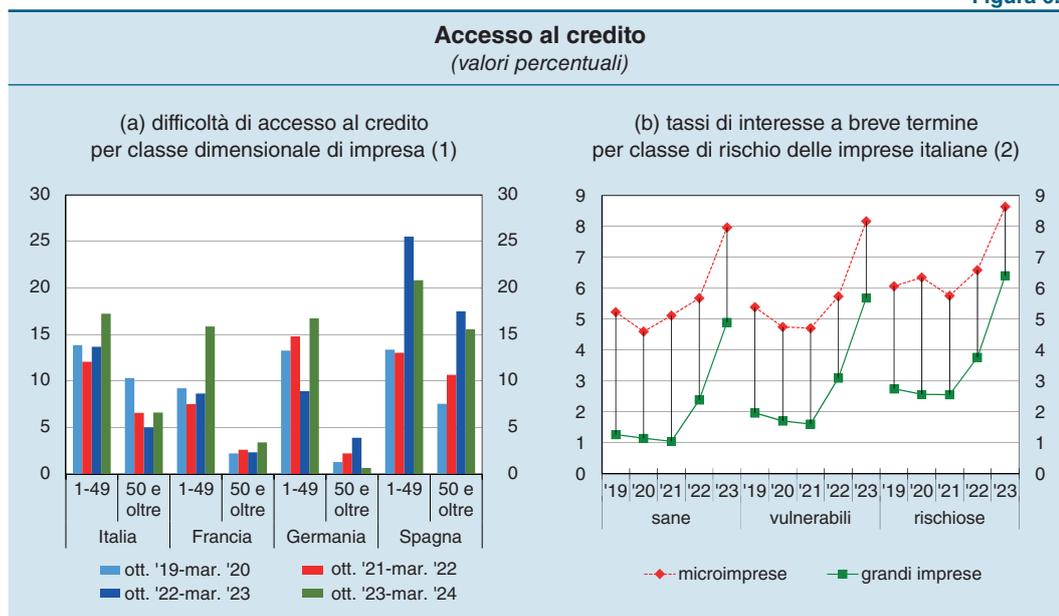
Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. Per marzo 2024, dati provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Il credito. – Nel 2023 i finanziamenti concessi da banche e società finanziarie alle imprese sono diminuiti del 3,8 per cento (tav. 6.4); il calo è proseguito nei mesi più recenti (-3,9 per cento a marzo del 2024).

La contrazione dei prestiti è stata più accentuata tra le aziende più piccole e tra quelle appartenenti al settore delle attività immobiliari. L'indagine Invind segnala una flessione della domanda di credito, collegata principalmente a una variazione nella capacità di autofinanziamento: il saldo tra le imprese che hanno aumentato la domanda di prestiti e quelle che l'hanno ridotta è divenuto negativo.

Il rialzo dei tassi di interesse si è riflesso in una crescita dei mancati rinnovi dei finanziamenti in scadenza e delle estinzioni anticipate, in particolare per quanto riguarda i prestiti contratti durante il periodo pandemico, contribuendo al calo del credito (cfr. il riquadro: *I rimborsi anticipati e la riduzione dei prestiti alle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024). Le imprese che nell'ambito dell'indagine Invind hanno dichiarato di aver rimborsato anticipatamente uno o più prestiti nel 2023 affermano di averlo fatto prevalentemente attraverso una diminuzione delle scorte di liquidità.

Gli intermediari sono stati più selettivi nelle scelte di affidamento. Le difficoltà di ottenere finanziamenti bancari si sono accentuate soprattutto per le imprese più piccole: l'indagine della BCE sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to*



Fonte: BCE, *Survey on the access to finance of enterprises*; elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: condizioni di accesso al credito*. (1) Quota di imprese che hanno dichiarato di aver ottenuto meno del 75 per cento dell'ammontare richiesto sul totale di quelle che hanno domandato credito bancario; le classi dimensionali sono assegnate sulla base del numero degli addetti dell'impresa. cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*. – (2) Tassi di interesse medi sulle consistenze dei prestiti bancari; le classi dimensionali sono definite in base al numero degli addetti e all'attivo (o fatturato) dell'impresa: le microimprese hanno meno di 10 addetti e fatturato o attivo non superiori a 2 milioni di euro, mentre le grandi imprese sono quelle con almeno 250 addetti e fatturato o attivo superiori rispettivamente a 50 e 43 milioni di euro).

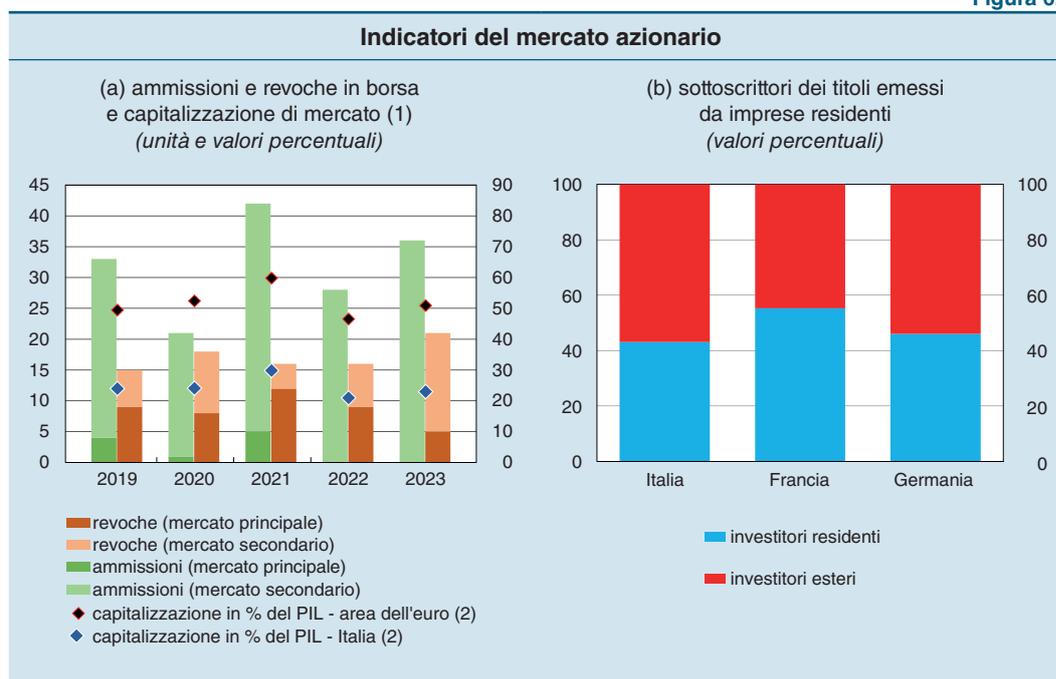
finance of enterprises, SAFE) condotta nel primo trimestre del 2024 indica che la quota di aziende con meno di 50 addetti che hanno dichiarato di non avere ricevuto i prestiti richiesti è cresciuta in tutti i principali paesi dell'area dell'euro dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria (fig. 6.6.a).

Il costo dei finanziamenti ha continuato ad aumentare: in Italia il tasso medio sulle erogazioni è salito al 5,5 per cento a fine anno. Il differenziale tra i tassi applicati alle microimprese e alle società di grande dimensione si è ridotto per tutte le classi di rischio (fig. 6.6.b).

L'accesso al credito continua a essere sostenuto dalla presenza di schemi di garanzia pubblica. Il DL 145/2023 ha previsto per il 2024 una disciplina temporanea dei finanziamenti garantiti dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese basata su condizioni di accesso più favorevoli di quelle in vigore prima dell'emergenza pandemica, ma meno vantaggiose rispetto al regime agevolato introdotto per affrontare le conseguenze del conflitto in Ucraina (DL 50/2022, convertito dalla L. 91/2022); la garanzia è stata estesa anche alle aziende con un numero di dipendenti compreso tra 250 e 499. Nella legge di bilancio per il 2024 è stato inoltre definito un nuovo programma (denominato Garanzia Archimede) offerto a condizioni di mercato da SACE fino al 31 dicembre 2029 per sostenere il processo di transizione energetica e digitale delle grandi imprese.

I canali di finanziamento alternativi al credito. – La raccolta obbligazionaria si è intensificata. Lo scorso anno le emissioni lorde da parte di imprese italiane sono state

Figura 6.7



complessivamente pari a 76 miliardi di euro, 25 in più rispetto al 2022. Oltre due terzi dei collocamenti sono stati effettuati da emittenti con basso profilo di rischio, che hanno beneficiato in media di rendimenti all'emissione più bassi e scadenze dei prestiti più lunghe rispetto alle società con rating inferiore.

Le ammissioni in borsa di società non finanziarie sono state superiori alla media del triennio precedente. Hanno riguardato esclusivamente il segmento Euronext Growth Milan (EGM), dedicato alle imprese più piccole. I nuovi ingressi si sono accompagnati negli ultimi anni a un numero crescente di revocche (fig. 6.7.a): ad aver lasciato il mercato di borsa sono state anche grandi aziende quotate nel listino principale.

La quota di azioni emesse da imprese non finanziarie italiane detenuta da investitori residenti è più bassa nel confronto con Francia e Germania (43 per cento a fronte di 55 e 46, rispettivamente; fig. 6.7.b). La differenza è principalmente dovuta al minor peso delle partecipazioni societarie e al ruolo contenuto degli investitori istituzionali nazionali. Tra i sottoscrittori di azioni quotate il coinvolgimento delle banche italiane è ampio, mentre gli investimenti delle famiglie risultano sostanzialmente in linea con quelli degli altri due paesi europei.

La L. 21/2024 ha introdotto novità normative in tema di governo societario delle imprese, che potrebbero limitare l'ingresso di investitori nel capitale delle società quotate italiane (cfr. il capitolo 11).

Lo scorso anno gli investimenti di società di private equity (PE) e di venture capital (VC) in aziende italiane sono diminuiti, in linea con la dinamica osservata anche in altri paesi europei. Secondo i dati diffusi da Invest Europe/EDC, nel 2023

queste società hanno effettuato 428 operazioni per un ammontare di 6,9 miliardi di euro, un valore quasi dimezzato rispetto a quello del 2022.

Il segmento del venture capital italiano si conferma piccolo nel confronto internazionale: il volume di investimenti realizzato in Italia nel triennio 2021-23 è circa un quinto di quello di Francia e Germania. Tra i principali fattori che incidono sullo scarso sviluppo di questo comparto vi sono il basso grado di innovazione del nostro sistema produttivo e il limitato coinvolgimento degli investitori istituzionali nazionali. Ad assicurazioni e fondi pensione residenti è attribuibile il 2 per cento della raccolta cumulata dei fondi di VC in Italia nel periodo 2021-23, rispetto al 16 per cento in Francia: se questi operatori investissero la stessa quota degli omologhi francesi, la raccolta dei fondi di VC italiani raddoppierebbe.

7. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2023 l'occupazione ha continuato a espandersi in modo sostenuto. La domanda è stata favorita dalla moderata dinamica salariale, che ha reso il lavoro relativamente più conveniente rispetto ad altri fattori di produzione, interessati da forti rincari nel biennio 2021-22.

L'aumento del numero di occupati, più intenso nelle regioni meridionali, ha coinvolto la maggioranza dei comparti. I contributi principali alla crescita sono venuti dall'industria in senso stretto e dal terziario; l'occupazione nelle costruzioni ha rallentato, dopo la forte espansione degli scorsi anni.

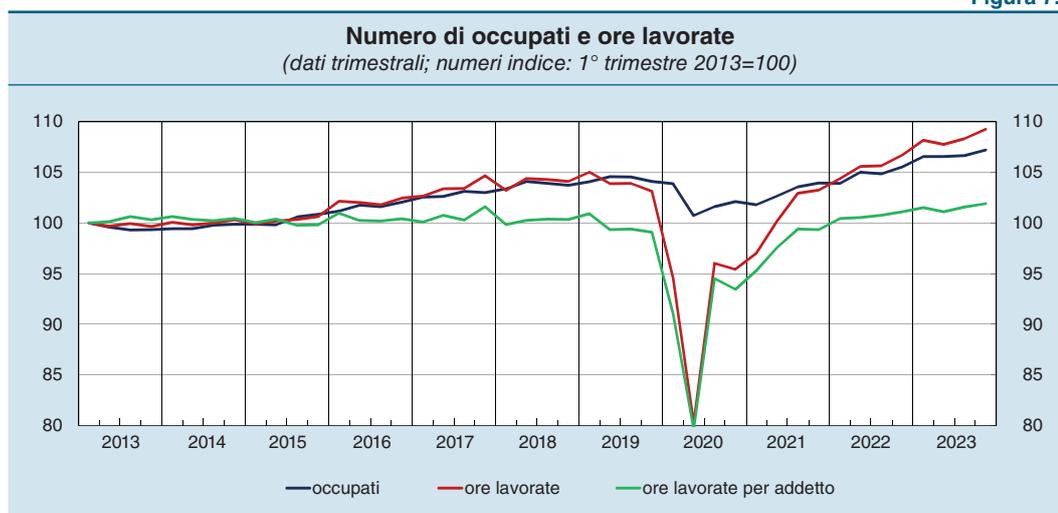
Tra i lavoratori dipendenti, l'aumento ha riguardato le sole posizioni a tempo indeterminato; è inoltre diminuita la quota di addetti impiegati a tempo parziale che preferirebbero lavorare a tempo pieno. Rispetto al periodo precedente la pandemia, la crescita dell'occupazione non si è tradotta in un miglioramento della sua composizione, che resta sbilanciata verso le professioni meno qualificate; nei prossimi anni l'adozione di tecnologie basate su sistemi di intelligenza artificiale potrebbe influenzare la domanda di lavoro, soprattutto per le posizioni che richiedono maggiori competenze cognitive. Il numero di posti vacanti nelle imprese rispetto al totale delle persone in cerca di un impiego – un indicatore del livello di competizione per il reclutamento dei lavoratori – è rimasto elevato.

Grazie alla marcata crescita dei tassi di partecipazione, alla fine del 2023 le forze di lavoro hanno raggiunto livelli di poco superiori a quelli del 2019, benché nello stesso periodo la popolazione tra 15 e 64 anni sia calata di circa 600.000 unità. All'aumento dell'offerta di lavoro hanno contribuito sia il proseguimento della dinamica positiva dei tassi di attività nella fascia di età oltre i 50 anni, sia la recente ripresa fra i più giovani. Il tasso di disoccupazione si è nuovamente ridotto, portandosi su valori tra i più bassi degli ultimi vent'anni. Secondo le stime preliminari, nei primi mesi del 2024 l'occupazione ha rallentato, espandendosi in linea con il prodotto.

L'occupazione

L'anno scorso l'occupazione ha continuato a crescere a ritmi sostenuti: il numero di addetti e le ore lavorate sono aumentati rispettivamente dell'1,8 e del 2,3 per cento (fig. 7.1 e tav. 7.1). L'espansione è stata prevalentemente trainata dal lavoro dipendente a tempo indeterminato, a fronte di un calo di quello a termine. Il lavoro autonomo, caratterizzato da una tendenza alla riduzione fin dalla recessione del 2008, è cresciuto in misura più limitata, rimanendo al di sotto dei livelli precedenti la pandemia.

Figura 7.1



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

Tavola 7.1

Principali indicatori del mercato del lavoro
(variazioni percentuali sul periodo precedente; migliaia di occupati e milioni di ore)

VOCI	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	var. 2023 su 2022	Consistenza media nel 2023
Occupati totali	0,9	0,0	0,1	0,5	1,8	26.096
Dipendenti	0,8	0,1	0,0	0,8	2,0	20.311
Indipendenti	1,5	-0,3	0,4	-0,6	1,3	5.784
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-1,2	-0,5	-0,1	0,3	-1,5	872
Industria in senso stretto	1,1	0,2	0,3	0,1	1,7	4.350
di cui: attività manifatturiere	1,2	0,1	0,3	0,0	1,7	4.005
Costruzioni	0,8	-0,7	1,1	0,4	1,3	1.784
Servizi	1,0	0,1	-0,1	0,7	2,1	19.089
di cui: prevalentemente pubblici (1)	0,8	0,3	0,4	-0,2	1,8	5.002
Ore lavorate totali	1,4	-0,4	0,5	0,8	2,3	45.261
Dipendenti	1,6	-0,2	0,5	1,2	2,9	32.650
Indipendenti	0,7	-0,8	0,7	0,0	0,9	12.610

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*.
(1) Include difesa e assicurazione sociale obbligatoria, istruzione, sanità e assistenza sociale.

L'aumento dell'occupazione, superiore a quello del prodotto, è stato favorito dalla crescita ancora moderata delle retribuzioni (cfr. il capitolo 8), che ha reso il lavoro relativamente più conveniente rispetto ad altri fattori di produzione, come in particolare i beni intermedi importati. Ne è seguita dal 2022 una ricomposizione della produzione a favore delle imprese a maggiore intensità di lavoro, che ha sostenuto l'espansione delle ore lavorate ma ha contemporaneamente ridotto la produttività media (cfr. il capitolo 14).

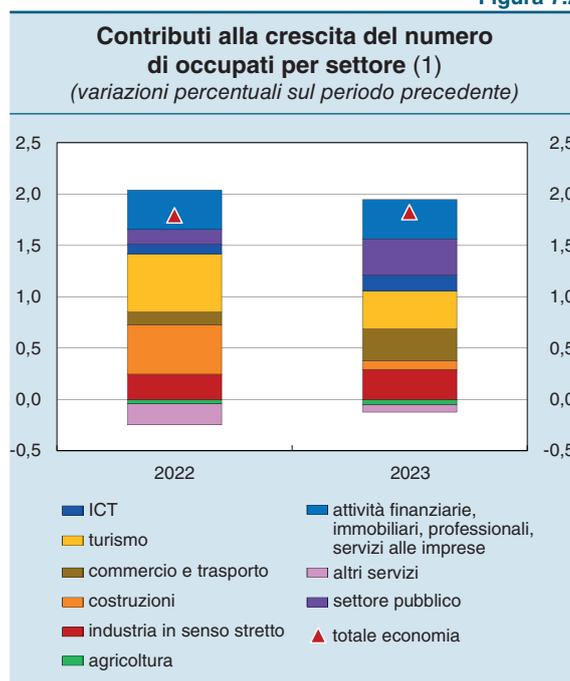
La maggiore crescita dell'occupazione rispetto al PIL non sembra invece riconducibile alla necessità delle imprese con una produzione stagnante di trattenere la forza lavoro al fine di evitare i costi associati ai licenziamenti e alla ricerca di nuovi

dipendenti in futuro (*labour hoarding*). I casi in cui le aziende evitano perdite di personale si associano generalmente a un maggiore utilizzo della Cassa integrazione guadagni (CIG) e a una riduzione delle ore per addetto. Le ore autorizzate di CIG sono invece ulteriormente scese rispetto al 2022, tornando su livelli vicini a quelli precedenti la pandemia. Inoltre le ore di lavoro per dipendente sono aumentate dello 0,9 per cento e, secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) dell'Istat¹, la quota di lavoratori part-time è scesa al 18 per cento, un punto percentuale in meno rispetto al 2019. In particolare è diminuita significativamente la percentuale di addetti che, pur svolgendo un lavoro a orario ridotto, desidererebbero lavorare a tempo pieno (al 53,4 per cento, dal 64,2 nel 2019, secondo i dati dell'Eurostat).

L'espansione del numero di occupati ha interessato tutti i settori economici ad eccezione dell'agricoltura e di alcune attività dei servizi (fig. 7.2). Oltre che nell'industria in senso stretto e nei comparti dell'alloggio e della ristorazione, che avevano sostenuto la dinamica dell'occupazione già nel 2022, la crescita si è rafforzata nel commercio, nelle attività professionali e nei servizi prevalentemente pubblici (Pubblica amministrazione, istruzione e sanità). L'aumento è stato marcato anche nei comparti del terziario a più alto contenuto tecnologico, come quelli dell'informazione e della comunicazione, che però impiegano ancora una quota relativamente bassa di lavoratori (2,7 per cento) nel confronto con la media dell'area dell'euro (3,3 per cento). L'occupazione nelle costruzioni, cresciuta in misura particolarmente robusta dopo la pandemia, ha invece rallentato. Nella seconda parte dell'anno si è tuttavia osservata una parziale ripresa, sospinta dai lavori per le opere pubbliche finanziate dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) e dall'accelerazione di quelli nell'edilizia residenziale in vista del ridimensionamento degli incentivi pubblici da gennaio 2024.

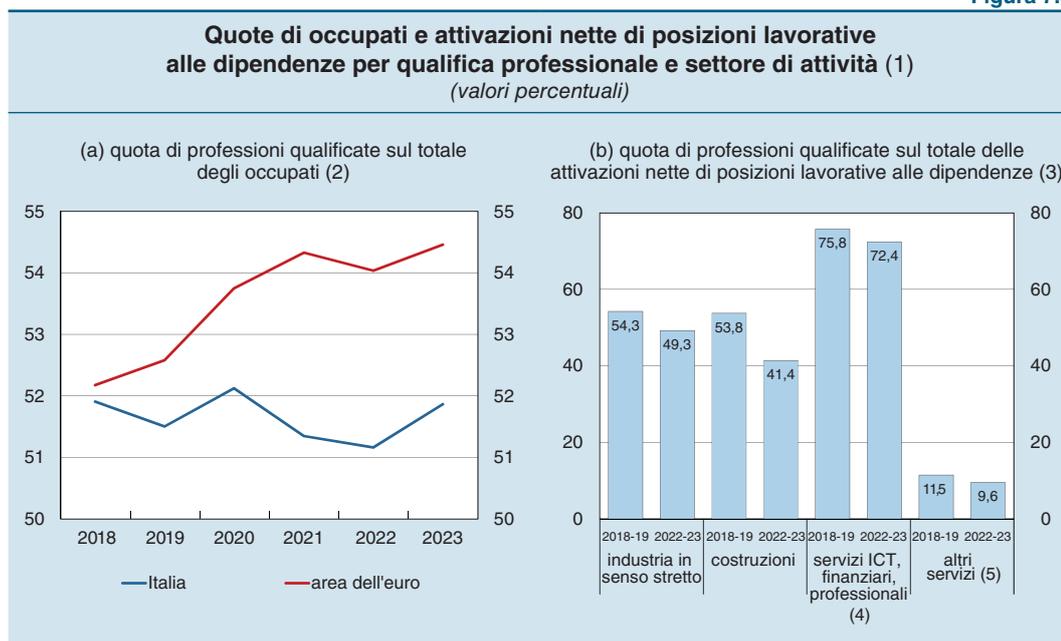
Secondo i dati dell'Eurostat, la significativa crescita dell'occupazione dell'ultimo biennio non si è tradotta in un aumento della quota di professioni a maggior livello di competenza rispetto al periodo 2018-19 (fig. 7.3.a). Diversamente, nella

Figura 7.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*.
(1) Il triangolo indica la variazione percentuale annua degli occupati per il totale dell'economia. Le barre rappresentano i contributi dei singoli settori alla variazione totale. I gruppi si riferiscono alle sezioni Ateco A (agricoltura), B-E (industria in senso stretto), F (costruzioni), G-H (commercio e trasporto), I (turismo), J (ICT), K-N (attività finanziarie, immobiliari, professionali e servizi di supporto alle imprese), O-Q (settore pubblico), R-U (altri servizi).

¹ Per approfondimenti, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.



Fonte: elaborazioni su dati CICO ed 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) Settore privato non agricolo. Le professioni qualificate corrispondono ai codici ISCO-08 1 (dirigenti), 2 (professioni intellettuali e scientifiche), 3 (professioni tecniche intermedie), 6 (personale specializzato addetto all'agricoltura, alle foreste e alla pesca) e 7 (artigiani e operai specializzati). – (2) Le linee indicano la quota percentuale di occupati in professioni qualificate sul totale degli occupati. Il dato non è corretto per i cambiamenti nell'indagine avvenuti nel 2021 e principalmente relativi alla definizione di occupato; tali cambiamenti comunque sono comuni a tutti i paesi e l'analisi dei microdati per l'Italia conferma lo stesso trend a parità di definizione. – (3) Ogni barra indica la quota percentuale di professioni qualificate sul totale delle attivazioni nette di posizioni lavorative alle dipendenze (contratti a tempo indeterminato, determinato e di apprendistato). Le attivazioni nette sono pari alle assunzioni meno le cessazioni. – (4) Corrispondono alle sezioni Ateco J, K, M. – (5) Corrispondono alle sezioni Ateco G, H, I, L, N.

media dell'area dell'euro l'incidenza è ulteriormente salita, portando il divario con l'Italia a 2,7 punti percentuali (da 0,7 nel biennio 2018-19). Secondo i dati del campione integrato delle comunicazioni obbligatorie (CICO) del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, sulla dinamica italiana ha influito la riduzione della quota di professioni qualificate sul saldo netto delle posizioni lavorative verificatasi nei principali comparti del settore privato non agricolo (fig. 7.3.b); un analogo andamento si osserva nei dati RFL.

Nei prossimi anni la progressiva adozione di tecnologie basate su sistemi di intelligenza artificiale (IA) influenzerà la domanda di lavoro, soprattutto per le professioni che richiedono maggiori competenze cognitive. I lavoratori impiegati in settori e tipologie di occupazione dove i sistemi di IA sono complementari con le loro competenze ne trarranno verosimilmente beneficio in termini di produttività e prospettive occupazionali, mentre altri potrebbero essere esposti al rischio che i loro compiti siano svolti dalle nuove tecnologie (cfr. il riquadro: *Le potenziali conseguenze dell'intelligenza artificiale per i lavoratori italiani*).

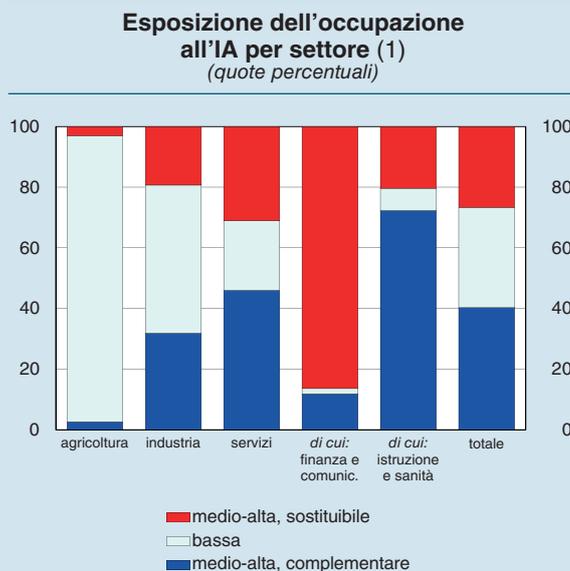
LE POTENZIALI CONSEGUENZE DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE PER I LAVORATORI ITALIANI

Il rapido sviluppo dell'intelligenza artificiale potrebbe avere effetti rilevanti sul mercato del lavoro, che sono però difficilmente prevedibili: da un lato le nuove tecnologie sono ancora in fase di sviluppo e la loro adozione da parte delle imprese

italiane è limitata¹; dall'altro lato le conseguenze della loro applicazione saranno influenzate dalle scelte degli agenti economici interessati e dall'evoluzione del quadro normativo. Vi è tuttavia un generale consenso che le professioni più esposte siano quelle che richiedono principalmente competenze cognitive, mentre sarebbero meno coinvolte quelle che comportano attività manuali².

In base a elaborazioni sui dati dell'RFL, circa i due terzi dei lavoratori italiani sarebbero esposti all'introduzione dell'IA (figura), in linea con le stime disponibili per altre economie avanzate³. Per il 40 per cento degli occupati vi sarebbe una relazione di complementarità con l'impiego dell'IA, con potenziali benefici in termini di produttività e domanda di lavoro; per oltre un quarto si riscontra invece una prevalenza del rischio di sostituzione. L'eterogeneità settoriale è notevole: poco meno di quattro quinti dei lavoratori dei servizi risultano esposti all'IA, mentre la quasi totalità degli addetti del settore agricolo e circa la metà di quelli dell'industria presentano un livello di esposizione basso. Nel terziario è elevato il rischio di sostituzione nei servizi di comunicazione e finanziari, mentre nell'istruzione e nella sanità prevale la complementarità.

Figura



Fonte: elaborazioni su dati RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*. (1) Per la definizione del livello di esposizione e della complementarità o sostituibilità delle occupazioni rispetto all'IA, cfr. la nota 2 del riquadro. Per le occupazioni a bassa esposizione non si distingue tra potenziale di complementarità e sostituibilità, dato il basso grado di correlazione con l'IA. Dati riferiti al secondo trimestre del 2023.

¹ L'intelligenza artificiale comprende sistemi in grado di replicare abilità umane come la capacità di apprendere, risolvere problemi e creare contenuti. In base all'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI) elaborato dalla Commissione europea, nel 2023 solo l'8 per cento delle aziende della UE e il 5 di quelle italiane adottavano tecnologie di IA.

² La misura di esposizione all'IA a cui si fa riferimento in questo riquadro si basa sul grado di correlazione tra le abilità umane richieste dalle mansioni che caratterizzano una singola occupazione e quelle che è in grado di svolgere l'IA; cfr. E.W. Felten, M. Raj e R. Seamans, *Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: a novel dataset and its potential uses*, "Strategic Management Journal", 42, 12, 2021, pp. 2193-2354. Definiamo a esposizione medio-alta le occupazioni che hanno valori di questo indicatore nei due terzi superiori della sua distribuzione. Tali professioni vengono distinte ulteriormente (sulla base di un indice di complementarità costruito tenendo conto di alcune caratteristiche, quali il contesto lavorativo e i livelli di istruzione e di formazione richiesti) in occupazioni sostituibili dall'IA (quando hanno valori dell'indice di complementarità inferiori alla mediana) e occupazioni complementari con l'IA (quando hanno valori superiori alla mediana); cfr. C. Pizzinelli, A. Pantoni, M.M. Tavares, M. Cazzaniga e L. Li, *Labor market exposure to AI: cross-country differences and distributional implications*, IMF Working Paper, 216, 2023.

³ Nel complesso delle economie avanzate l'esposizione all'IA riguarda circa il 60 per cento dei lavoratori. Il livello di esposizione è simile se si guarda ai soli Stati Uniti, mentre si colloca intorno al 70 per cento nel Regno Unito; cfr. M. Cazzaniga, F. Jaumotte, L. Li, G. Melina, A.J. Pantoni, C. Pizzinelli, E. Rockall e M.M. Tavares, *Gen-AI: artificial intelligence and the future of work*, IMF Staff Discussion Notes, 1, 2024.

Data la composizione della forza lavoro impiegata nei diversi settori e mansioni, le donne sono maggiormente esposte, con una quota superiore rispetto agli uomini sia nelle situazioni di complementarità sia in quelle di sostituibilità (tavola). I diplomati sono più interessati dal rischio di sostituzione, mentre i laureati si concentrano nelle professioni complementari. Non emergono invece differenze significative per classe di età.

Tavola

Esposizione all'IA per genere, istruzione ed età (1)
(quote percentuali)

LIVELLO DI ESPOSIZIONE	Genere		Titolo di studio			Età		Totale
	uomini	donne	no diploma	diploma	laurea	meno di 40 anni	almeno 40 anni	
Medio-alta, complementare	37,6	44,0	27,3	36,2	64,6	39,8	40,5	40,3
Bassa	40,4	22,9	60,0	27,3	4,4	34,3	32,5	33,1
Medio-alta, sostituibile	22,0	33,1	12,7	36,4	31,0	25,9	27,0	26,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

(1) Per la definizione del livello di esposizione e della complementarità o sostituibilità delle occupazioni rispetto all'IA, cfr. la nota 2 del riquadro. Per le occupazioni a bassa esposizione non si distingue tra potenziale di complementarità e sostituibilità, dato il basso grado di correlazione con l'IA. Dati riferiti al 2° trimestre del 2023.

Nelle fasce medio-basse della distribuzione del reddito le occupazioni sono meno esposte al cambiamento, mentre in quelle più alte figurano sia le occupazioni a maggiore rischio di sostituzione sia quelle complementari all'IA; gli effetti sulla disuguaglianza sono quindi incerti⁴.

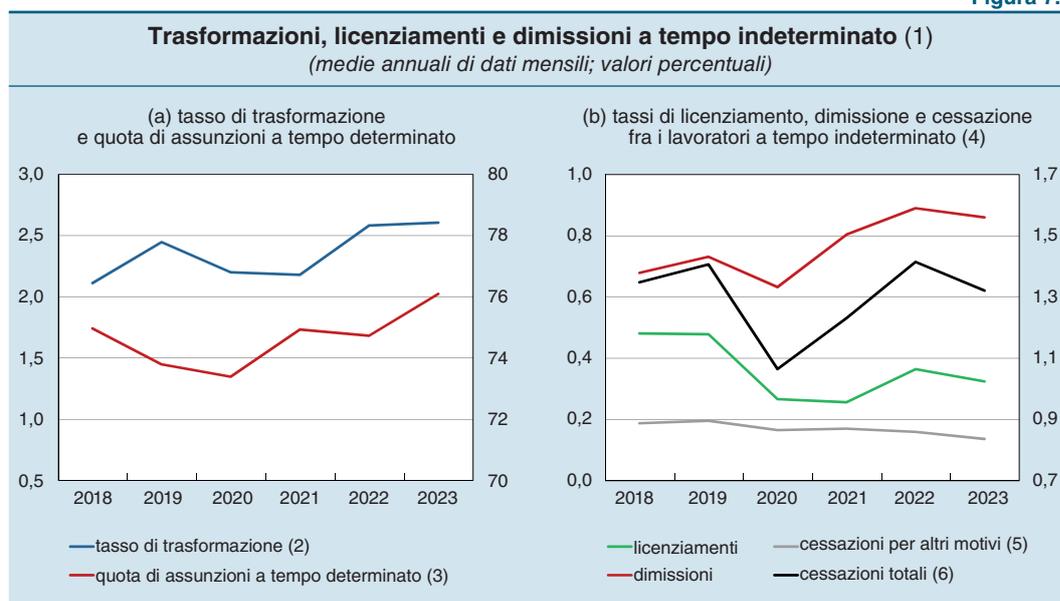
⁴ In base al modo in cui sarà introdotta nei processi produttivi, l'IA potrebbe in qualche caso modificare la natura delle attività svolte (ad es. alcune professioni a cui attualmente sono assegnati solo compiti di natura operativa potrebbero diventare in grado di svolgere attività che richiedono maggiori capacità decisionali), con conseguenze difficilmente valutabili sul livello di esposizione e sulla produttività.

Come nel 2022, l'aumento dell'occupazione alle dipendenze si è concentrato fra i contratti stabili. Secondo i dati CICO, nel 2023 è stato creato circa un terzo di rapporti di lavoro permanenti in più rispetto al 2019. Alla crescita dell'occupazione a tempo indeterminato ha contribuito soprattutto l'elevato numero di trasformazioni di posizioni temporanee o di apprendistato, a fronte di una quota di assunzioni a termine leggermente superiore ai livelli precedenti la pandemia (fig. 7.4.a)². Tenendo conto delle caratteristiche dei lavoratori interessati³ si stima che la dinamica delle trasformazioni dipenda per poco meno della metà dall'elevato numero di assunzioni con contratto a termine nell'ultimo triennio e per il resto da un aumento del tasso di trasformazione rispetto al 2019.

² Le assunzioni e le trasformazioni a tempo indeterminato dei lavoratori fino a 35 anni hanno avuto un andamento più favorevole rispetto a quello per la fascia di età tra i 36 e i 49 anni, presumibilmente per effetto dell'esonero contributivo totale per i più giovani, introdotto nel 2021 ed esteso sino alla fine del 2023 dalla L. 197/2022.

³ Le caratteristiche considerate sono: settore, qualifica e durata del contratto; età, genere e titolo di studio del lavoratore.

Figura 7.4



Fonte: elaborazioni su dati CICO ed EU-LFS; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: European Union Labour Force Survey.

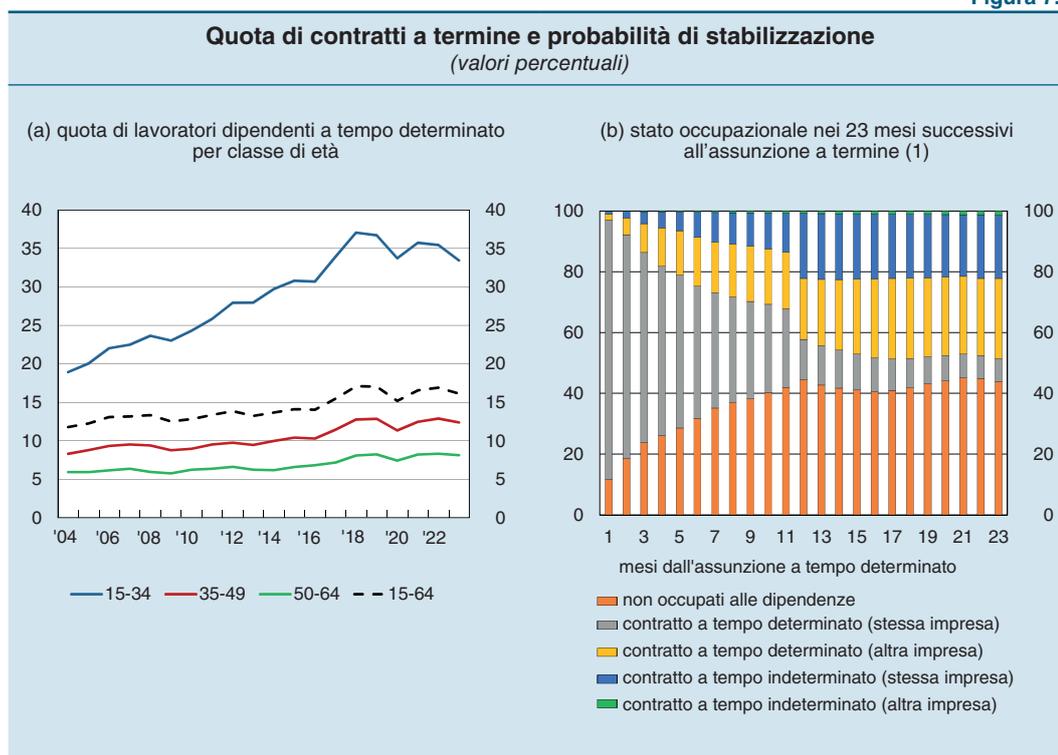
(1) Settore privato non agricolo. – (2) Media annuale della quota mensile di contratti di lavoro a termine convertiti a tempo indeterminato. – (3) Quota di assunzioni a tempo determinato rispetto al totale delle assunzioni. Scala di destra. – (4) I tassi sono calcolati come media annuale (stimata sulla base dei dati CICO mensili) del rapporto tra il totale delle cessazioni (per motivo) e il numero di lavoratori dipendenti a tempo indeterminato in ciascun mese, calcolato sulla base dei dati trimestrali EU-LFS. – (5) Includono le cessazioni per decesso, pensionamento, risoluzione consensuale, fine attività, decadenza dal servizio e recesso. – (6) Scala di destra.

Il tasso di cessazione dei contratti a tempo indeterminato si è mantenuto su livelli simili a quelli precedenti la pandemia (attorno all'1,3 per cento; fig. 7.4.b): mentre il tasso di licenziamento è rimasto inferiore a quello del 2019, la quota di dimissioni volontarie è stata più elevata, per effetto del maggior numero di transizioni da un lavoro a un altro⁴, dovute anche all'accresciuta concorrenza fra le imprese per il reperimento del personale.

Nonostante l'incidenza del lavoro a termine sia scesa nel corso dell'ultimo quadriennio, principalmente nella fascia di età tra 15 e 34 anni, resta comunque molto più alta rispetto all'inizio degli anni duemila (fig. 7.5.a). Circa l'80 per cento dei lavoratori con un contratto a tempo determinato non viene stabilizzato entro due anni dall'assunzione: il 30 per cento rimane occupato con un altro contratto a termine e il restante 50 non risulta più impiegato alle dipendenze (fig. 7.5.b). Secondo nostre analisi ciò è dovuto al fatto che un numero significativo di imprese, anziché stabilizzare il personale già assunto con contratti di tipo temporaneo, preferisce assumere nuovi lavoratori a termine⁵. Il fenomeno si concentra in alcune aziende che utilizzano sistematicamente contratti di breve durata, in particolare nei comparti delle costruzioni, dell'alloggio e ristorazione e delle attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento, in larga misura indipendentemente dalla stagionalità dell'attività.

⁴ Secondo i dati CICO, nella maggioranza dei casi (71 per cento nel 2021-22) alle dimissioni segue una transizione verso un altro datore di lavoro entro sei mesi. Tale quota è cresciuta rispetto al periodo precedente la pandemia (64 per cento nel 2018-19).

⁵ Per maggiori informazioni, cfr. M. Palladino, M. Sartori ed E. Viviano, *The roads to conversion: understanding firm strategies in the use of temporary employment*, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.



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

(1) Lavoratori dipendenti fra i 25 e i 55 anni del settore privato non agricolo. Sono esclusi i rapporti di lavoro all'estero e i contratti di durata inferiore a 7 giorni. Lo stato occupazionale si riferisce ai nuovi rapporti di lavoro a tempo determinato iniziati nel 1° trimestre del 2023, seguiti nel corso dei successivi 23 mesi; la stima parte dal primo contratto di lavoro fra un lavoratore e un'impresa e considera tutti i contratti successivi.

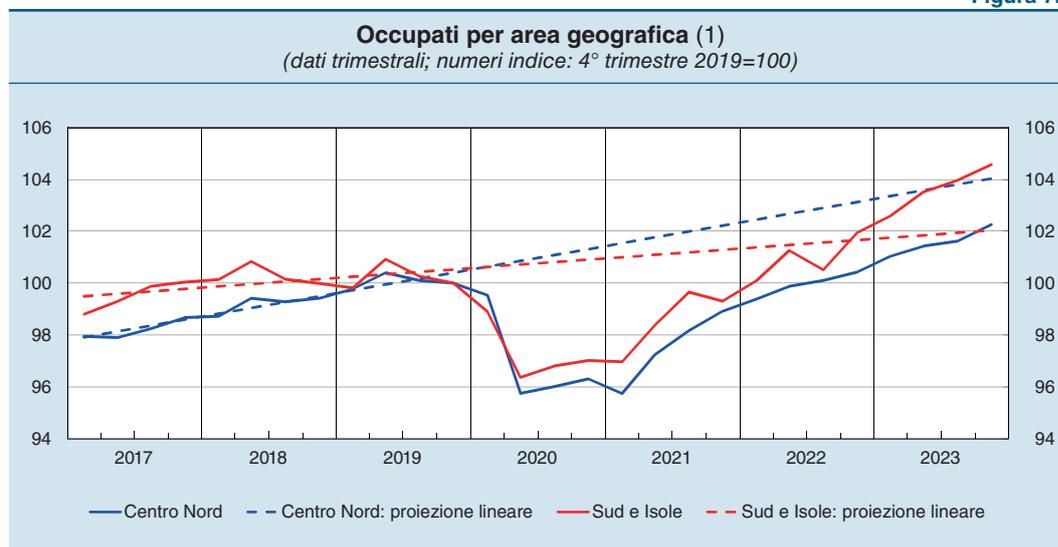
A livello di macroarea, nel 2023 l'aumento del numero di addetti è stato più forte nel Mezzogiorno rispetto al Centro Nord (3,1 e 1,7 per cento, secondo l'RFL), principalmente per una maggiore espansione nell'industria in senso stretto e nei servizi prevalentemente pubblici. L'occupazione nelle regioni meridionali si è così portata su un sentiero di crescita più favorevole rispetto agli anni precedenti la pandemia (fig. 7.6), sebbene i divari tra le due aree rimangano marcati (cfr. il riquadro: *Gli andamenti economici territoriali* del capitolo 4). Le imprese nel Sud e nelle Isole hanno continuato a beneficiare della riduzione del 30 per cento dei contributi a loro carico, introdotta alla fine del 2020⁶. Considerando anche gli altri sgravi previsti per specifiche categorie di lavoratori⁷, nel 2023 il 65 per cento delle assunzioni a termine o a tempo indeterminato e il 75 delle trasformazioni godeva di

⁶ Tale riduzione, nota come decontribuzione Sud, è stata prevista dalle LL. 104/2020 e 178/2020 e dovrebbe proseguire fino al 2025, per poi scendere al 20 per cento tra il 2026 e il 2027, e al 10 dal 2028 al 2029; è però soggetta ad autorizzazione periodica da parte della Commissione europea, attualmente prevista solo fino al 30 giugno 2024.

⁷ La decontribuzione Sud è stata l'agevolazione più diffusa per numero di beneficiari, seguita dagli esoneri contributivi per l'assunzione a tempo indeterminato dei giovani fino a 36 anni e per l'impiego, senza restrizioni sulla durata del contratto, di donne disoccupate da almeno 24 mesi (o da 6 mesi nelle regioni ammissibili ai fondi strutturali europei); a questi si aggiungono altri sgravi che coinvolgono un minor numero di lavoratori.

un'agevolazione contributiva nelle regioni meridionali, contro rispettivamente il 4 e il 16 per cento in quelle centro settentrionali⁸.

Figura 7.6



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

(1) Le linee tratteggiate sono le proiezioni lineari stimate sul periodo dal 1° trimestre 2017 al 4° trimestre 2019.

I primi mesi del 2024. – Secondo i dati provvisori dell'RFL, nel primo trimestre del 2024 l'occupazione ha continuato ad aumentare, ma a ritmi inferiori rispetto all'anno precedente (0,2 per cento nel confronto con l'ultimo trimestre del 2023); la crescita è stata sostanzialmente in linea con quella del PIL (stime preliminari). Il rallentamento è dovuto a una contrazione nel numero di lavoratori indipendenti e a termine, mentre è proseguita l'espansione di quelli a tempo indeterminato. L'aumento ha riguardato solamente la fascia di età superiore a 35 anni, a fronte di una stagnazione per i più giovani.

L'offerta di lavoro

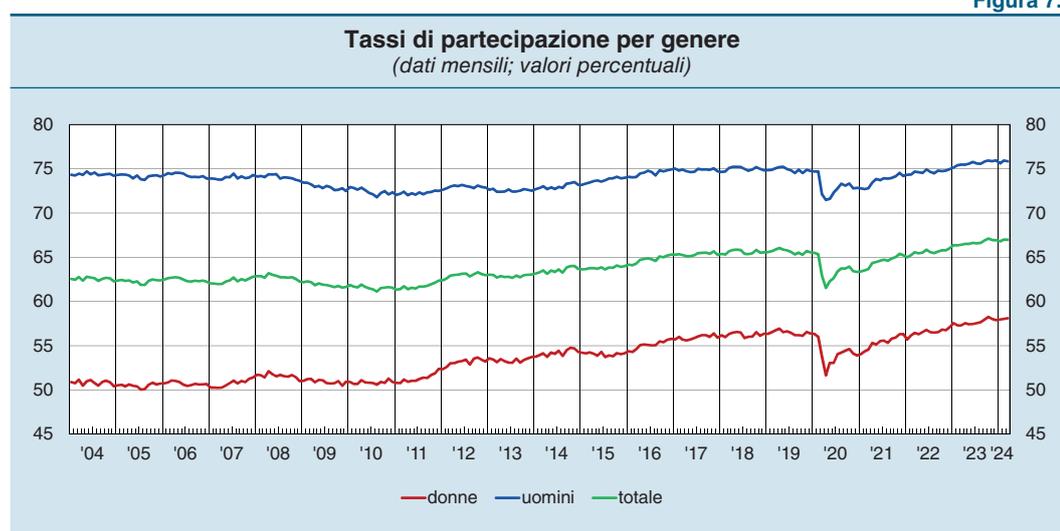
Alla fine del 2023 il numero delle persone attive ha superato i livelli precedenti la pandemia, grazie a un significativo aumento della partecipazione che ha più che compensato il forte calo dei residenti in età da lavoro dovuto all'invecchiamento della popolazione (circa 600.000 persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni, dal 1° gennaio 2020 al 1° gennaio 2024).

L'anno scorso il tasso di attività è salito di 1,1 punti rispetto al 2022, al 66,7 per cento (tav. 7.2), il valore più alto dal 1977, primo anno per cui sono disponibili i dati dell'RFL. L'aumento è in linea con la dinamica positiva che si è avviata nel 2012 e si

⁸ Secondo i dati dell'INPS per il settore privato non agricolo, esclusi i contratti stagionali, di apprendistato, di somministrazione e di lavoro intermittente. La decontribuzione Sud può essere richiesta anche per i rapporti di lavoro in essere, sebbene a livello di singola impresa l'utilizzo sia limitato dai tetti imposti dalla disciplina sugli aiuti di Stato. In totale nel 2023 sono stati agevolati 3,2 milioni di rapporti di lavoro nelle regioni meridionali (a fronte di 3,1 nel 2022 e 2,9 nel 2021).

è interrotta solo durante la pandemia (fig. 7.7). L'incremento delle forze di lavoro nel 2023, pari a 400.000 unità, è spiegato per il 60 per cento⁹ dall'aumento nel tasso di partecipazione degli individui di età superiore ai 49 anni, anche per il perdurare degli effetti delle riforme previdenziali dell'inizio degli anni novanta, rese più stringenti dal DL 201/2011 (riforma Fornero). Il resto è riconducibile alla crescita dell'offerta di lavoro nelle altre fasce di età, in particolare dei giovani tra i 25 e i 34 anni.

Figura 7.7



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

Tavola 7.2

Tassi di partecipazione e disoccupazione per genere ed età
(valori percentuali)

VOCI	Tasso di partecipazione (1)					Tasso di disoccupazione (2)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
Totale	65,7	63,5	64,5	65,5	66,7	9,9	9,3	9,5	8,1	7,7
Donne	56,5	54,1	55,4	56,4	57,7	11,1	10,4	10,6	9,4	8,8
Uomini	74,9	72,9	73,6	74,6	75,7	9,1	8,6	8,7	7,1	6,8
15-34	51,0	48,1	49,9	51,1	51,9	18,2	17,9	17,9	14,4	13,4
35-49	80,8	78,6	79,7	80,8	82,0	8,6	7,9	7,9	7,0	6,9
50-64	64,7	63,5	63,9	64,9	66,7	6,0	5,6	6,0	5,3	5,0
50-74	–	–	–	–	–	5,8	5,4	5,8	5,1	4,8

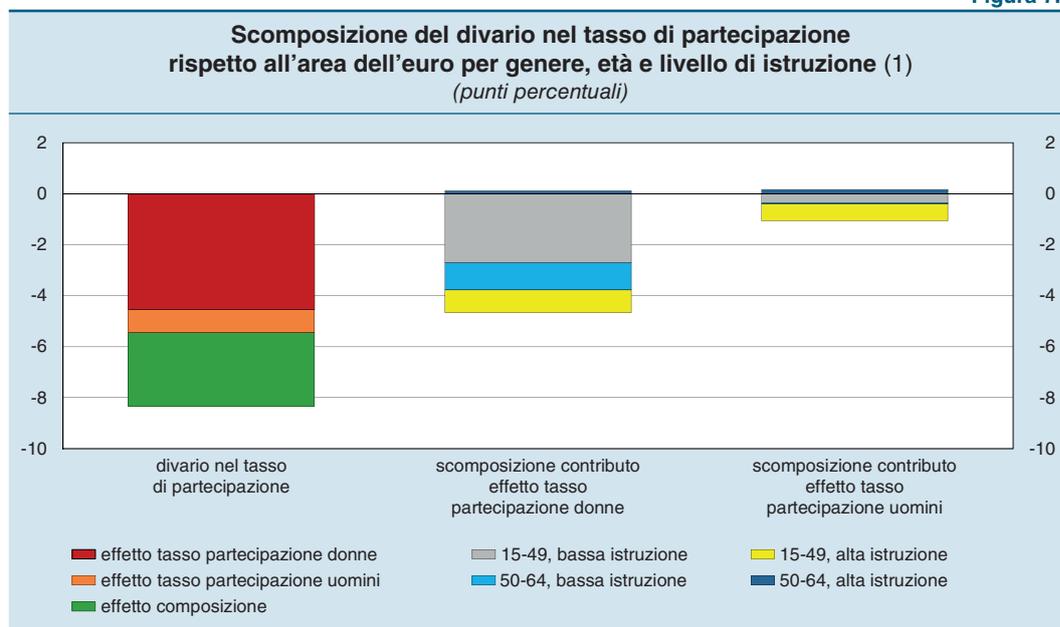
Fonte: elaborazioni su dati Istat, RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Tassi calcolati sulla popolazione tra 15 e 64 anni. – (2) Tassi calcolati sulla popolazione tra 15 e 74 anni.

Nonostante i progressi recenti, il tasso di partecipazione rimane di 8,3 punti percentuali inferiore alla media dell'area dell'euro. Un terzo del divario è dovuto alla maggiore incidenza in Italia di persone relativamente più anziane e meno

⁹ I contributi all'aumento sono calcolati tenendo fissa la composizione per età della popolazione all'anno precedente; tra il 2022 e il 2023 la ricomposizione della popolazione in età attiva verso classi di età più anziane, i cui tassi di partecipazione sono mediamente più bassi, ha influito negativamente sulla variazione delle forze di lavoro per 0,5 punti percentuali.

istruite, caratterizzate da una più ridotta partecipazione al mercato del lavoro (effetto composizione; fig. 7.8); i restanti due terzi sono riconducibili ai minori tassi di attività in alcuni gruppi della popolazione, in particolare tra le donne più giovani non laureate.

Figura 7.8



Fonte: elaborazioni su dati EU-LFS; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: European Union Labour Force Survey.

(1) Dati relativi al 2023. L'effetto composizione misura il contributo al differenziale nel tasso di attività tra l'Italia e la media dell'area dovuto alla diversa composizione della popolazione in età attiva in termini di età, genere e istruzione; è calcolato come la somma delle differenze tra le quote di ciascun gruppo demografico in Italia e nell'area, tenendo fissi i tassi di partecipazione al livello osservato in Italia. L'effetto tasso di partecipazione misura il contributo al differenziale nel tasso di attività tra l'Italia e la media dell'area dovuto ai diversi tassi di partecipazione per ciascuna cella demografica; è calcolato come la differenza tra i tassi di partecipazione di ciascun gruppo in Italia e nell'area, tenendo ferma la composizione dei gruppi al livello osservato nella media dell'area. Gli individui con al massimo un titolo di studio di scuola secondaria superiore sono classificati all'interno del gruppo bassa istruzione; quelli con la laurea nel gruppo alta istruzione.

Sebbene il tasso di attività femminile abbia raggiunto nel 2023 il valore massimo dall'inizio delle rilevazioni campionarie (57,7 per cento), la sua dinamica recente è stata solo marginalmente migliore rispetto a quella degli uomini. Interventi mirati a sostenere l'offerta di lavoro delle donne – rafforzando la disponibilità di servizi di cura per l'infanzia e per gli anziani non autosufficienti, favorendo il coinvolgimento dei padri nella cura dei figli e promuovendo il reinserimento professionale delle donne che hanno lasciato il lavoro da più tempo – potrebbero contribuire a ridurre il differenziale con gli altri paesi europei (cfr. il capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2022).

Nei prossimi anni l'offerta di lavoro continuerà a risentire della dinamica demografica: secondo lo scenario mediano delle ultime proiezioni dell'Istat, entro il 2040 la popolazione tra 15 e 64 anni si ridurrà di 5,4 milioni di individui (14,4 per cento). Il calo sarebbe in parte attenuato se il saldo migratorio netto con l'estero rimanesse in linea con quanto osservato nell'ultimo biennio (267.000 persone all'anno), al di sopra di quanto attualmente incluso nelle proiezioni (173.000). Il DPCM del 27 settembre 2023 (decreto "flussi") prevede l'ingresso di 151.000 lavoratori stranieri in media all'anno nel triennio 2023-25. Lo stesso decreto favorisce un incremento dell'immigrazione al di fuori delle quote per alcune categorie, in particolare per gli stranieri iscritti a un ciclo di studi superiori in Italia e che intendono rimanere nel Paese dopo averlo completato.

Il saldo migratorio netto è ridotto dall'emigrazione dei giovani italiani, più elevata fra i laureati. I flussi in uscita sono cresciuti marcatamente dopo la crisi del debito sovrano, quando in Italia il tasso di disoccupazione per la fascia di età 20-34 è fortemente aumentato rispetto a quello medio dell'area dell'euro (fig. 7.9); negli anni più recenti sono lievemente diminuiti.

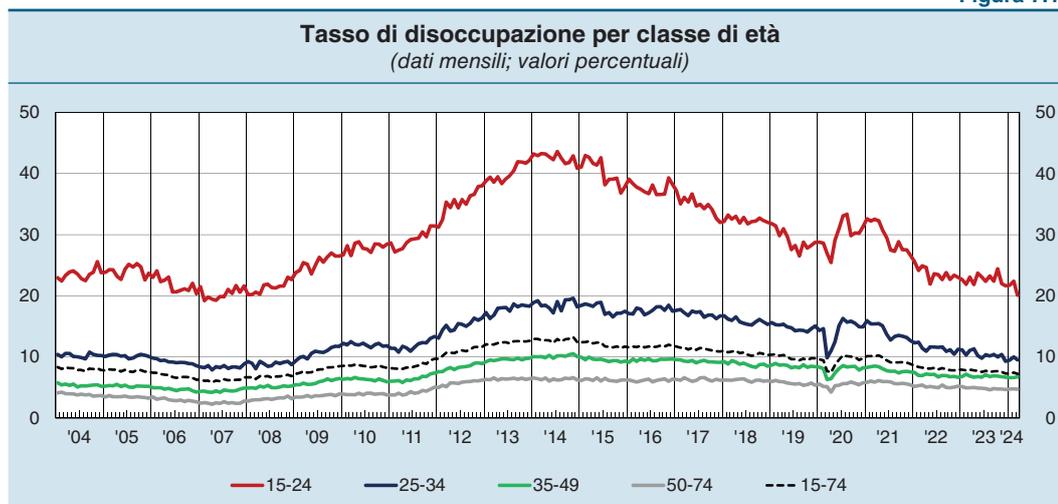
Figura 7.9



Fonte: elaborazioni su dati EU-LFS e Istat, trasferimenti di residenza; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro: European Union Labour Force Survey* e *Mercato del lavoro: iscrizioni e cancellazioni all'anagrafe per trasferimento di residenza*. (1) Scala di destra. Il tasso di disoccupazione, disponibile per la classe di età 20-34 anni, non è corretto per le interruzioni delle serie storiche avvenute nel 2005 e nel 2021; tali interruzioni sono relative ai medesimi anni sia per l'Italia sia per l'area dell'euro e si riferiscono a modifiche metodologiche comuni a tutte le indagini sulle forze di lavoro dei paesi europei.

Con l'espansione della domanda di lavoro è proseguito il calo del tasso di disoccupazione, al 7,7 per cento nel 2023, tra i valori più bassi degli ultimi vent'anni (fig. 7.10). La riduzione rispetto al picco raggiunto nel 2014 (12,9 per cento) è stata particolarmente marcata fra i più giovani; il tasso di disoccupazione nella fascia 15-24 anni rimane però di circa 8 punti percentuali superiore alla media dell'area dell'euro.

Figura 7.10

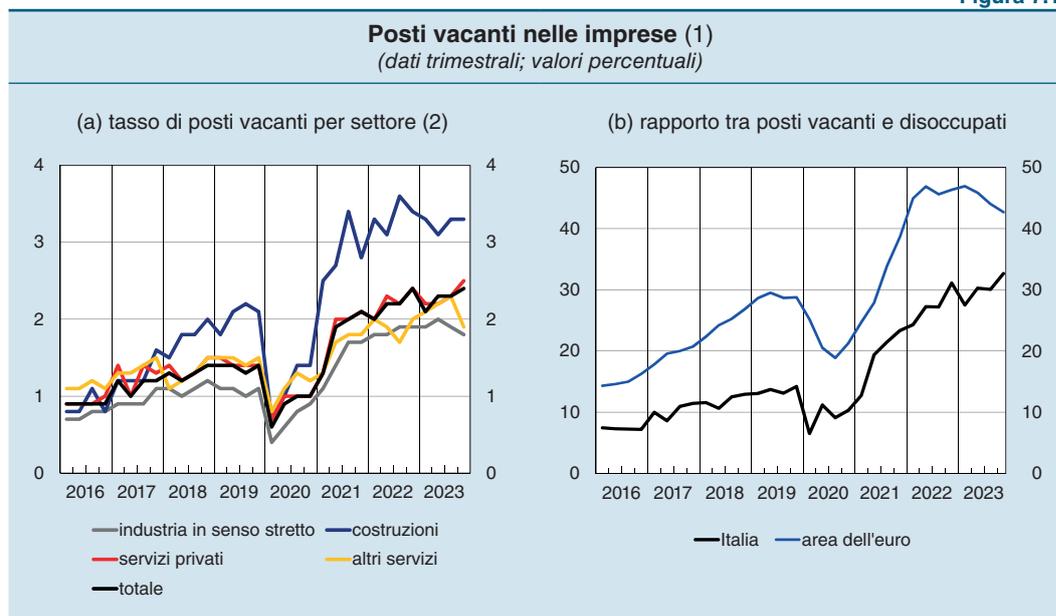


Fonte: elaborazioni su dati RFL, dati mensili destagionalizzati; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.

Nel 2023 è ulteriormente scesa la quota di giovani tra 15 e 24 anni che non sono né occupati né inseriti in percorsi di istruzione o formazione (*not in education, employment or training*, NEET), al 12,7 per cento dal 15,9 nel 2022 e 18,0 nel 2019.

La riduzione della disoccupazione si è accompagnata a valori elevati del numero di posti vacanti in relazione alla loro somma con le posizioni lavorative occupate nelle imprese (tasso di posti vacanti; fig. 7.11.a). Il rapporto tra i posti vacanti e il totale dei disoccupati, una misura del grado di competizione tra imprese nell'attrarre i lavoratori, è aumentato rispetto al 2022, ma è rimasto comunque inferiore rispetto alla media dell'area dell'euro (fig. 7.11.b).

Figura 7.11



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, EU-LFS e *Job vacancy statistics*, e su dati Istat, *Posti vacanti nelle imprese dell'industria e dei servizi* e RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro: European Union Labour Force Survey* e *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) I dati sono destagionalizzati e includono tutte le imprese con almeno un addetto. – (2) 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.

Secondo i dati preliminari dell'RFL, all'inizio dell'anno in corso le forze di lavoro hanno ristagnato, a causa di una riduzione del tasso di partecipazione nella fascia 15-34, compensata dal proseguire della crescita fra le persone con almeno 50 anni di età. Ciò ha determinato un ulteriore calo del tasso di disoccupazione (al 7,3 per cento), in particolare tra i più giovani.

8. I PREZZI E I COSTI

Nel 2023 l'inflazione al consumo si è rapidamente ridotta rispetto ai livelli massimi toccati alla fine dell'anno precedente: è stata pari al 5,9 per cento in media annua ed è tornata sotto al 2 da ottobre. Per i prezzi dei beni energetici, che nel 2022 avevano contribuito per circa due terzi all'inflazione complessiva, si sono osservati cali significativi. L'inflazione di fondo (al netto delle componenti alimentari ed energetiche), in crescita nella prima parte dell'anno soprattutto per effetto dei passati rincari delle materie prime energetiche, è in seguito diminuita sensibilmente.

Lo scorso anno la crescita del costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo si è rafforzata, pur mantenendosi inferiore a quella media dell'area dell'euro: le retribuzioni contrattuali hanno accelerato, mentre le altre componenti retributive hanno rallentato.

Con l'ulteriore flessione dei prezzi dell'energia, nei primi mesi del 2024 l'inflazione al consumo è scesa su livelli molto bassi; anche la componente di fondo è diminuita ulteriormente, su valori appena superiori al 2 per cento. Il progressivo venire meno delle pressioni legate ai prezzi delle materie prime e dei beni intermedi e la debolezza della domanda, riconducibile anche alla restrizione monetaria, manterrebbero l'inflazione su valori contenuti, nonostante si preveda che la dinamica delle retribuzioni contrattuali continui a intensificarsi.

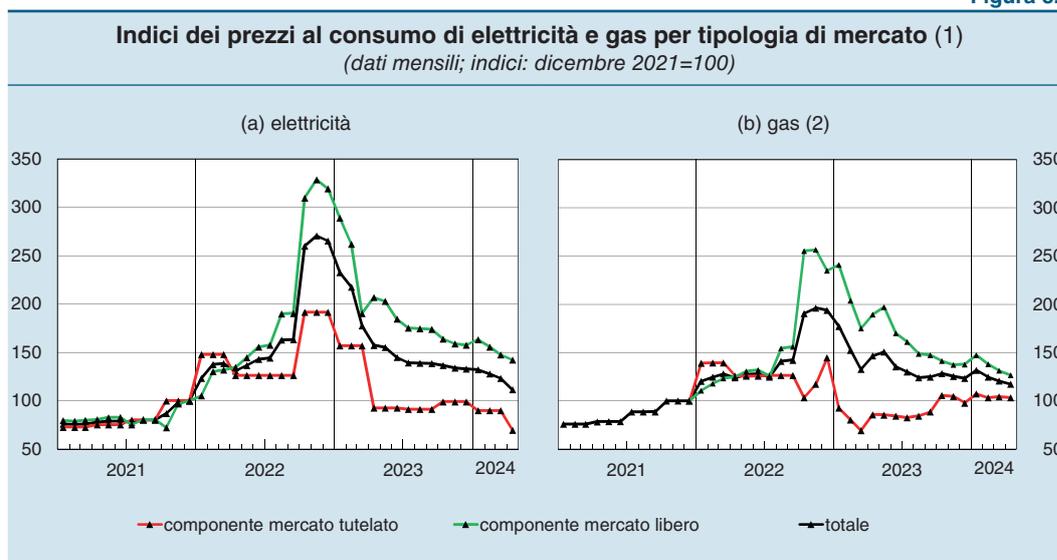
I prezzi al consumo nel 2023

Nel biennio 2021-22 l'Italia ha registrato un forte e generalizzato aumento dell'inflazione (cfr. il capitolo 14). Nel corso del 2023, i prezzi al consumo hanno decelerato nettamente, guidati dalla dinamica di quelli dei beni energetici, cresciuti dell'1,1 per cento in media d'anno, dopo il 51,3 nel 2022. Le tariffe delle utenze domestiche di elettricità e gas sono diminuite dai massimi raggiunti nel quarto trimestre del 2022; alla fine del 2023 rimanevano tuttavia rispettivamente su valori di circa il 30 e il 20 per cento superiori a quelli di fine 2021. Vi hanno influito anche gli andamenti differenti tra il mercato libero, che rappresenta oggi la parte preponderante delle utenze¹, e quello tutelato (fig. 8.1)². Nel mercato libero, dove l'incidenza della componente della fornitura della materia prima è fissata dagli operatori in autonomia, i prezzi di elettricità e gas, sebbene in netto calo, si sono

¹ Nel paniere dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (NIC) dell'Istat per il 2024, la componente per il mercato libero costituisce poco meno del 70 per cento dell'indice dell'energia elettrica e circa l'80 di quello del gas.

² Sui prezzi di entrambi i mercati hanno continuato a incidere l'adozione da parte del Governo di misure di contenimento dei rincari, come l'azzeramento degli oneri di sistema, il taglio dell'IVA sul gas e i bonus sociali per le famiglie con redditi bassi, questi ultimi ancora attivi all'inizio del 2024.

Figura 8.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indice NIC. I dati delle tariffe dell'energia sul mercato libero sono rilevati dall'Istat sul Portale Offerte realizzato e gestito da Acquirente Unico; l'indice è costruito sulla base dei prezzi delle nuove offerte e non considera i contratti in essere. – (2) Gli indici per il mercato tutelato e per quello libero sono disponibili solo a partire dal gennaio 2022.

collocati su livelli superiori a quelli medi del 2022. Nel mercato tutelato, in cui i prezzi sono fissati dall'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA) sulla base delle valutazioni di mercato delle materie prime, si è osservato invece un forte calo rispetto all'anno precedente³. Le delibere dell'ARERA hanno disposto il passaggio al mercato libero dei clienti domestici con utenze di fornitura sul mercato di maggior tutela dal gennaio 2024 per il gas naturale e dal luglio 2024 per l'energia elettrica⁴; oltre questi termini la tutela si applica solo ai clienti vulnerabili (circa 2,5 milioni di utenti per il gas a gennaio del 2024)⁵.

I prezzi dei beni alimentari, che rappresentano circa un quinto dell'indice, hanno registrato un ulteriore cospicuo aumento nel 2023 (9,2 per cento in media d'anno) risentendo con ritardo dei rincari degli input energetici e delle materie prime agroalimentari. Dal secondo trimestre hanno decelerato, riflettendo l'allentamento delle tensioni sugli input della filiera alimentare.

³ Sulla base degli indici NIC diffusi dall'Istat, i prezzi dei beni energetici regolamentati sono diminuiti del 27,8 per cento in media d'anno (dopo il rialzo del 65,6 nel 2022), mentre quelli dei beni energetici nel mercato libero sono aumentati del 7,5 (44,7 nel 2022). Questi ultimi rispecchiano i prezzi delle nuove offerte e non considerano i contratti in essere.

⁴ Nel paniere di consumo del 2024, nella classe Energia elettrica è stato incluso anche un nuovo segmento di consumo per le famiglie in transizione per misurare l'evoluzione della spesa (a consumi costanti) dei clienti che nel dicembre 2023 non avevano ancora scelto un'offerta del mercato libero e che dovranno effettuare il passaggio entro giugno 2024. Pertanto nei primi sei mesi dell'anno la dinamica dell'indice relativo a questo segmento continuerà a essere influenzata dal cambiamento delle tariffe in vigore nel mercato tutelato, mentre da luglio segnerà la variazione di spesa che le famiglie in transizione effettueranno nel mercato libero.

⁵ Si definiscono vulnerabili i clienti che rientrano in almeno una delle seguenti categorie: (a) percettori del bonus sociale derivante da condizioni economiche svantaggiate; (b) età superiore ai 75 anni; (c) soggetti con disabilità ai sensi dell'art. 3 della L. 104/1992; (d) presenza di un'utenza attiva in una struttura abitativa di emergenza a seguito di eventi calamitosi. I clienti vulnerabili possono in ogni momento scegliere un'offerta del mercato libero con qualunque venditore o, in alternativa, possono richiedere di essere forniti alle condizioni economiche e contrattuali definite dall'ARERA attraverso il Servizio di tutela della vulnerabilità.

L'inflazione di fondo è scesa da oltre il 5 per cento all'inizio del 2023 al 3 in dicembre, pur rimanendo in media d'anno ancora superiore a quella del 2022 (4,5 per cento, da 3,3). La riduzione, proseguita nei primi mesi del 2024, è stata particolarmente accentuata per la componente dei beni industriali non energetici, che hanno recepito più rapidamente il calo dei prezzi dei prodotti intermedi e il venire meno delle strozzature dal lato dell'offerta che avevano accompagnato la forte ripresa dell'attività economica dopo la pandemia; la flessione è stata invece più lenta per i servizi, in particolare quelli di ristorazione e ricettivi la cui domanda è stata sospinta dalla spesa dei viaggiatori stranieri, tornata ai livelli del 2019.

L'inflazione misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è invece diminuita in media d'anno al 5,9 per cento, dall'8,7 nel 2022 (fig. 8.2 e tav. 8.1); l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è anch'esso sceso, dall'8,1 per cento al 5,7. Dopo la decelerazione dei prezzi al consumo nella seconda parte del 2023, particolarmente accentuata da ottobre, l'inflazione si è mantenuta su livelli molto bassi nei primi mesi del 2024, all'1,0 per cento nel primo trimestre.

Figura 8.2

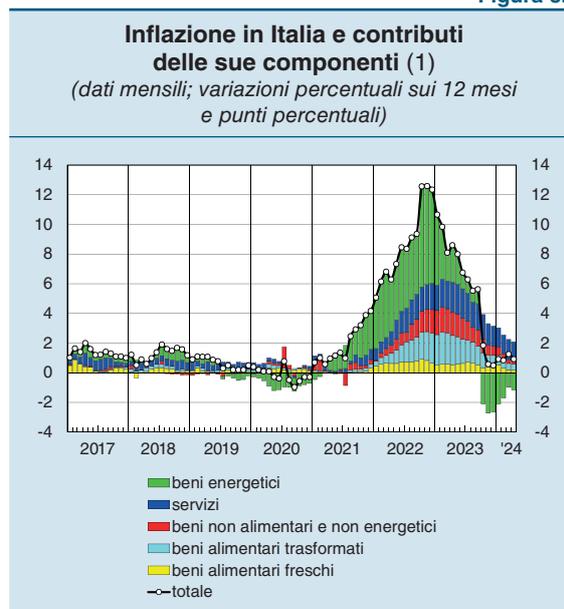


Tavola 8.1

VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2022	2023	2023
	IPCA	8,7	5,9	100,0
Alimentari freschi	9,6	8,2	6,4
Alimentari trasformati	7,3	9,6	14,9
Energetici	51,3	1,1	10,9
Beni non alimentari e non energetici	3,2	4,7	27,5
Servizi	3,4	4,5	40,4
Beni e servizi a prezzo amministrato	20,9	2,1	7,5
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	3,3	4,5	67,9
Deflatore del PIL	3,6	5,3	—
Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	42,8	-8,3	—

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

I prezzi alla produzione

Nel 2023 i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono diminuiti (-8,3 per cento, da 42,8 nel 2022). Il calo è stato guidato soprattutto dai prodotti energetici, che pesano poco più di un terzo nell'indice e i cui prezzi sono scesi del 24,3 per cento, compensando solo in parte l'eccezionale aumento dell'anno precedente (104,3 per cento). La flessione delle quotazioni delle materie prime e l'attenuarsi delle difficoltà di approvvigionamento degli input produttivi hanno limitato le pressioni sui prezzi derivanti dai costi di produzione con effetti diffusi tra le componenti: rispetto al 2022 i prezzi alla produzione dei beni intermedi si sono ridotti, quelli dei beni di consumo e degli alimentari hanno decelerato.

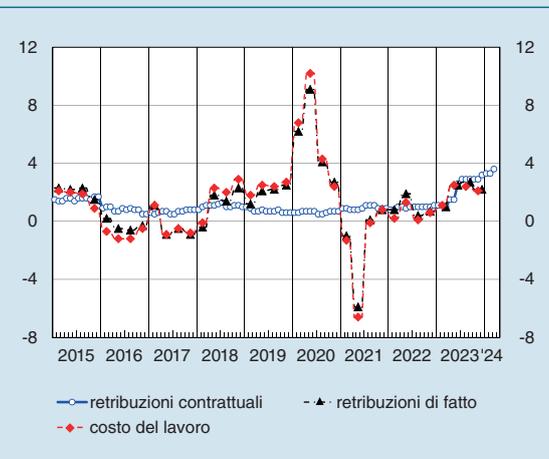
I prezzi delle importazioni hanno avuto dinamiche analoghe a quelle dei prezzi alla produzione, con un calo del 7,3 per cento nel complesso del 2023 (contro un aumento del 19,7 nel 2022) che ha riflesso principalmente la diminuzione dei prezzi dell'energia e dei beni intermedi (-35,7 e -4,7 per cento, rispettivamente).

Il costo del lavoro

Lo scorso anno la crescita del costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo si è intensificata (2,4 per cento, dall'1,1 del 2022; fig. 8.3), pur mantenendosi su un livello nettamente inferiore a quello medio osservato nell'area dell'euro (5,6 per cento). La dinamica ha riflesso l'accelerazione delle retribuzioni minime stabilite dalla contrattazione collettiva (2,2 per cento, da 1,0), che hanno risposto con ritardo alla variazione dei prezzi al consumo a causa della durata pluriennale degli accordi tra le parti sociali e della lunghezza dei processi di negoziazione dei rinnovi contrattuali⁶. L'aumento dei minimi retributivi è stato più marcato nell'industria (3,3 per cento, da 1,5): vi ha inciso anche la clausola di salvaguardia del contratto del settore metalmeccanico, che interessa oltre 2,2 milioni di dipendenti e prevede il recupero annuale automatico, posticipato, degli scostamenti tra la dinamica retributiva e l'andamento realizzato dell'IPCA al netto dei beni energetici importati. Nei servizi privati la crescita delle retribuzioni contrattuali è stata più moderata (1,3 per cento, da 0,5) anche a causa dei ritardi nei rinnovi: nonostante gli

Figura 8.3

Retribuzioni e costo del lavoro per ora lavorata nel settore privato non agricolo (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* e indagine sulle retribuzioni contrattuali per tipo di contratto.

(1) Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

⁶ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2022, e il capitolo 14.

accordi siglati nel corso dell'anno, la quota di dipendenti con un contratto collettivo scaduto è rimasta particolarmente elevata (73,1 per cento in media d'anno).

Le voci retributive diverse dai minimi tabellari definiti dalla contrattazione collettiva, che nel 2022 avevano sostenuto la dinamica dei redditi dei lavoratori, hanno invece rallentato, fornendo un contributo modesto all'aumento del costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo. L'incidenza degli oneri sociali è rimasta pressoché stabile⁷.

Nel complesso del periodo 2022-23 la crescita del costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo è stata in media inferiore al 2 per cento all'anno, risultando significativamente meno marcata di quella dei prezzi al consumo. Ne è derivata per i lavoratori dipendenti una perdita netta del potere d'acquisto dei redditi orari, di circa il 10 per cento nel biennio.

Nel totale dell'economia il costo orario del lavoro ha decelerato nel 2023 rispetto all'anno precedente (all'1,5 per cento, dal 2,4), per effetto della diminuzione delle retribuzioni orarie effettive nel comparto della Pubblica amministrazione e dei servizi prevalentemente pubblici (sanità e istruzione; -1,8 per cento): il calo è dipeso dall'erogazione nel 2022 di numerosi pagamenti una tantum, o a titolo di arretrato, a compensazione del ritardo nei rinnovi dei contratti.

Le prospettive dei costi e dell'inflazione nel 2024

All'inizio del 2024 il prezzo del gas ha continuato a ridursi, tornando sui livelli antecedenti l'invasione russa dell'Ucraina ed esercitando forti pressioni al ribasso anche sul prezzo all'ingrosso dell'elettricità. Il prezzo del greggio è invece aumentato per effetto di un incremento della domanda globale, dei tagli alla produzione da parte dei paesi dell'OPEC+ e dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche nel Medio Oriente (cfr. il capitolo 1).

Nel complesso le pressioni sui prezzi derivanti dai costi complessivi di produzione restano molto contenute. Nel primo trimestre del 2024 i prezzi alla produzione dei beni energetici e intermedi sono stati nettamente inferiori a quelli dell'anno precedente (-30,3 e -6,1 per cento, rispettivamente). Segnali di contrazione dei costi degli input di produzione, soprattutto nella manifattura, provengono anche dagli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' indices*, PMI).

La dinamica delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo si è ulteriormente rafforzata nel primo trimestre (3,4 per cento su base annua, da 3,0 negli ultimi tre mesi del 2023). A marzo la quota di dipendenti in attesa del rinnovo del contratto si è quasi azzerata nell'industria (fig. 8.4); nei servizi privati è scesa significativamente (al 29,7 per cento, dal 67,2 di dicembre del 2023), per effetto del nuovo accordo del commercio sottoscritto nello stesso mese che era scaduto da oltre quattro anni e riguarda quasi 2 milioni di dipendenti. In entrambi i comparti la percentuale di

⁷ Nel 2023 i datori di lavoro del settore privato hanno continuato a beneficiare degli incentivi all'occupazione nel Mezzogiorno e alle assunzioni di donne e di giovani (cfr. il capitolo 7).

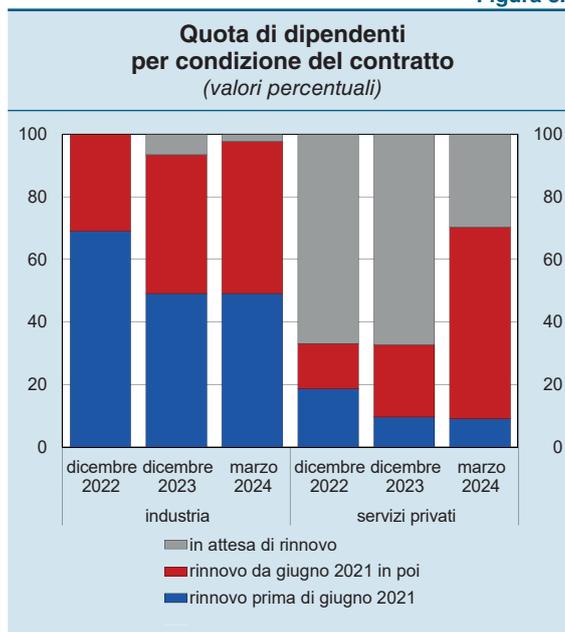
lavoratori interessati da un accordo stipulato dopo l'accelerazione dei prezzi (a partire dal giugno 2021) è salita rispetto alla fine dello scorso anno (nell'industria quasi al 50 per cento, da circa il 45; nei servizi privati intorno al 60 per cento, da meno di 25).

La crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo continuerebbe a intensificarsi nella seconda metà dell'anno. È atteso il rinnovo del contratto del turismo, scaduto da oltre due anni, che copre quasi 700.000 dipendenti. Nelle principali trattative in corso in diversi comparti dell'industria e dei servizi privati le parti che rappresentano i lavoratori avanzano richieste di incrementi mediamente superiori al 10 per cento per l'intero periodo di vigenza dell'accordo, talvolta associati a riduzioni dell'orario di lavoro⁸.

Secondo nostre stime il venire meno delle pressioni sui prezzi derivanti dai costi di produzione e la debolezza della domanda, connessa anche con la restrizione monetaria, contrasterebbero gli effetti dell'accelerazione delle retribuzioni attesa per il 2024, mantenendo l'inflazione al consumo nella restante parte dell'anno ben al di sotto del 2 per cento⁹.

Queste stime sono coerenti con quelle desunte dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*¹⁰ condotta sulle imprese dalla Banca d'Italia tra febbraio e marzo di quest'anno e con le attese degli operatori professionali rilevate da Consensus Economics in maggio. Le aziende intervistate prefiguravano un rallentamento dei propri prezzi di vendita nei successivi dodici mesi, soprattutto nel comparto dei servizi, e un'inflazione al consumo pari all'1,5 per cento a settembre 2024, un livello prossimo ai valori medi precedenti la pandemia. Gli analisti censiti da Consensus Economics si attendono un'inflazione all'1,5 per cento per il 2024.

Figura 8.4



Fonte: elaborazioni su dati Istat, indagine sulle retribuzioni contrattuali per tipo di contratto.

⁸ Sono in corso trattative nei comparti, tra gli altri, della ceramica, del tessile, delle telecomunicazioni e in quello dei trasporti ferroviari, municipalizzati e su strada. A giugno scadranno anche i contratti collettivi della metalmeccanica e delle costruzioni.

⁹ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 5 aprile 2024.

¹⁰ *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 aprile 2024; cfr. anche nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*.

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

In un contesto di debolezza del commercio mondiale, nel 2023 le esportazioni italiane di beni in volume sono diminuite, restando tuttavia ben al di sopra del livello precedente la pandemia; quelle di servizi hanno invece continuato a salire, trainate dal turismo straniero in Italia e dai servizi alle imprese. Si sono ridotte le importazioni di beni, in particolare da paesi esterni all'Unione europea tra cui Russia e Cina, anche a causa della crescente frammentazione degli scambi internazionali; per contro sono aumentati gli acquisti di beni connessi con tecnologie a bassa impronta carbonica. Nel complesso le esportazioni nette hanno fornito un contributo lievemente positivo alla crescita dell'economia.

Il saldo di conto corrente è tornato in avanzo (0,5 per cento del PIL), soprattutto grazie al calo dei prezzi dei prodotti energetici importati. Al miglioramento del saldo mercantile e dei servizi si è contrapposto il deterioramento di quello dei redditi primari, su cui ha inciso il rialzo dei tassi di interesse.

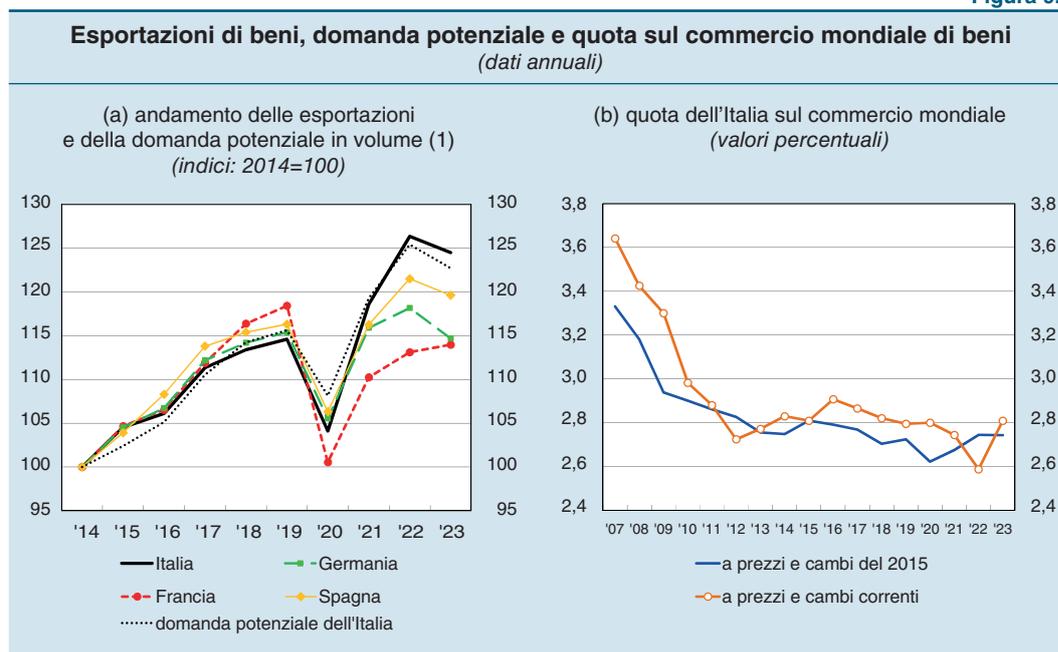
Gli investimenti di portafoglio all'estero da parte dei residenti hanno rallentato; le famiglie hanno venduto quote di fondi comuni esteri per comprare titoli di Stato italiani e degli altri paesi dell'area dell'euro. Gli investitori non residenti sono tornati ad acquistare titoli italiani, sia pubblici sia privati. In seguito a questi andamenti e all'incremento della raccolta netta sull'estero delle banche residenti, il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET è diminuito significativamente.

Alla fine del 2023 la posizione creditoria netta sull'estero dell'Italia ha raggiunto il 7,4 per cento del prodotto, grazie all'avanzo del saldo di conto corrente e conto capitale e soprattutto alla crescita dei corsi azionari mondiali e del prezzo dell'oro; il miglioramento rispetto al valore minimo toccato nel 2013 è stato di oltre 30 punti percentuali di PIL.

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – Nel 2023 le esportazioni di beni e servizi in volume si sono mantenute stazionarie: la rilevante espansione della componente dei servizi, che rappresenta circa un quinto del totale, è stata compensata dal calo di quella dei beni (rispettivamente 8,2 e -1,5 per cento).

Nonostante la flessione, le vendite all'estero di merci hanno registrato un andamento più favorevole della domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco (fig. 9.1.a). Rispetto al livello precedente la pandemia, le esportazioni italiane di beni sono cresciute dell'8,6 per cento, a fronte della sostanziale stazionarietà di quelle tedesche e della riduzione di quelle francesi. Questa ripresa sostenuta conferma la capacità delle



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, FMI e Istat.

(1) Esportazioni di beni di contabilità nazionale a valori concatenati. La domanda potenziale è calcolata come media ponderata delle importazioni di beni in volume dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane in valore.

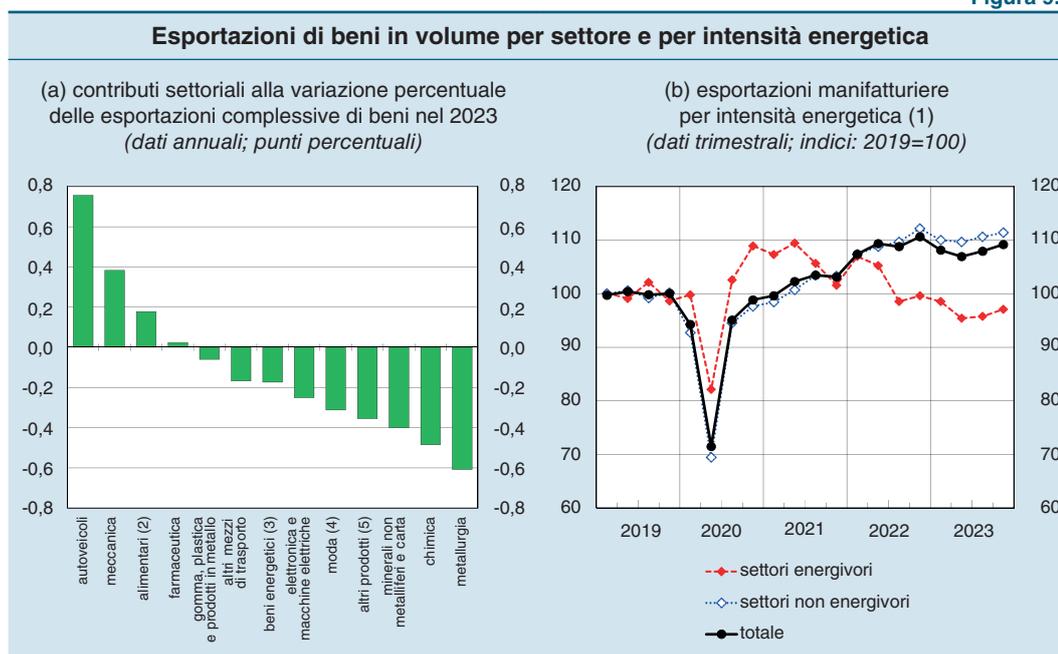
imprese italiane, che si era già manifestata dopo la crisi dei debiti sovrani¹, di affermarsi sui mercati internazionali, grazie ai miglioramenti di competitività di prezzo e alla significativa differenziazione per settore e paese di sbocco delle vendite.

Nel 2023 la quota dell'Italia sul commercio mondiale di beni a prezzi e cambi correnti ha interamente recuperato la perdita accumulata nell'anno precedente a causa dei rincari energetici; quella a prezzi e cambi costanti è rimasta stabile (fig. 9.1.b).

La flessione delle esportazioni di merci nel 2023 ha riguardato sia i paesi interni alla UE, per effetto principalmente della contrazione della domanda tedesca, sia quelli esterni, in particolare Regno Unito e Svizzera. Come nel 2022, il calo delle vendite estere dell'Italia ha interessato soprattutto i settori energivori (chimica, metallurgia, minerali non metalliferi e carta, che nel complesso rappresentano circa un sesto delle esportazioni totali; fig. 9.2), più penalizzati dai prezzi energetici ancora elevati. Sono per contro aumentate in misura rilevante le vendite di autoveicoli e della meccanica, che hanno beneficiato dell'allentamento delle strozzature globali nelle catene di fornitura.

La crescita delle esportazioni di servizi è stata sospinta dalle maggiori entrate turistiche e dalla componente dei servizi alle imprese, in particolare ricerca e sviluppo, servizi professionali e servizi di lavorazione per conto terzi.

¹ Per approfondimenti, cfr. M. Bugamelli, S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello, *Back on track? A macro-micro narrative of Italian exports*, "Italian Economic Journal", 4, 2018, pp. 1-31, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 399, 2017; cfr. anche S. Fabiani, A. Felettigh, C. Giordano e R. Torrini, *Making room for new competitors. A comparative perspective on Italy's exports in the euro-area market*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 530, 2019.



Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale, di commercio estero e dei prezzi alla produzione sul mercato estero. (1) Serie mensili destagionalizzate e trimestralizzate. I settori energivori includono la chimica, la metallurgia, la lavorazione di minerali non metalliferi e la fabbricazione della carta; il settore dei prodotti petroliferi raffinati e coke è escluso dalle industrie energivore poiché è l'unico comparto manifatturiero produttore di energia; per ulteriori dettagli, cfr. S. Giglioli e C. Giordano, *Exploring the recent resilience of Italy's goods exports: competitiveness, energy intensity and supply bottlenecks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 785, 2023. – (2) Include i prodotti agricoli, i prodotti alimentari, le bevande e il tabacco. – (3) Include i beni dell'industria estrattiva, i prodotti petroliferi raffinati e coke, la fornitura dell'energia elettrica e i prodotti delle attività di trattamento dei rifiuti. – (4) Include i prodotti tessili e di abbigliamento, gli articoli in pelle e i gioielli. – (5) Include i prodotti non menzionati nelle altre voci.

Le importazioni. – Nel 2023 le importazioni italiane di beni e servizi sono diminuite dello 0,5 per cento in volume; il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL è stato positivo per 0,3 punti percentuali.

Dopo due anni di forte espansione, gli acquisti di beni sono scesi dell'1,6 per cento, in connessione con il calo delle esportazioni e il rallentamento degli investimenti fissi lordi, le componenti della domanda aggregata che fanno maggiore ricorso alle importazioni. La flessione è interamente riconducibile ai flussi dai paesi esterni alla UE ed è stata particolarmente marcata per i prodotti provenienti dalla Russia² e dalla Cina (cfr. il riquadro: *La riconfigurazione delle importazioni di beni della UE e dell'Italia in un contesto globale di crescente frammentazione*).

LA RICONFIGURAZIONE DELLE IMPORTAZIONI DI BENI DELLA UE E DELL'ITALIA IN UN CONTESTO GLOBALE DI CRESCENTE FRAMMENTAZIONE

Le tensioni internazionali degli ultimi anni hanno determinato una progressiva riconfigurazione del commercio internazionale di beni. In particolare si sono ridotti

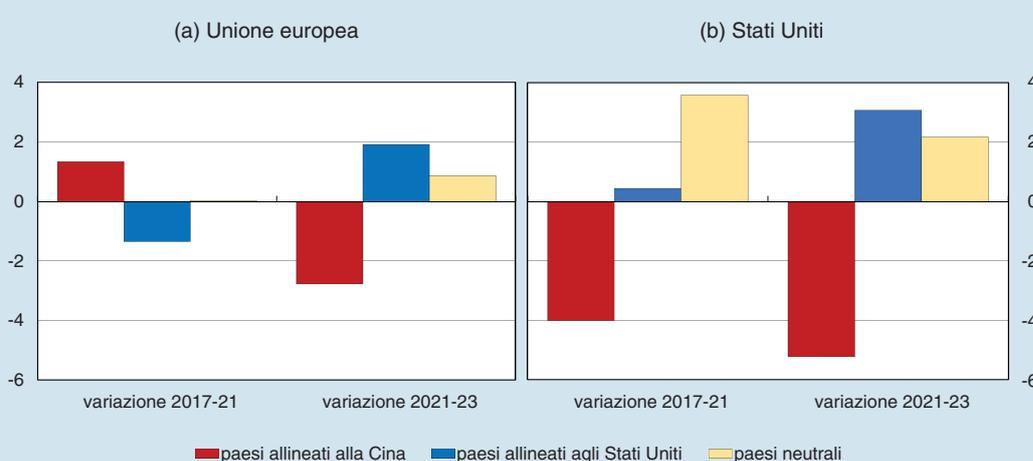
² Il peso della Russia nelle importazioni italiane di gas naturale in volume si è ridotto ulteriormente, a circa il 4 per cento (18 nel 2022 e 40 nel 2021), a vantaggio soprattutto delle forniture provenienti da Algeria e Stati Uniti. Gli acquisti di petrolio russo si sono azzerati a seguito delle nuove sanzioni della UE e del G7 entrate in vigore a dicembre del 2022 (cfr. il riquadro: *Le sanzioni nei confronti del settore petrolifero russo*, in *Bollettino economico*, 2, 2023).

gli scambi tra blocchi di paesi politicamente più distanti¹, anche per effetto delle iniziative di governi e imprese volte a contenere l'esposizione a shock geopolitici avversi (cfr. il riquadro: *L'impatto dei rischi geopolitici sulle condizioni finanziarie delle imprese* del capitolo 1). Ciò ha inizialmente riflesso soprattutto l'innalzamento dei dazi tra Stati Uniti e Cina e le conseguenti tensioni commerciali che si sono poi gradualmente estese alle altre economie; la situazione si è successivamente inasprita dopo l'invasione russa dell'Ucraina².

Tra il 2021 e il 2023 il peso della Cina e del gruppo di paesi politicamente ad essa più vicini è sceso nelle importazioni della UE di quasi 3 punti percentuali (figura A, pannello a), al 9,3 per cento, a fronte di una sostanziale stabilità della

Figura A

Variazioni delle quote di importazioni di beni dell'Unione europea e degli Stati Uniti per paesi di origine (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Trade Data Monitor, UN Comtrade e T. den Besten, P. Di Casola e M.M. Habib, 2023, op. cit.
(1) Si considerano le importazioni a prezzi correnti da oltre 100 economie, escludendo l'oro e alcune categorie residuali di beni. Per il Vietnam sono stati impiegati i dati di UN Comtrade per gli anni precedenti al 2019. Per l'assegnazione dei paesi ai singoli gruppi, cfr. la nota 1 del testo.

¹ L'allineamento geopolitico tra i paesi è elaborato a partire dall'indicatore proposto da T. den Besten, P. Di Casola e M.M. Habib, *Geopolitical fragmentation risks and international currencies*, in BCE, *The international role of the euro*, 2023, integrato con informazioni tratte da *Global Fracturing Dashboard* di Capital Economics. A ciascun paese è associato un punteggio compreso tra 0 ("allineato agli Stati Uniti") e 1 ("allineato alla Cina") basato su variabili quali: il numero delle volte in cui il paese è stato sanzionato da Stati Uniti o Cina nel periodo 1950-2022, la rilevanza di queste due economie nelle importazioni militari del paese, l'erogazione di prestiti ufficiali a favore del paese da parte della Cina e le votazioni del paese alle assemblee generali delle Nazioni Unite, inclusa la votazione della risoluzione dell'assemblea generale delle Nazioni Unite del 23 febbraio 2023 sulla pace in Ucraina. I paesi allineati agli Stati Uniti hanno un punteggio inferiore a 0,25 e includono, oltre agli Stati Uniti stessi, principalmente i membri della UE, l'Australia, il Canada, la Corea del Sud, il Giappone, il Regno Unito e Taiwan; quelli allineati alla Cina hanno un punteggio superiore a 0,75 e comprendono, oltre alla Cina stessa, paesi come l'Iran e la Russia; al restante gruppo dei neutrali appartengono tra gli altri l'Arabia Saudita, l'Argentina, il Brasile, l'India, l'Indonesia, il Messico, il Sudafrica, la Turchia e il Vietnam.

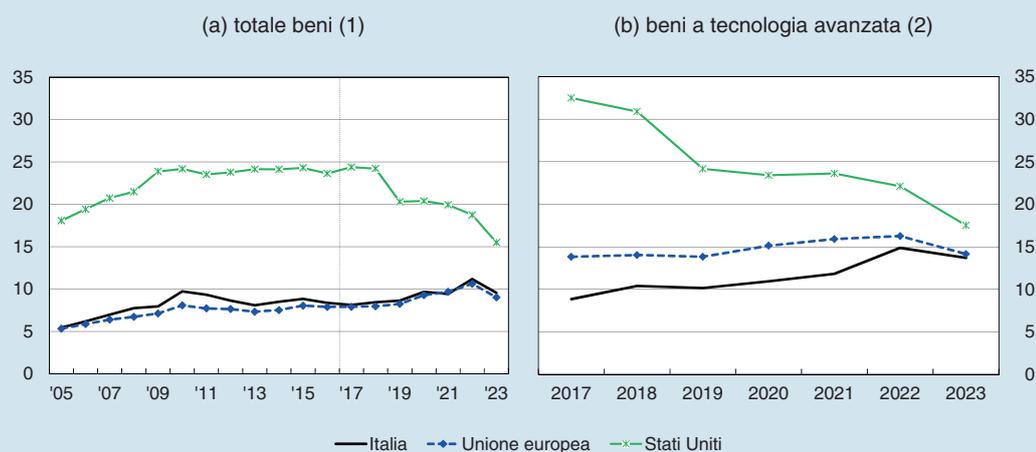
² F.P. Conteduca, S. Giglioli, C. Giordano, M. Mancini e L. Panon, *Trade fragmentation unveiled: exploring recent European import trends in a shifting global economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

quota di importazioni totali sul PIL. Sulla riduzione ha inciso per oltre il 70 per cento il forte calo delle importazioni dalla Russia, specialmente di prodotti energetici, in conseguenza delle sanzioni introdotte dalla comunità internazionale. La quota di importazioni dalla Cina e dai paesi allineati si è ridotta in misura maggiore negli Stati Uniti, di oltre 5 punti, al 15,0 per cento, intensificando la diminuzione già osservata tra il 2017 e il 2021 dopo l'inasprimento dei dazi (figura A, pannello b).

Il peso delle importazioni dalla Cina è assai più alto negli Stati Uniti che nell'Unione europea, malgrado sia in calo dal 2018 (figura B, pannello a); nella UE e in Italia la flessione è iniziata solo nel 2023, quando si è interrotta una fase di crescita trainata soprattutto dalla domanda di prodotti a tecnologia avanzata³. Proprio per questi beni è stata più forte la riduzione recente (figura B, pannello b): nella UE e in Italia l'incidenza delle importazioni dalla Cina sulle forniture a tecnologia avanzata è scesa nel 2023 rispettivamente di 2 punti e di 1 punto, raggiungendo circa il 14 per cento in entrambe le aree, a fronte di una contrazione di 5 punti percentuali, al 18 per cento, negli Stati Uniti.

Figura B

Quote di importazioni di beni dalla Cina per Italia, UE e Stati Uniti
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: Trade Data Monitor ed Eurostat per i dati di Italia e UE.

(1) Sono esclusi i combustibili fossili, l'oro e alcune categorie residuali di beni. Per il calcolo delle quote, sono considerate le importazioni a prezzi correnti. – (2) Per la classificazione dei beni a tecnologia avanzata, cfr. la nota 3 del testo.

Per l'Italia la flessione del peso delle importazioni dalla Cina di prodotti a tecnologia avanzata ha riguardato principalmente i PC portatili, i telefoni cellulari e gli altri

³ I prodotti a tecnologia avanzata (*advanced technology products*, ATP), classificati dallo United States Census Bureau, afferiscono a diversi settori, quali la biotecnologia, le scienze mediche, l'ottica e l'elettronica, la comunicazione, i materiali avanzati per l'alta tecnologia, le scienze aerospaziali, le armi e la tecnologia nucleare. La versione in uso della classificazione ATP si basa sull'edizione 2017 della nomenclatura del sistema armonizzato a sei cifre. La conversione a edizioni precedenti comporterebbe la perdita di informazioni rilevanti per l'analisi.

dispositivi per le telecomunicazioni⁴. Per queste tre tipologie di beni si è registrato un aumento della quota di acquisti da altri paesi asiatici, come India, Taiwan e Vietnam, che sono inoltre tra i maggiori beneficiari della ricomposizione geografica delle importazioni statunitensi, anche a seguito dello spostamento di alcune attività produttive di imprese multinazionali negli ultimi anni⁵. Nelle importazioni italiane si è altresì rafforzato il ruolo di alcune economie europee come i Paesi Bassi, le cui esportazioni di elettronica includono tuttavia una quota crescente di beni di origine cinese⁶.

Un proseguimento delle tensioni geopolitiche potrebbe comportare in futuro una più profonda riorganizzazione delle relazioni commerciali e degli assetti produttivi, finora frenata dagli elevati costi connessi con la rilocalizzazione degli impianti e con i cambiamenti nella provenienza degli approvvigionamenti di beni esteri⁷. Già lo scorso anno l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) della Banca d'Italia aveva rilevato che la quota di aziende manifatturiere che avevano adottato nei precedenti dodici mesi strategie per ridurre la dipendenza diretta dalle forniture della Cina era maggiore tra quelle che importavano dal paese prodotti ritenuti critici (30 per cento, contro il 14 per le altre imprese); inoltre, la misura più frequentemente adottata era l'approvvigionamento da altri paesi europei (*near-shoring*)⁸.

⁴ In termini assoluti, le importazioni dell'Italia dalla Cina di altri dispositivi per le telecomunicazioni nel 2023 sono risultate significativamente inferiori rispetto al livello precedente la pandemia, a differenza degli acquisti di PC portatili e di quelli di telefoni cellulari che si sono collocati rispettivamente su valori comparabili e nettamente superiori a quelli del 2019.

⁵ H. Qiu, H.S. Shin e L.S.Y. Zhang, *Mapping the realignment of global value chains*, in *BIS Bulletin*, 78, 2023.

⁶ A differenza delle altre fonti utilizzate, i dati sui flussi commerciali dell'Italia raccolti dall'Agenzia delle Dogane e dei monopoli contengono anche l'indicazione del paese di origine delle merci importate, oltre a quello da cui vengono spedite. Nel 2022, ultimo anno per cui sono disponibili, i dati mostrano che oltre il 90 per cento delle importazioni di PC portatili dai Paesi Bassi era di origine cinese (57 nel 2017). Tendenze simili emergono anche per i telefoni cellulari, per i quali questa quota è aumentata dal 30 a oltre il 70 per cento.

⁷ 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.

⁸ I. Balteanu, M. Bottone, A. Fernandez Cerezo, D. Ioannou, A. Kutten, M. Mancini e R. Morris, *European firms facing geopolitical risk: evidence from recent Eurosystem surveys*, "VoxEU CEPR", 18 maggio 2024.

La riduzione delle importazioni ha riguardato la maggior parte dei settori, soprattutto la metallurgia e l'industria mineraria; è stato invece significativo l'incremento degli acquisti di autoveicoli, stimolati anche dalla progressiva diffusione di quelli elettrici e ibridi (cfr. il riquadro: *Gli scambi commerciali di beni connessi con tecnologie a bassa impronta carbonica*).

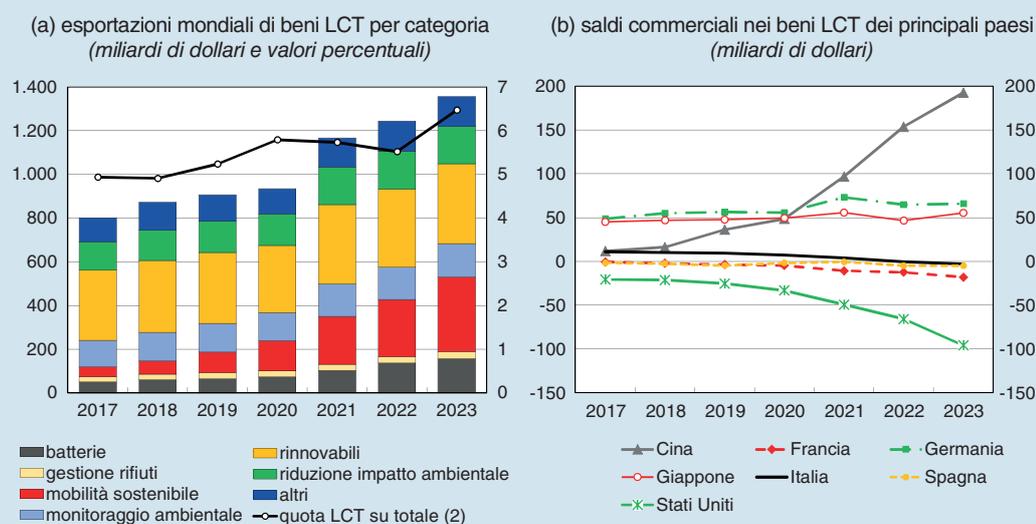
GLI SCAMBI COMMERCIALI DI BENI CONNESSI CON TECNOLOGIE A BASSA IMPRONTA CARBONICA

L'adozione di tecnologie che consentano la riduzione delle emissioni di gas serra e della dipendenza da combustibili fossili è uno dei requisiti per raggiungere gli obiettivi di contenimento del cambiamento climatico fissati nell'Accordo di Parigi del 2015. Questa esigenza sta incidendo in misura crescente sul commercio internazionale di beni e sulle bilance commerciali.

In base a nostre analisi¹, nel 2023 le esportazioni mondiali dei 124 beni *low-carbon technology* (LCT)² – ossia associati, secondo una classificazione del Fondo monetario internazionale, a una più bassa impronta carbonica e che avranno un ruolo fondamentale nella transizione verso un'economia più sostenibile – sono state di circa 1.360 miliardi di dollari (figura A, pannello a). La loro quota sulle esportazioni complessive di beni, di poco inferiore al 5 per cento nel 2017, ha raggiunto il 6,5 per cento, grazie alla forte crescita nei comparti della mobilità sostenibile (in cui sono inclusi i veicoli elettrici e ibridi) e delle batterie.

Figura A

Scambi mondiali di beni LCT (1)
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Trade Data Monitor.

(1) Un bene è classificato come *low-carbon technology* se rientra nella lista dei *low-carbon technology products* adottata dall'FMI. La serie storica parte dal 2017 per essere pienamente coerente con l'edizione 2017 della nomenclatura del sistema armonizzato a 6 cifre utilizzata dall'FMI; in quella edizione sono state introdotte innovazioni rilevanti della classificazione, che permettono ad esempio di distinguere i veicoli alimentati dal solo motore a scoppio da quelli ibridi o interamente elettrici. – (2) Scala di destra.

Il saldo commerciale nei prodotti LCT fornisce un'indicazione sintetica della posizione competitiva di un paese in questo mercato. In valore assoluto, la Cina è lo Stato con il maggiore surplus, pari a 193 miliardi di dollari nel 2023 (figura A, pannello b); l'avanzo è quadruplicato nell'ultimo triennio ed è costituito per circa due terzi da esportazioni nette di batterie e di prodotti legati alle energie rinnovabili.

¹ V. Della Corte, S. Federico e G. Oddo, *Trade in low-carbon technology products: macro and micro evidence for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

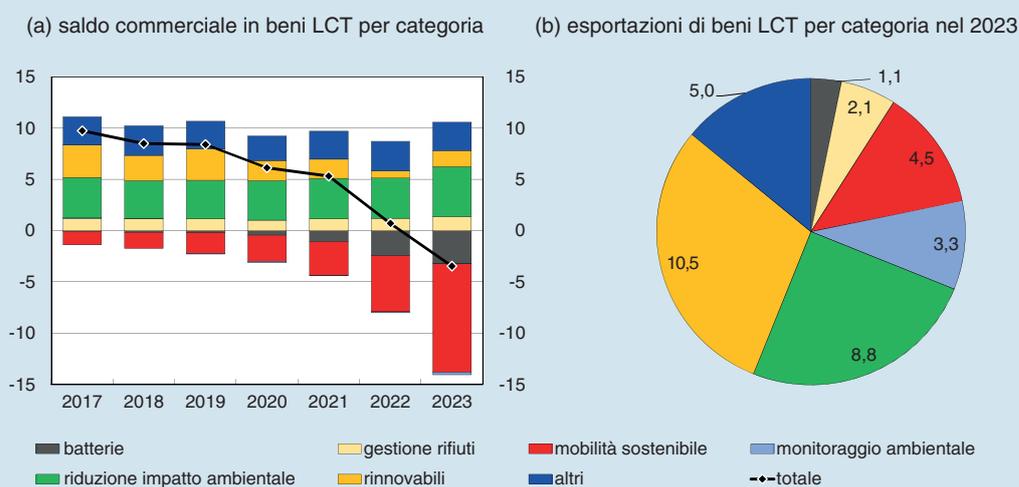
² K. Howell, S. Black, R. Lanz, M. Bacchetta ed E. Tresa, *Trade in low-carbon technology products*, in S. Arslanalp, K. Kostial e G. Quirós-Romero (a cura di), *Data for a greener world. A guide for practitioners and policymakers*, International Monetary Fund, 2023, pp. 161-180. Sono inclusi 124 prodotti (su circa 5.400) relativi alle energie rinnovabili, all'accumulazione di energia (quali batterie ricaricabili), alla riduzione dell'impatto ambientale e al miglioramento dell'efficienza energetica, alla mobilità sostenibile (come veicoli elettrici e ibridi), al monitoraggio dell'inquinamento e alla gestione e smaltimento dei rifiuti. Si tratta in generale di beni che, considerando il loro ciclo di vita (non solo la fase produttiva), determinano in media minori emissioni delle loro alternative tradizionali, oppure contribuiscono alla realizzazione di prodotti relativamente meno inquinanti.

Anche Germania e Giappone registrano un saldo in attivo, grazie principalmente alle esportazioni nette di prodotti per la mobilità sostenibile. Gli Stati Uniti sono invece il paese con il deficit più ampio (-96 miliardi di dollari), anche se la politica industriale di stimolo degli investimenti in tecnologie per la transizione verde, avviata in particolare con l’Inflation Reduction Act del 2022, e la recente decisione di inasprire i dazi sulle importazioni dalla Cina di alcuni prodotti LCT, potrebbero in prospettiva avere un impatto sul loro disavanzo³.

Il saldo commerciale dell’Italia si è gradualmente deteriorato negli ultimi anni, portandosi in lieve deficit nel 2023 (-3 miliardi di euro). Ai saldi strutturalmente positivi per i beni connessi con la riduzione dell’impatto ambientale, con le energie rinnovabili e con la gestione dei rifiuti si è contrapposto il crescente disavanzo nei comparti delle batterie e soprattutto della mobilità sostenibile (figura B, pannello a).

Figura B

Scambi commerciali dell’Italia in prodotti LCT
(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Trade Data Monitor.

Nel 2023 le esportazioni italiane sono state pari a 35 miliardi di euro, corrispondenti a circa il 6 per cento del totale delle vendite italiane all’estero (5 per cento nel 2017). I comparti più significativi sono quelli dei prodotti legati alle energie rinnovabili (in special modo turbine, generatori e motori elettrici), alla riduzione dell’impatto ambientale e al miglioramento dell’efficienza energetica (impianti di purificazione, pompe di calore a uso industriale e impianti di refrigerazione; figura B, pannello b). Sono invece minori le esportazioni di batterie e di prodotti collegati alla mobilità sostenibile. La quota italiana sul commercio mondiale di beni LCT è stata pari, in valore, al 2,7 per cento, una quota pressoché in linea con quella per il totale dei beni.

³ Nel 2023 proveniva dalla Cina circa il 15 per cento delle importazioni statunitensi di prodotti LCT. Il peso della Cina è particolarmente elevato in alcune categorie, come le batterie, dove supera il 50 per cento. Il governo federale ha annunciato il 14 maggio scorso l’intenzione di innalzare ulteriormente i dazi sulle importazioni di prodotti ritenuti strategici, tra cui le batterie.

Utilizzando i dati dell'Agenzia delle Dogane e dei monopoli sul commercio estero disaggregati per azienda e prodotto è possibile descrivere la struttura delle esportazioni LCT dell'Italia. Nel 2021 i due terzi delle esportazioni erano realizzati da circa 5.400 imprese (il 6 per cento delle aziende esportatrici), per le quali tali prodotti rappresentavano almeno la metà delle vendite estere. Circa un quarto del totale delle imprese esportatrici italiane aveva venduto all'estero almeno un prodotto LCT. Nelle produzioni di maggiore peso era elevato il numero di aziende esportatrici e bassa la concentrazione del mercato; in quelle meno rilevanti erano invece attivi pochi esportatori e le vendite erano notevolmente concentrate.

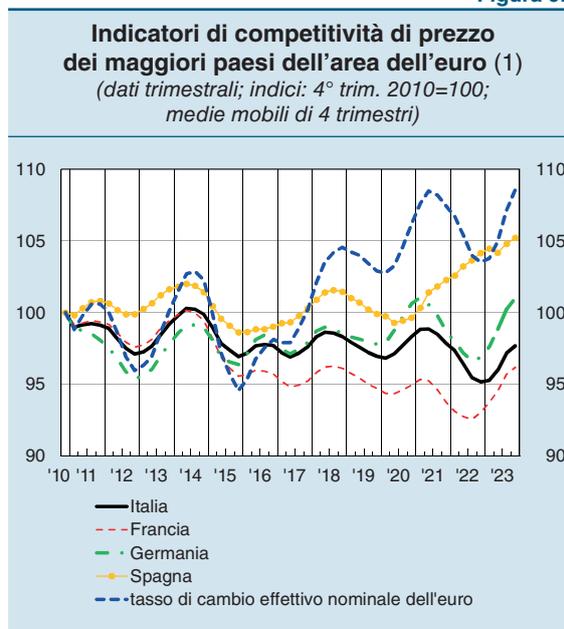
Le ragioni di scambio. – Nel 2023 le ragioni di scambio (misurate dal rapporto tra il prezzo delle esportazioni e quello delle importazioni) per il complesso di beni e servizi hanno recuperato l'eccezionale calo dell'anno precedente³; il miglioramento è imputabile sia alla riduzione del deflatore delle importazioni (-5,7 per cento, di riflesso alla contrazione dei prezzi delle materie prime energetiche), sia all'aumento di quello delle esportazioni (1,8 per cento).

La competitività di prezzo

La competitività di prezzo delle imprese italiane, che misura in media la loro capacità di competere sui mercati interni e di destinazione con i produttori locali e con gli esportatori degli altri paesi, è peggiorata nel 2023 del 2,6 per cento (fig. 9.3), secondo l'indice basato sui prezzi alla produzione dei manufatti. La perdita è dovuta interamente all'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, che ha interessato tutti i paesi dell'area; in Italia è stata minore che in Francia e Germania, grazie a una dinamica dei prezzi alla produzione più contenuta⁴.

Il guadagno di competitività rispetto alle due maggiori economie dell'area è confermato anche

Figura 9.3



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 dell'indice segnala una perdita di competitività. L'indicatore è ottenuto come media ponderata della competitività all'importazione (che coglie la capacità di competere sul mercato interno con le produzioni importate) e della competitività all'esportazione (che misura la capacità di un paese di competere con altri 60 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.

³ Per un'analisi in prospettiva storica e di confronto con i principali paesi dell'area dell'euro, cfr. C. Giordano ed E. Tosti, *Weathering the storm: a characterization of the recent terms-of-trade shock in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 831, 2024.

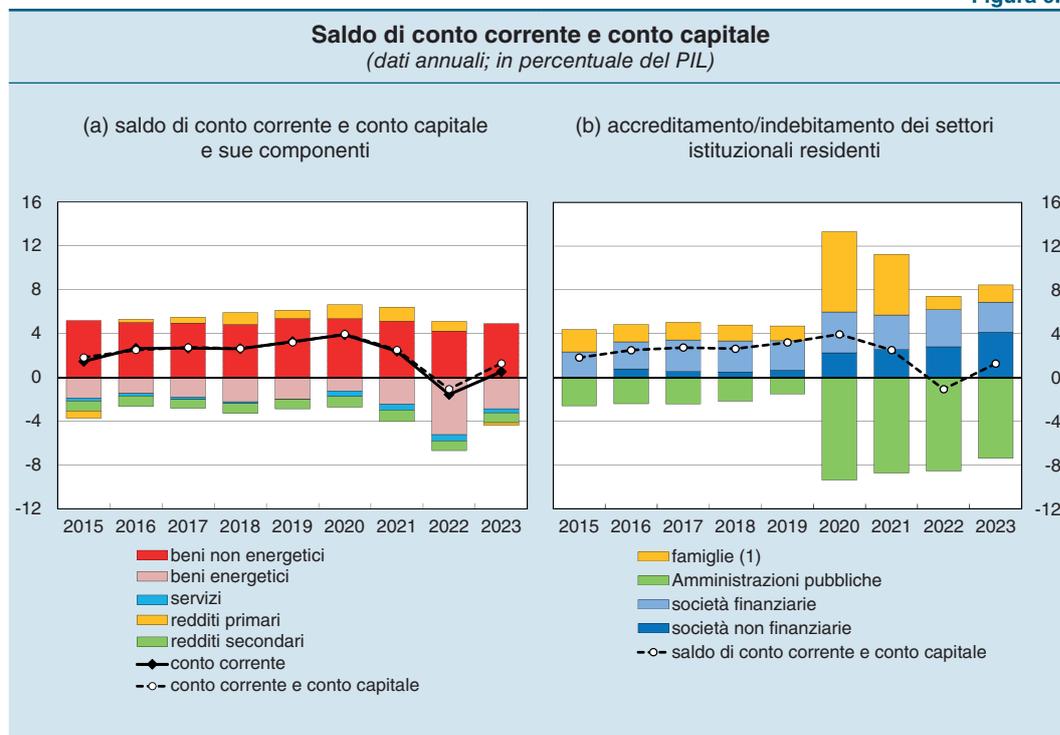
⁴ Il peggioramento dell'indicatore di competitività della Spagna, concentrato nel biennio 2021-22, riflette la marcata crescita dei prezzi alla produzione nei settori energivori e in quello dei prodotti petroliferi raffinati. Per ulteriori dettagli, cfr. S. Giglioli e C. Giordano, 2023, op. cit.

dall'indice calcolato dalla BCE sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto. Questo indice, che è riferito a tutti i settori dell'economia e non tiene conto né degli altri costi intermedi né dei margini di profitto, è migliorato in Italia di circa l'1 per cento, mentre è peggiorato in Germania ed è rimasto stabile in Francia.

La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero

Il conto corrente. – Nel 2023 il conto corrente dell'Italia è tornato in avanzo (10,6 miliardi di euro, 0,5 per cento del PIL; fig. 9.4.a e tav. 9.1)⁵. Il recupero rispetto all'anno precedente, di circa 2 punti percentuali di prodotto, è dovuto principalmente al minore deficit energetico, che si è quasi dimezzato rispetto al 2022 in seguito alla flessione dei prezzi delle materie prime energetiche, in particolare del gas naturale. Anche il saldo dei beni non energetici è migliorato, di 0,7 punti in rapporto al PIL.

Figura 9.4



Fonte: per il PIL e per i dati del pannello (b), Istat; per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la suddivisione tra beni energetici e non energetici.

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

Il disavanzo dei servizi si è ridotto nel confronto con il 2022, sia per effetto del minore deficit nei servizi di trasporto dovuto al calo dei voli, soprattutto

⁵ La posizione ciclica dell'economia italiana rispetto al resto del mondo ha avuto un effetto modesto sul saldo di conto corrente; secondo nostre stime basate sullo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*) in Italia e nei suoi principali partner commerciali, il saldo corretto per il ciclo economico risulta pari allo 0,8 per cento del PIL.

Tavola 9.1

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2019	2020	2021	2022	2023
Conto corrente	58,6	64,5	43,3	-30,9	10,6
in % del PIL	3,3	3,9	2,4	-1,6	0,5
Merci	60,7	68,3	48,6	-19,8	42,1
prodotti non energetici (2)	96,3	88,8	93,5	82,9	102,1
prodotti energetici (2)	-35,6	-20,5	-44,9	-102,7	-60,0
Servizi	-0,4	-8,4	-9,7	-11,1	-7,6
di cui: trasporti	-9,8	-8,0	-12,2	-17,4	-14,9
viaggi	17,2	7,8	8,6	18,2	20,2
Redditi primari (3)	13,8	21,1	23,3	17,5	-5,1
Redditi secondari (4)	-15,5	-16,5	-19,0	-17,5	-18,8
Conto capitale	-1,1	1,0	2,3	9,8	16,0
in % del PIL	-0,1	0,1	0,1	0,5	0,8
Conto finanziario (5)	53,3	72,5	49,2	-5,8	36,1
Investimenti diretti	1,5	18,8	24,8	-14,8	-4,8
italiani all'estero	33,4	4,5	46,0	44,3	21,3
esteri in Italia	31,9	-14,4	21,2	59,1	26,2
Investimenti di portafoglio	-49,8	116,2	125,2	164,5	-28,6
Derivati	2,7	-2,5	..	11,4	-0,2
Altri investimenti	95,7	-64,0	-121,5	-168,8	67,0
Variazione delle riserve ufficiali	3,2	4,0	20,7	2,0	2,7
Errori e omissioni	-4,2	6,9	3,7	15,3	9,5

Fonte: per il PIL, Istat.
 (1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*. –
 (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).

marittimi⁶, sia a causa dell'ampliamento del surplus della bilancia turistica (1,0 per cento del prodotto, in linea con il valore del 2019). Tale aumento è stato trainato dalla spesa dei viaggiatori provenienti dai paesi esterni alla UE, tornata ai livelli del 2019; quella dei turisti provenienti dall'Unione li aveva già recuperati nel 2022. Sono cresciute in particolare le entrate legate a viaggi culturali e visite alle città d'arte, che erano state più penalizzate durante la pandemia.

Lo scorso anno il saldo dei redditi primari è diminuito di 23 miliardi, registrando un disavanzo per la prima volta dal 2015. Vi ha inciso il rialzo dei tassi di interesse ufficiali, che si è trasmesso più rapidamente alle passività che alle attività sull'estero dell'Italia per effetto della diversa composizione per strumento e scadenza, causando un deterioramento del saldo dei redditi da capitale (cfr. il riquadro: *Il saldo dei*

⁶ Tra novembre del 2023 e lo scorso gennaio i noli marittimi, in particolare nel trasporto di container, hanno segnato un forte rialzo a causa degli attacchi delle milizie Huthi alle navi in transito nel Mar Rosso (cfr. il riquadro: *Le tensioni nel Mar Rosso e il loro possibile impatto macroeconomico*, in *Bollettino economico*, 2, 2024); sono tuttavia rimasti nettamente inferiori ai valori eccezionali del biennio 2021-22.

redditi primari e il recente rialzo dei tassi di interesse, in *Bollettino economico*, 2, 2024). In particolare al peggioramento ha contribuito l'incremento degli interessi versati dalla Banca d'Italia sul saldo debitorio TARGET, remunerato al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (cfr. il capitolo 3). Per contro, si sono ridotti gli interessi sul debito pubblico pagati a non residenti, in relazione ai minori redditi maturati sui titoli indicizzati all'inflazione.

Il deficit dei redditi secondari è lievemente aumentato a seguito dei trasferimenti personali diversi dalle rimesse, che sono invece rimaste pressoché stabili.

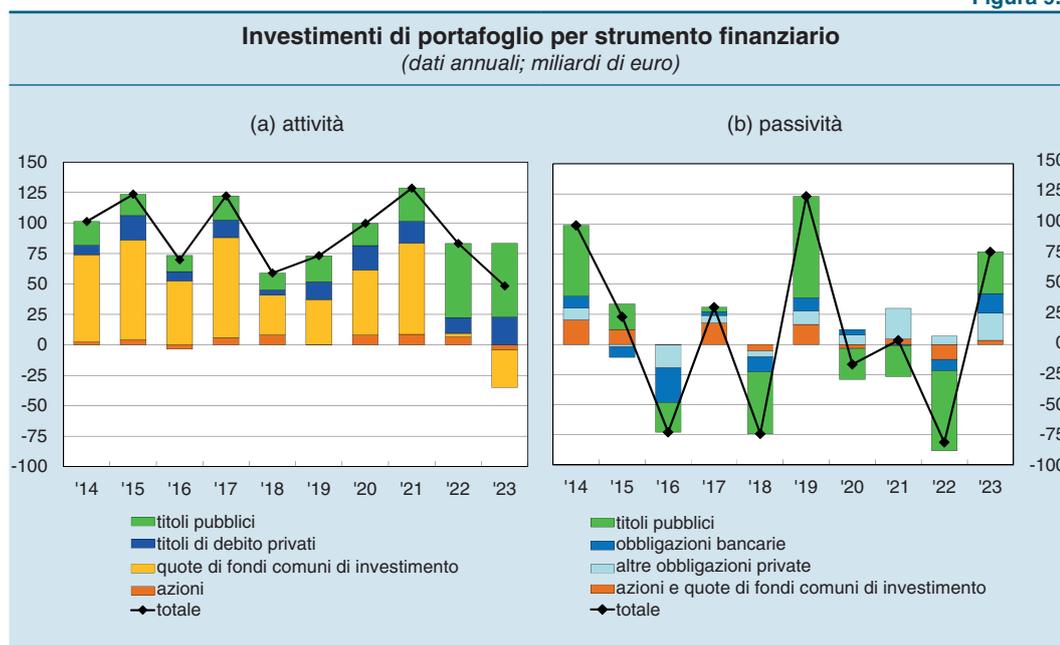
Il saldo di conto capitale si è ulteriormente ampliato, a 16,0 miliardi (0,8 per cento del PIL, il valore più elevato dal 1999), in relazione all'impiego delle sovvenzioni del Dispositivo per la ripresa e la resilienza per finalità di investimento⁷.

Il saldo di conto corrente e di conto capitale è il risultato delle decisioni di risparmio e di investimento complessive dei settori istituzionali residenti. La sua crescita rispetto al 2022 ha riflesso l'incremento del risparmio netto delle società non finanziarie (fig. 9.4.b), legato ai minori investimenti, e la flessione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 10); a questi andamenti si è contrapposto il peggioramento del surplus delle società finanziarie. L'accreditamento netto delle famiglie è salito appena: la riduzione del risparmio è stata compensata dai minori investimenti e dai maggiori trasferimenti in conto capitale, connessi con le agevolazioni edilizie.

Il conto finanziario. – Nel 2023 è proseguito il rallentamento degli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti (fig. 9.5.a). Gli acquisti si sono concentrati interamente nei titoli di debito, in aumento in un contesto di rendimenti obbligazionari elevati a causa delle politiche monetarie restrittive adottate nelle maggiori economie avanzate. Per la prima volta dal 2008 gli investimenti in quote di fondi comuni esteri sono stati negativi, risentendo della ricomposizione del portafoglio delle famiglie a favore di titoli di debito pubblico italiani e degli altri paesi dell'area dell'euro.

Dopo le cospicue vendite del 2022, gli investitori esteri sono tornati a effettuare acquisti netti rilevanti di titoli italiani (77 miliardi; fig. 9.5.b). Il rialzo dei rendimenti ha indirizzato la domanda dei non residenti verso i titoli di debito, sia pubblici sia emessi da banche e imprese. Agli acquisti di obbligazioni pubbliche hanno contribuito tanto gli investitori esterni all'area dell'euro, quanto quelli dell'area; tra questi ultimi, la domanda è stata sostenuta dai fondi di investimento e, in misura minore, dalle banche. La quota di titoli pubblici detenuta da non residenti, valutata ai prezzi di mercato, è cresciuta marginalmente, al 27,9 per cento, un valore che resta inferiore di oltre 10 punti percentuali rispetto al 2015, quando ha avuto inizio il programma di acquisto

⁷ Secondo le convenzioni statistiche della bilancia dei pagamenti, i trasferimenti, inclusi quelli ricevuti nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), sono iscritti nel conto corrente o nel conto capitale (a seconda che siano rispettivamente per finalità correnti oppure per investimenti e altre spese in conto capitale) solo nella misura in cui i fondi siano stati effettivamente spesi. I trasferimenti non ancora spesi sono invece riportati nel conto finanziario tra gli "altri investimenti". Nel 2023 sono stati registrati crediti relativi al PNRR per 15,5 miliardi nel conto capitale e per 1,4 miliardi nel saldo dei redditi secondari del conto corrente.



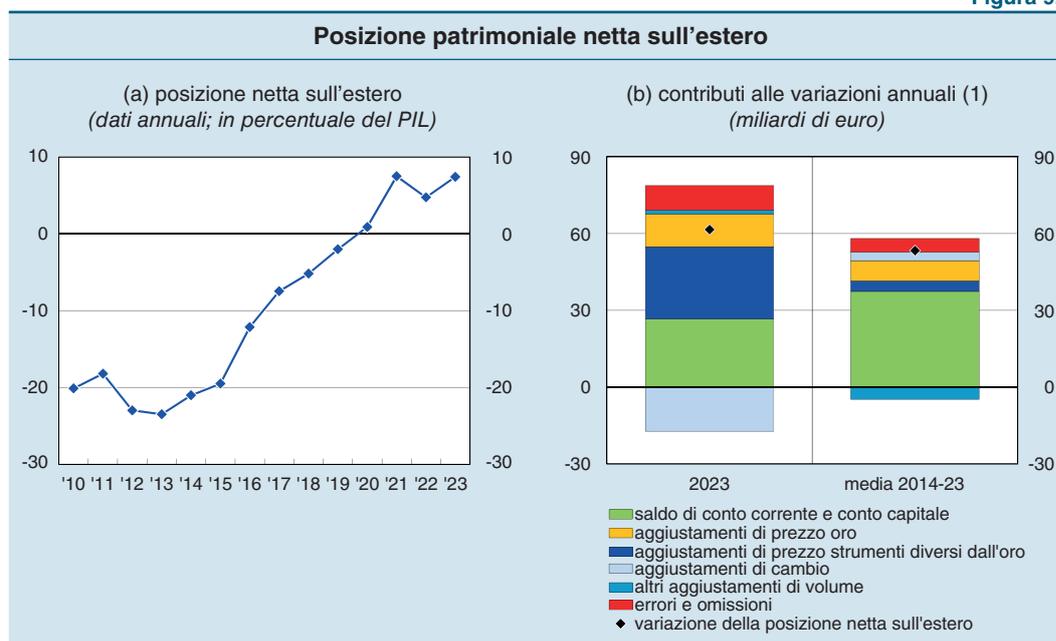
di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Asset Purchase Programme, APP*) e si è avviato il corrispondente forte incremento dei titoli detenuti dalla Banca d'Italia.

Secondo dati provvisori, nel 2023 gli investimenti diretti all'estero (21 miliardi) sono stati inferiori rispetto all'anno precedente, frenati soprattutto dalla componente azionaria, in un contesto globale di rallentamento delle attività di acquisizione e fusione per effetto del rialzo dei tassi di interesse e dell'incertezza economica e geopolitica. I flussi si sono diretti in larga parte verso le economie avanzate. Anche gli investimenti diretti esteri in Italia hanno decelerato (a 26 miliardi) dopo la marcata crescita del 2022, a seguito della flessione dei prestiti intrasocietari; la componente azionaria è invece rimasta in linea con l'anno precedente.

La raccolta netta all'estero delle banche italiane è cresciuta di 83 miliardi, compensando in parte il minore ricorso alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO3*). Il settore pubblico ha ricevuto dalle istituzioni europee 35 miliardi nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, che hanno comportato un aumento delle passività tra gli "altri investimenti" pari a 18 miliardi (al netto delle sovvenzioni spese).

Di riflesso a questi andamenti e in concomitanza con il processo di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema, la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET si è ridotta di 163 miliardi (a 521 miliardi alla fine del 2023); la flessione è proseguita nei primi mesi del 2024 e il saldo ha raggiunto 438 miliardi alla fine di aprile.

La posizione patrimoniale sull'estero. – Il saldo creditorio della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia è cresciuto, portandosi alla fine del 2023 a 155 miliardi



Fonte: per il PIL, Istat.

(1) La variazione della posizione patrimoniale netta sull'estero, escludendo gli aggiustamenti di valutazione (legati alle variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari sottostanti e dei tassi di cambio) e gli altri aggiustamenti, corrisponde al saldo del conto finanziario, che a sua volta coincide con la somma dei saldi del conto corrente e del conto capitale e della voce "errori e omissioni" della bilancia dei pagamenti.

(7,4 per cento del PIL; fig. 9.6). Vi hanno contribuito l'avanzo di conto corrente e conto capitale e soprattutto i rialzi dei prezzi dell'oro e delle attività di portafoglio (in particolare quelli relativi alle quote di fondi comuni, legati alla ripresa dei mercati azionari internazionali); queste rivalutazioni hanno più che compensato la diminuzione del controvalore delle attività denominate in valuta estera, dovuta all'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro. La posizione debitoria della Banca d'Italia si è ridotta grazie al calo del saldo passivo TARGET, mentre quelle della Pubblica amministrazione e delle banche si sono ampliate, pur rimanendo entrambe inferiori alla media degli ultimi dieci anni; la posizione netta sull'estero del settore privato non bancario si è mantenuta largamente positiva.

Dalla fine del 2013 la posizione netta sull'estero è aumentata di oltre 30 punti percentuali in rapporto al prodotto, in media più di 50 miliardi all'anno. Il miglioramento è riconducibile per quasi tre quarti ai persistenti avanzi di conto corrente e conto capitale e per la restante parte agli aggiustamenti di prezzo, in particolare relativi alle riserve in oro, la cui quotazione è salita di più di due terzi nel complesso del periodo, e ai titoli di portafoglio.

10. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2023 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 7,4 per cento del prodotto (dall'8,6 dell'anno precedente), anche per effetto della riduzione delle misure di sostegno adottate per fronteggiare la crisi energetica. Il calo è stato però nettamente più contenuto di quanto programmato lo scorso autunno dal Governo a causa dei maggiori oneri per il Superbonus, che avrebbe inciso sul disavanzo del 2023 per quasi 4 punti di PIL. Gli investimenti fissi lordi sono aumentati di oltre un quarto, al 3,2 per cento del prodotto, il livello più alto dal 2009. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL, soprattutto grazie a un differenziale favorevole tra la crescita nominale dell'economia e l'onere medio, è sceso di 3,2 punti, al 137,3 per cento, un valore di poco superiore a quello precedente la pandemia.

Nel *Documento di economia e finanza 2024* (DEF 2024) il Governo ha presentato il nuovo quadro tendenziale dei conti pubblici per il periodo 2024-27, ma ha rimandato la definizione degli obiettivi al primo Piano strutturale di bilancio a medio termine che, secondo la nuova governance europea, dovrà essere presentato entro il prossimo 20 settembre. Il forte ridimensionamento della spesa per il Superbonus e il venire meno delle misure espansive contro i rincari energetici contribuirebbero in modo determinante al deciso calo dell'indebitamento netto (al 4,3 per cento del PIL) atteso nell'anno in corso. La riduzione continuerebbe nel 2025 (anche per la cessazione degli sgravi contributivi in essere prevista dalla legislazione vigente) e nei due anni successivi, fino al 2,2 per cento nel 2027. Anche per il dispiegarsi degli effetti di cassa delle agevolazioni edilizie maturate negli anni precedenti, il rapporto tra il debito e il prodotto aumenterebbe invece fino al 139,8 per cento nel 2026, per poi diminuire leggermente (0,2 punti) l'anno successivo.

La finanza pubblica nel 2023

L'indebitamento netto: obiettivi, interventi in corso d'anno e risultati. – Il Governo, con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022* (NADEF 2022) presentata a novembre del 2022, fissava per l'indebitamento netto del 2023 un obiettivo del 4,5 per cento del PIL, un valore superiore alle stime tendenziali (3,4 per cento)¹.

La legge di bilancio per il 2023 utilizzava questo margine di manovra soprattutto per confermare diversi interventi di sostegno a famiglie e imprese contro i rincari

¹ Nel 2022 sono state pubblicate due versioni della NADEF: 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.

energetici, con effetti concentrati nel primo trimestre dell'anno². Alcune risorse erano inoltre destinate all'estensione dello sgravio contributivo a favore dei lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi introdotto nel 2022, al comparto della sanità e al pubblico impiego, nonché alla proroga degli incentivi per gli investimenti delle imprese. Per i lavoratori autonomi e gli imprenditori veniva inoltre disposto l'innalzamento della soglia di fatturato (da 65.000 a 85.000 euro) per l'adesione al regime forfetario e si introduceva la cosiddetta flat tax incrementale³. A parziale copertura degli interventi venivano adottate due forme di prelievo temporaneo sulle imprese operanti nel settore energetico, si rivedeva temporaneamente al ribasso il meccanismo di indicizzazione delle pensioni di importo più elevato e si rendevano più restrittivi i criteri di accesso al reddito di cittadinanza a partire da luglio del 2023 (cfr. il capitolo 5).

Nel corso del 2023 gli oneri per la finanza pubblica derivanti dal Superbonus si sono progressivamente rivelati molto più ingenti delle attese. A febbraio dello scorso anno il Governo ha ridotto, per gli interventi non ancora avviati, il novero delle agevolazioni edilizie per le quali era possibile ricorrere allo sconto in fattura e alla cessione a terzi del credito di imposta spettante (DL 11/2023)⁴.

A fine marzo il DL 34/2023 ha esteso al secondo trimestre dell'anno molte delle misure di contrasto alla crisi energetica previste per i primi tre mesi⁵. Il quadro di finanza pubblica è stato aggiornato in aprile con la pubblicazione del *Documento di economia e finanza 2023* (DEF 2023). A fronte di una stima dell'andamento dei conti per il 2023 più favorevole di quanto pianificato per 0,15 punti percentuali di PIL⁶, il Governo ha confermato l'obiettivo programmatico di disavanzo fissato al 4,5 per cento del PIL e ha ottenuto l'autorizzazione dal Parlamento per il relativo scostamento di bilancio. Quest'ultimo è stato utilizzato per potenziare lo sgravio contributivo a beneficio dei lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi con un'ulteriore riduzione dei contributi sociali per gli ultimi sei mesi dell'anno (DL 48/2023). Successivamente sono state rinnovate le misure temporanee di contrasto agli effetti della crisi energetica per il

² *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^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 5 dicembre 2022.

³ I contribuenti con redditi da impresa o lavoro autonomo diversi da quelli che aderivano al regime forfetario avevano la facoltà di accedere a un regime sostitutivo dell'Irpef e delle relative addizionali, con aliquota del 15 per cento applicabile a un imponibile massimo di 40.000 euro, per le sole eccedenze di quei redditi relativi al 2023 rispetto al più alto tra quelli dichiarati nei tre anni precedenti, aumentati del 5 per cento. Il regime è rimasto in vigore solo per l'anno fiscale 2023.

⁴ *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, Commissione 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei deputati, Roma, 29 marzo 2023.

⁵ La proroga ha riguardato la riduzione dell'IVA e delle aliquote degli oneri di sistema gravanti sulle bollette del gas, i crediti di imposta riconosciuti in compensazione dell'aumento dei costi energetici delle imprese e il potenziamento dei bonus sociali sulle utenze. Secondo le valutazioni ufficiali il provvedimento aveva un impatto nullo sull'indebitamento netto, in quanto finanziato da risorse non utilizzate tra quelle stanziare precedentemente.

⁶ *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 Altamari, Senato della Repubblica, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 20 aprile 2023.

terzo trimestre (DL 79/2023)⁷ e per il quarto (DL 131/2023), trovando le necessarie coperture finanziarie nelle risorse inutilizzate tra quelle previste dai provvedimenti adottati in precedenza per le stesse finalità.

Ad agosto il Parlamento ha approvato una legge delega per la riforma fiscale, volta a promuovere una revisione complessiva del sistema tributario⁸. Tra gli obiettivi enunciati nel provvedimento c'è la riduzione graduale del prelievo mediante una modifica della base imponibile, degli scaglioni, delle aliquote, dei regimi sostitutivi, delle detrazioni e delle deduzioni dell'imposta sui redditi delle persone fisiche, con l'adozione, in prospettiva, di un regime ad aliquota unica. Le altre principali aree di intervento riguardano la tassazione societaria (con il progressivo superamento dell'IRAP a favore di una nuova sovrainposta dell'Ires) e le norme sull'adempimento spontaneo e sull'accertamento.

Soprattutto a causa di una spesa per il Superbonus molto superiore alle previsioni, il quadro tendenziale delineato nella NADEF 2023, pubblicata a fine settembre, si è discostato dagli obiettivi fissati ad aprile. In particolare, l'indebitamento netto atteso per il 2023 è stato rivisto al rialzo di 0,7 punti percentuali, al 5,2 per cento del PIL⁹. Il Governo ne ha programmato inoltre un ulteriore lieve aumento (per 0,1 punti), principalmente allo scopo di finanziare l'anticipo dal 2024 al 2023 del conguaglio dell'adeguamento dei trattamenti pensionistici all'inflazione realizzata nel 2022 (DL 145/2023).

A consuntivo, il disavanzo per il 2023 è stato pari al 7,4 per cento del PIL¹⁰, 1,2 punti al di sotto di quello del 2022, ma superiore di circa 2 all'obiettivo prospettato nella NADEF dello scorso autunno (fig. 10.1 e tav. 10.1). Il calo dell'indebitamento netto rispetto all'anno precedente riflette l'andamento favorevole degli oneri per interessi (da 4,2 a 3,8 per cento del PIL) e del disavanzo primario (da 4,3 a 3,6). Quest'ultimo ha beneficiato della riduzione dei prezzi di beni e servizi energetici e dei conseguenti minori esborsi per le misure a sostegno di famiglie e imprese. In direzione opposta ha agito il forte aumento della spesa per il Superbonus; la stima dell'impatto di questa agevolazione è stata più volte rivista al rialzo nel corso dell'anno, da 0,7 punti percentuali del PIL nel DEF 2023, a 1,8 nella NADEF 2023, fino a quasi 4 a consuntivo¹¹. Secondo il Ministero dell'economia e delle finanze, complessivamente l'onere della misura sull'indebitamento netto nel periodo 2020-23 ammonta a oltre 153 miliardi¹².

⁷ Il contenuto del DL 79/2023, poi abrogato, è stato incorporato nel testo dei DD.LL. 57/2023 e 75/2023 dalle relative leggi di conversione.

⁸ *"Delega al Governo per la riforma fiscale" Disegno di legge AC 1038*, testimonianza del Capo del Servizio Assistenza e consulenza fiscale della Banca d'Italia G. Ricotti, Commissione permanente 6^a della Camera dei deputati (Finanze), Camera dei deputati, Roma, 18 maggio 2023.

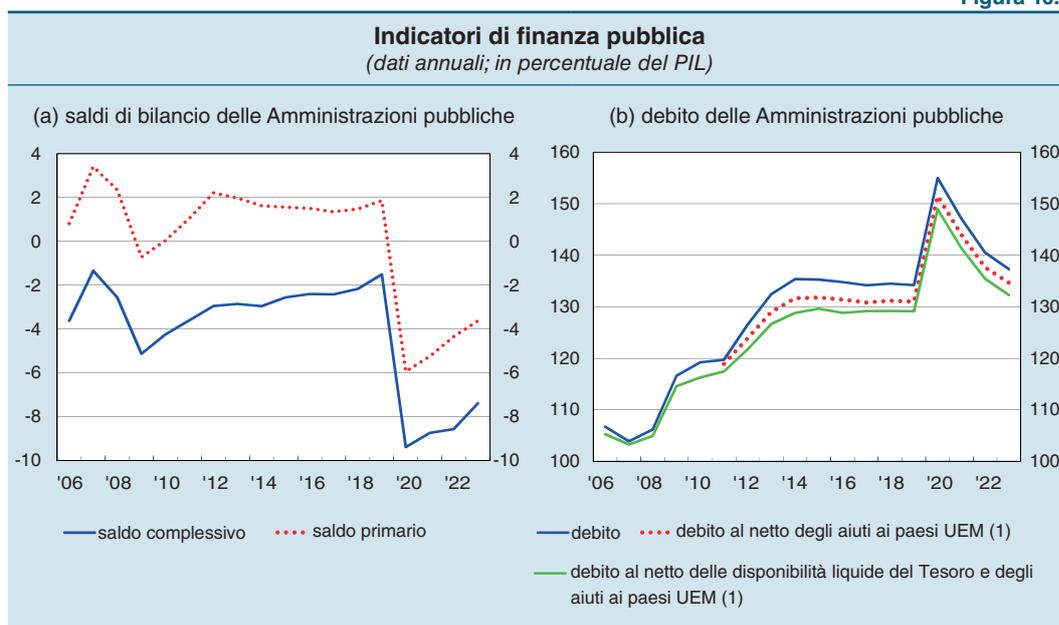
⁹ *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2023*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 9 ottobre 2023.

¹⁰ Il dato di consuntivo notificato all'Eurostat il 22 aprile è più alto di 0,2 punti percentuali del PIL rispetto alle stime preliminari diffuse dall'Istat a inizio marzo e inizio aprile di quest'anno (e incluse nel DEF 2024), recependo evidenze sulla spesa per il Superbonus emerse successivamente.

¹¹ Questa valutazione si basa soprattutto sulle informazioni contenute nel DEF 2024.

¹² Secondo l'Istat l'onere complessivo, inclusivo anche del Bonus facciate (in vigore solo nel periodo 2020-22), è di oltre 175 miliardi.

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).

Tavola 10.1

Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1) (miliardi di euro e percentuali del PIL)						
VOCI	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Entrate correnti	814,3	839,1	781,7	854,9	919,2	972,6
<i>di cui:</i> contributi sociali	234,5	242,2	229,7	246,1	261,4	269,2
imposte dirette	248,6	258,1	250,9	268,2	291,0	320,8
imposte indirette	254,4	257,6	227,2	260,2	279,5	294,7
Entrate in conto capitale	4,6	4,8	5,7	11,2	17,1	23,9
Totale entrate	818,9	843,9	787,4	866,2	936,3	996,6
in % del PIL	46,2	47,0	47,4	47,5	47,7	47,8
Spese primarie correnti	734,3	748,5	797,5	816,3	859,4	881,4
Interessi	64,6	60,4	57,3	63,7	82,9	78,6
Spese in conto capitale (2)	58,4	62,0	88,4	145,4	162,0	190,7
<i>di cui:</i> investimenti fissi lordi	37,8	41,5	43,1	52,4	53,1	66,8
Totale spese	857,2	870,9	943,3	1.025,3	1.104,3	1.150,7
in % del PIL	48,4	48,5	56,8	56,3	56,3	55,2
Saldo primario	26,2	33,4	-98,5	-95,5	-85,1	-75,5
in % del PIL	1,5	1,9	-5,9	-5,2	-4,3	-3,6
Indebitamento netto	38,4	27,0	155,8	159,2	168,0	154,1
in % del PIL	2,2	1,5	9,4	8,7	8,6	7,4

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.

Anche il trattamento statistico del Superbonus è mutato nel corso dell'anno. In particolare, con due pareri metodologici (pubblicati rispettivamente a febbraio e a settembre 2023) l'Eurostat ha chiarito che, a causa della loro cedibilità, i crediti

maturati nel periodo 2020-23 debbano essere registrati nell'indebitamento netto secondo un criterio di competenza, ossia al momento dell'esecuzione dei lavori agevolati, piuttosto che in quello del loro effettivo utilizzo in compensazione (criterio di cassa). Questa decisione incide sul calcolo del disavanzo, ma non ha rilevanza né per la valutazione del costo complessivo dell'agevolazione, né per i suoi impatti sul debito pubblico, che si manifestano quando si materializzano gli effetti di cassa.

Le entrate. – Lo scorso anno le entrate sono aumentate del 6,4 per cento (tav. 10.1), in linea con il PIL nominale (6,2 per cento), trainate dall'andamento positivo delle imposte dirette (10,2 per cento) e, in misura minore, di quelle indirette (5,4 per cento). Anche i contributi sociali, sebbene frenati dal potenziamento degli sgravi a favore di alcune fasce di lavoratori dipendenti, hanno avuto una variazione positiva (3,0 per cento). La pressione fiscale (la somma di imposte e contributi in rapporto al PIL) è rimasta invariata al 42,5 per cento. La forte dinamica delle entrate in conto capitale (prossima al 40 per cento) ha risentito della contabilizzazione per competenza delle sovvenzioni ricevute per l'attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

L'incremento delle imposte dirette è attribuibile al buon andamento del mercato del lavoro e agli elevati profitti di impresa, che hanno determinato una crescita del gettito sia per l'Irpef sia per l'Ires.

L'aumento delle imposte indirette è derivato principalmente dal marcato rialzo di quelle sui consumi di energia elettrica (197,7 per cento) e di oli minerali e derivati (41,9 per cento). Questo andamento ha riflesso principalmente il graduale venire meno delle misure di riduzione degli oneri di sistema e l'eliminazione di quelle relative alle accise sui carburanti. Gli introiti dell'IVA, che nel biennio 2021-22 erano saliti quasi del 18 per cento medio annuo, sono aumentati lo scorso anno solo dell'1,1 per cento: si può valutare che la frenata sia connessa con il calo dell'IVA sulle importazioni, su cui incidono i prezzi dei beni energetici (cfr. il capitolo 8).

Le spese. – Le spese delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute del 4,2 per cento. Gli aumenti delle erogazioni primarie correnti (2,6 per cento) e di quelle in conto capitale (17,7 per cento) sono stati solo in piccola parte controbilanciati da una contrazione nella spesa per interessi (-5,1 per cento). Grazie al calo della componente connessa con la rivalutazione del capitale dei titoli indicizzati all'inflazione, l'onere medio sul debito pubblico è diminuito dal 3,1 al 2,9 per cento, nonostante il prosieguo della restrizione monetaria nel corso del 2023 e il contestuale rialzo dei tassi ufficiali (cfr. il capitolo 3).

Le spese primarie correnti (cfr. il riquadro: *La spesa primaria corrente italiana e le sue componenti*) sono state sospinte quasi interamente dalla crescita delle prestazioni sociali in denaro (4,3 per cento; cfr. il capitolo 5); quest'ultima riflette a sua volta la dinamica sostenuta della componente pensionistica (7,1 per cento), in larga parte dovuta all'indicizzazione all'inflazione, mentre gli altri esborsi sono diminuiti (-6,4 per cento), principalmente a causa del venire meno delle indennità una tantum erogate nel 2022 per contrastare gli effetti della crisi energetica. Gli esborsi per consumi intermedi e prestazioni sociali in natura sono cresciuti (3,2 per cento), mentre quelli per i redditi da lavoro dipendente sono diminuiti (-0,5 per cento). In particolare,

gli effetti dell'aumento dell'occupazione nella Pubblica amministrazione (1,5 per cento) sono stati più che bilanciati dalla contrazione della retribuzione media (-2,0 per cento), che nel 2022 era stata temporaneamente sospinta dal pagamento degli arretrati relativi al rinnovo dei contratti per il triennio 2019-21.

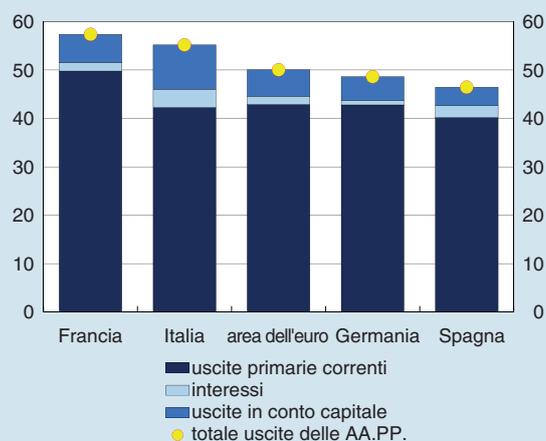
LA SPESA PRIMARIA CORRENTE ITALIANA E LE SUE COMPONENTI

Nel 2023 la spesa primaria corrente italiana ha assorbito circa il 77 per cento della spesa pubblica, collocandosi a 881 miliardi; l'incidenza di questa voce sul prodotto, pari al 42 per cento, risulta superiore di 2 punti rispetto alla Spagna, è sostanzialmente in linea con quella della Germania e della media dell'area dell'euro, ed è inferiore di oltre 7 punti a quella della Francia (figura A).

La spesa primaria corrente in Italia, come negli altri principali paesi dell'area, è in gran parte destinata alle prestazioni sociali in denaro, che includono le pensioni, i sussidi di disoccupazione e di sostegno al reddito familiare¹.

Figura A

Componenti della spesa pubblica nei principali paesi dell'area dell'euro nel 2023 (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Tavola

Spesa primaria corrente e sue componenti nel 2023 nei principali paesi dell'area dell'euro (valori in percentuale del PIL)

PAESI (1)	Totale spesa primaria corrente	Redditi da lavoro	Consumi intermedi	Prestazioni sociali in natura	Prestazioni sociali in denaro	Contributi alla produzione (2)	Altro
Francia	49,8	12,3	5,7	6,4	19,0	2,5	3,9
Italia	42,3	8,9	5,9	2,5	20,4	2,5	2,1
Germania	42,8	7,9	6,2	8,7	16,0	1,6	2,2
Spagna	40,2	11,2	5,8	2,8	17,3	1,5	1,7
Area dell'euro	42,9	9,8	6,0	5,9	16,7	2,0	2,5

Fonte: Eurostat, classificazione ESA 2010.

(1) I paesi sono elencati in ordine decrescente in base al totale della spesa primaria corrente. – (2) Si tratta di trasferimenti correnti che le Amministrazioni pubbliche effettuano a favore dei produttori residenti allo scopo di influenzare il loro livello di produzione o la remunerazione dei fattori della produzione. In questa categoria rientrano ad esempio i crediti di imposta collegati alla crisi energetica. Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

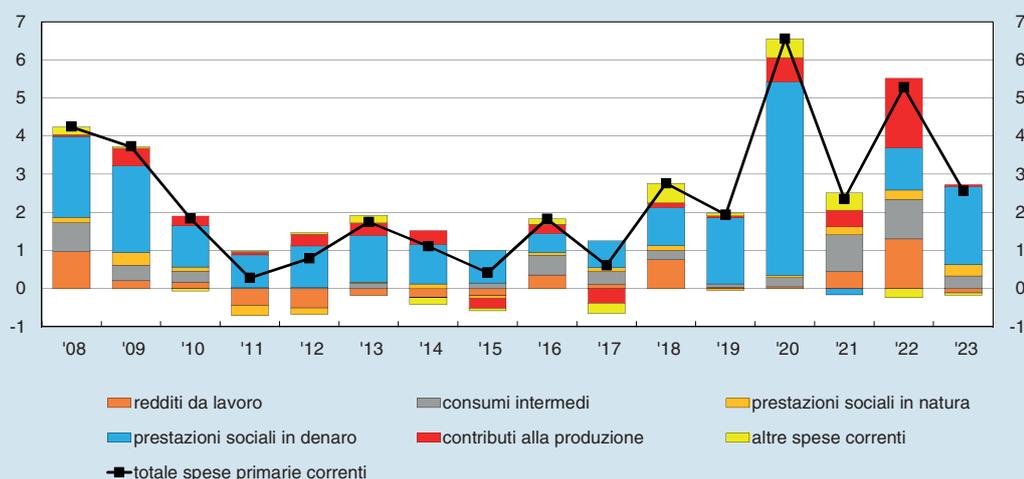
¹ Ad esempio Cassa integrazione guadagni, nuova assicurazione sociale per l'impiego (NASpI) e reddito di cittadinanza.

Tali trasferimenti ammontano in Italia al 20,4 per cento del PIL, quasi 4 punti al di sopra della media dell'area (tavola). Al contrario, gli esborsi per redditi da lavoro² e soprattutto per le prestazioni sociali in natura (come le spese per la sanità) risultano al di sotto della media dell'area.

Nel periodo 2008-19 la spesa primaria corrente in Italia è cresciuta in misura contenuta (figura B), in media dell'1,8 per cento all'anno in termini nominali, poco al di sopra del deflatore del PIL (1,2 per cento). Le uscite sono state frenate dalla sostanziale stabilità dei redditi da lavoro, dovuta al blocco dei rinnovi contrattuali nel quinquennio 2010-14 e alla riduzione del numero di dipendenti pubblici; le prestazioni sociali in denaro sono invece aumentate a un ritmo superiore alle altre voci (2,6 per cento medio annuo).

Figura B

Andamento della spesa corrente primaria in Italia e contributi delle sue componenti (1)
(variazioni percentuali tendenziali e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) I valori percentuali riportati negli istogrammi rappresentano il contributo di ciascuna componente alla variazione percentuale tendenziale del totale delle spese primarie correnti.

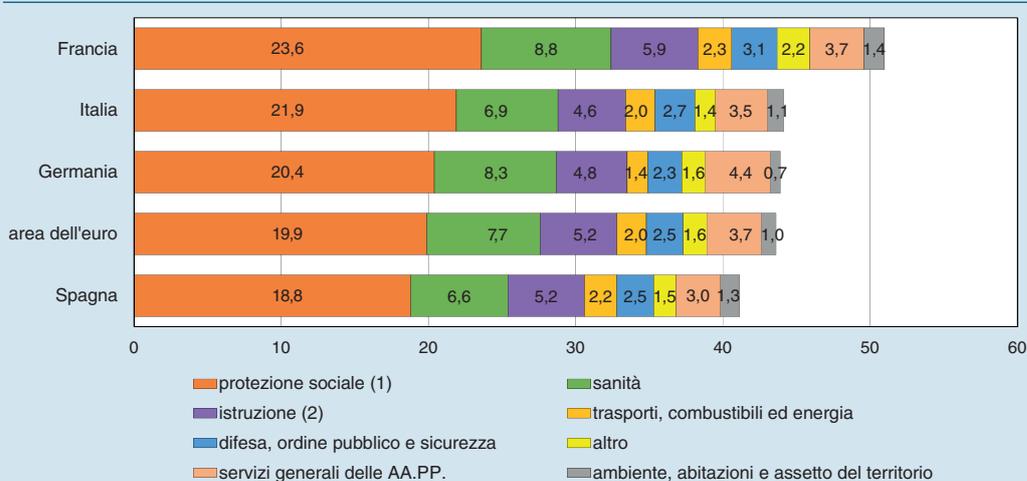
A seguito degli interventi connessi con l'emergenza pandemica prima e con la crisi energetica poi, tra il 2020 e il 2023 la spesa primaria corrente è cresciuta in misura significativa (4,2 per cento medio annuo). Questi interventi tuttavia hanno avuto natura temporanea: in larga parte sono già venuti meno e non avranno effetti nei prossimi anni.

² Il numero di unità di lavoro nella Pubblica amministrazione nel 2023 era pressoché analogo in Italia e in Spagna (circa 3,4 e 3,3 milioni, rispettivamente), molto inferiore rispetto a quello della Germania (5,3 milioni) e della Francia (6,1 milioni). In rapporto alla popolazione il numero di dipendenti pubblici italiani risulta il più basso tra i paesi considerati (cfr. il capitolo 11). La retribuzione unitaria media è circa 37.500 euro in Italia, 38.000 in Francia e in Spagna, oltre 46.000 in Germania.

Secondo la classificazione delle spese della Pubblica amministrazione per funzioni (*Classification of the functions of government*, COFOG)³, nel 2022 (ultimo anno per cui i dati sono disponibili) la protezione sociale è la voce che ha registrato la spesa più elevata in rapporto al PIL, quasi il 22 per cento (figura C); è un valore tra i più alti nell'area dell'euro, che riflette l'elevata incidenza della spesa per pensioni (oltre il 70 per cento dell'aggregato)⁴. La seconda e la terza voce per grandezza sono costituite dalla sanità (6,9 per cento del PIL contro il 7,7 in media nell'area dell'euro) e dall'istruzione (4,6 per cento rispetto al 5,2 dell'area)⁵. Le spese per le altre funzioni sono invece pressoché allineate a quelle degli altri grandi paesi dell'area.

Figura C

Scomposizione della spesa primaria corrente per categoria funzionale (COFOG) nel 2022
(valori in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Include la spesa per pensioni, quella per sussidi di disoccupazione, le erogazioni per risarcire la perdita di reddito subita a seguito di malattia o infortunio e le indennità in denaro o in natura a favore di famiglie con figli a carico. – (2) Include le spese per attività ricreative, culturali e religiose.

Tra il 2008 e il 2019 la spesa sanitaria è rimasta sostanzialmente stabile in rapporto al PIL, come in Spagna, mentre è cresciuta di 0,7 punti percentuali in Francia e in Germania. Quella per l'istruzione si è contratta di 0,2 punti, come in Francia e in Spagna, mentre è aumentata di 0,2 punti in Germania.

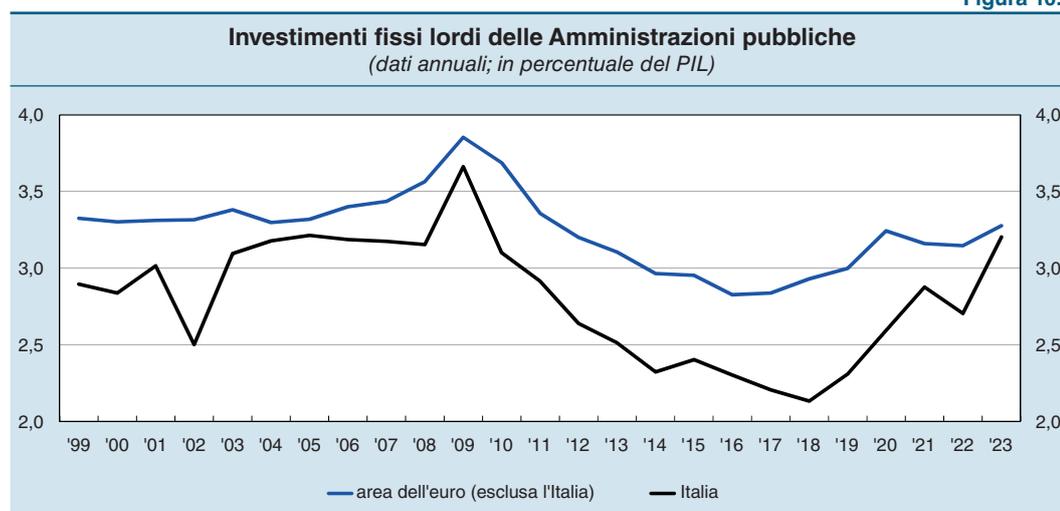
³ La classificazione funzionale COFOG, per la quale i dati sono disponibili con un ritardo di circa 14 mesi rispetto alla fine del periodo di riferimento, raggruppa le transazioni pubbliche in base allo scopo per cui vengono effettuate e permette di individuare i beneficiari ultimi della spesa pubblica. In questo riquadro le categorie COFOG che rappresentano gli obiettivi generali della spesa pubblica sono considerate al netto della componente in conto capitale e della spesa per interessi e sono state riaggregate nei gruppi riportati nella figura C.

⁴ La voce "pensioni" comprende le categorie "vecchiaia" e "superstiti" ed è definita al lordo dell'eventuale imposta personale dovuta. Ad esempio, in Italia e in Francia il peso della tassazione è circa il 3 per cento del PIL, in Germania è di poco inferiore al 2; cfr. Commissione europea, *The 2021 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the EU member states (2019-2070)*, European Economy Institutional Papers, 148, 2021.

⁵ Il divario per l'istruzione riguarda soprattutto la spesa per quella terziaria, che in Italia è pari allo 0,3 per cento del PIL, la più bassa tra i paesi considerati e inferiore alla media dell'area dell'euro di circa 0,4 punti percentuali.

La dinamica delle spese in conto capitale ha risentito principalmente dei contributi agli investimenti destinati alle famiglie (saliti del 45,0 per cento, a un livello 55 volte superiore a quello medio del decennio precedente la pandemia), la cui crescita riflette quella dei crediti di imposta per il Superbonus. Gli investimenti fissi lordi sono aumentati di oltre un quarto, collocandosi al 3,2 per cento del PIL, il livello più alto dal 2009 e un valore di poco superiore alla media del decennio 1999-2008 (vi sono inclusi quelli in infrastrutture, interessati anche dai progetti del PNRR; cfr. il riquadro: *Le infrastrutture scolastiche in Italia*). Il divario rispetto al resto dell'area dell'euro – particolarmente pronunciato negli anni successivi alla crisi finanziaria globale – si è così quasi completamente annullato (fig. 10.2).

Figura 10.2



Fonte: Eurostat.

LE INFRASTRUTTURE SCOLASTICHE IN ITALIA

Fra gli investimenti che beneficiano delle misure contenute nel PNRR rientrano quelli destinati alle infrastrutture scolastiche (per complessivi 12 miliardi di finanziamenti). In tale ambito il Piano prevede sei linee di intervento: (a) rafforzare l'offerta educativa di asili nido e scuole dell'infanzia; (b) estendere il tempo pieno e la dotazione di mense scolastiche; (c) aumentare la disponibilità di palestre, (d) mettere in sicurezza gli edifici; (e) realizzare nuove scuole; (f) adeguare sotto il profilo tecnologico gli spazi didattici.

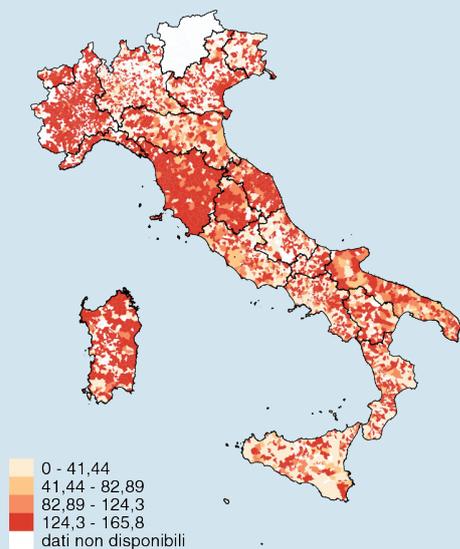
Alcuni indicatori sulle caratteristiche del patrimonio edilizio scolastico, ricavati dalle informazioni contenute nel Sistema nazionale dell'anagrafe dell'edilizia scolastica del Ministero dell'Istruzione e del merito (SNAES), evidenziano come le infrastrutture siano molto carenti in alcune aree del Paese¹. Nel Mezzogiorno la quota di plessi dotati di mensa (inferiore al 40 per cento per le scuole dell'infanzia e al 30 per quelle primarie; figura, pannelli a e b) e quella di scuole provviste di

¹ M. Bucci, L. Gazzano, E. Gennari, A. Grompone, G. Ivaldi, G. Messina e G. Ziglio, *Per chi suona la campan(ell)a? La dotazione di infrastrutture scolastiche in Italia*, "Politica economica", 2024, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 827, 2024.

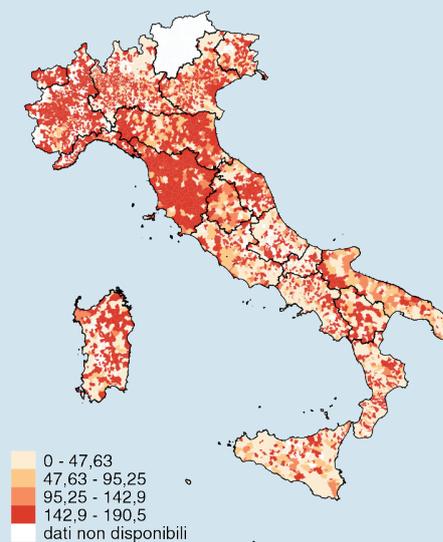
Quote di edifici scolastici dotati di mensa o palestra (1)
 (dati medi comunali, numeri indice: Italia=100)

Mensa

(a) scuola dell'infanzia

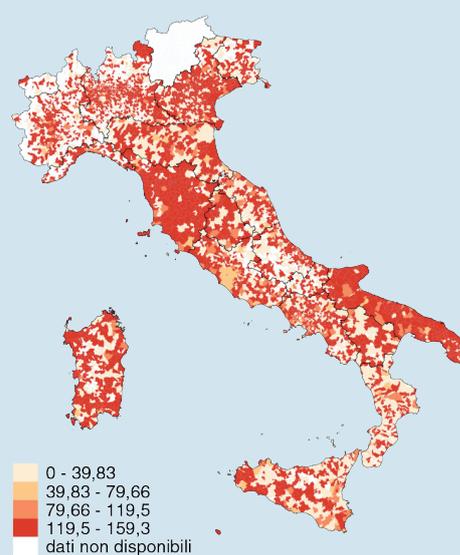


(b) scuola primaria

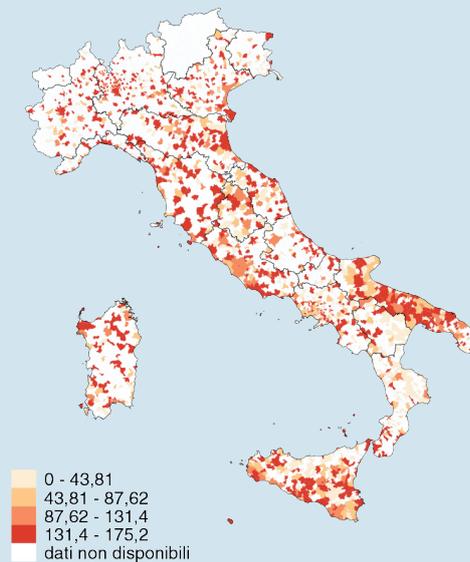


Palestra

(c) scuola secondaria di primo grado



(d) scuola secondaria di secondo grado



Fonte: elaborazioni su dati SNAES relativi all'anno scolastico 2021-22; per maggiori dettagli, cfr. Bucci et al., 2024, op. cit.
 (1) Incidenza dei plessi dotati di mensa e di palestra sul numero complessivo di scuole a livello comunale; ogni scuola è ponderata per il numero di alunni. Le scuole delle Province autonome di Trento e di Bolzano non sono censite nello SNAES.

certificati di sicurezza (poco più del 12 per cento) sono all'incirca la metà di quanto si osserva nel resto del Paese; anche le superfici scolastiche sono significativamente minori (di oltre un terzo per le scuole dell'infanzia, di un quarto per quelle primarie). Le condizioni di svantaggio delle regioni meridionali si confermano anche nel ciclo secondario, in particolare per le scuole superiori: quasi un terzo degli edifici è privo di accessi sicuri, un quinto non è adeguatamente servito dal trasporto pubblico locale, inoltre quasi il 40 per cento dei plessi è sprovvisto di palestra, con differenze notevoli anche fra le stesse regioni meridionali (figura, pannelli c e d).

I divari nelle dotazioni infrastrutturali possono avere ricadute sui processi di apprendimento degli alunni: la disponibilità di una mensa (fra i requisiti per l'attivazione del tempo pieno), la presenza di una palestra o la facilità dei collegamenti con il trasporto pubblico locale permettono di trascorrere più tempo a scuola e ampliano le possibilità di partecipare ad attività extracurricolari. Anche il possesso di idonee certificazioni di sicurezza può segnalare una maggiore propensione a curare l'offerta di spazi e di servizi educativi di qualità.

Per mezzo di una semplice analisi di regressione è possibile misurare la correlazione fra gli indicatori infrastrutturali e alcune variabili di esito dei processi di apprendimento (includendo variabili relative al reddito pro capite e alla quota di studenti stranieri, per tenere conto delle differenze di contesto socioeconomico). Si osserva che la quota di alunni che non conseguono un livello di preparazione sufficiente per superare le prove dell'Invalsi (a livello nazionale, il 40 per cento al termine della scuola media e il 50 alla fine delle superiori)² è in media più basso di 4 punti percentuali nelle scuole dotate di mensa, di 3 in quelle ben collegate con la rete dei trasporti pubblici, di 2 in presenza di una palestra o di certificazioni di sicurezza. Gli indicatori infrastrutturali sono correlati negativamente anche con l'interruzione precoce degli studi: il tasso di abbandono scolastico (pari allo 0,7 per cento a livello nazionale) è inferiore di 0,3 punti percentuali in media negli istituti provvisti di certificati di sicurezza e di 0,2 in quelli dotati di mensa o di palestra, con divari ancora più marcati nei contesti economicamente più fragili³.

Sebbene per la natura descrittiva l'analisi non consenta di stabilire nessi causali, essa documenta la presenza di una relazione inversa tra le dotazioni infrastrutturali e il successo scolastico degli studenti; tale risultato merita attenzione e ulteriori approfondimenti.

² Valori medi riferiti all'anno scolastico 2021-22 e al campione utilizzato per l'analisi; cfr. Bucci et al., 2024, op. cit.

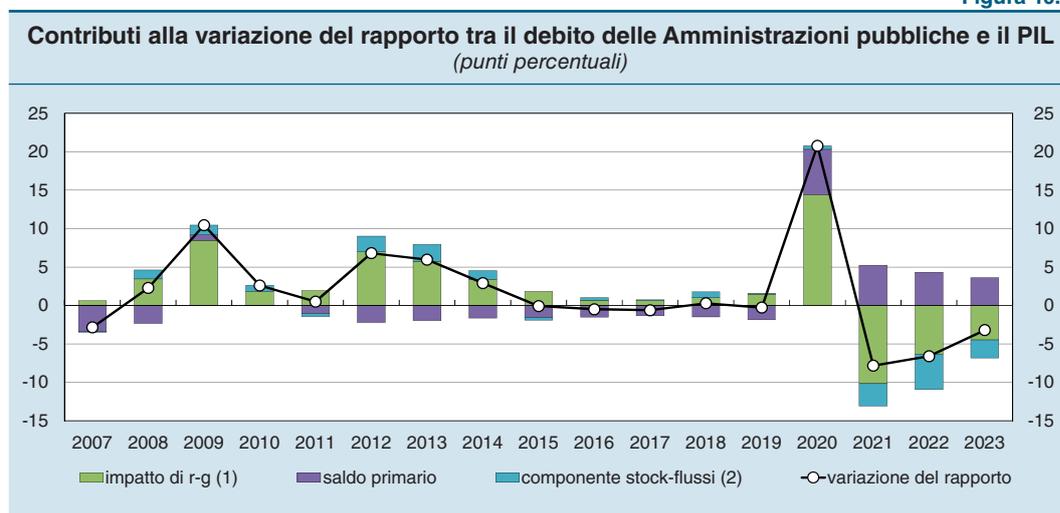
³ In Campania, ad esempio, i fenomeni di povertà educativa sembrano ancora più reattivi alle dotazioni infrastrutturali: la quota di studenti che abbandonano precocemente gli studi o che frequentano saltuariamente le lezioni (circa il 4,5 per cento della popolazione studentesca nell'età dell'obbligo scolastico) si dimezza nelle scuole dotate di una mensa o di un adeguato collegamento con la rete dei trasporti pubblici locali.

Il debito pubblico: obiettivi e risultati. – A novembre del 2022 il *Documento programmatico di bilancio 2023* (DPB 2023) delineava per il triennio 2023-25 un sentiero di graduale discesa del rapporto tra il debito pubblico e il PIL. In particolare, per il 2023 si programmava un calo di 1,1 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

L'obiettivo di riduzione è stato poi rivisto, soprattutto in ragione dei mutamenti delle condizioni cicliche, prima a 2,3 punti nel DEF 2023, e quindi a 1,5 punti nella NADEF 2023.

A fine anno la contrazione è stata superiore alle attese e l'incidenza del debito pubblico sul PIL è risultata pari al 137,3 per cento, 3,2 punti percentuali in meno rispetto al 2022¹³. Il disavanzo primario è stato più che compensato dall'effetto del differenziale positivo tra il tasso di crescita nominale dell'economia e l'onere medio del debito e da una favorevole componente stock-flussi (fig. 10.3). Quest'ultima registra, tra l'altro, le discrepanze tra gli impatti di cassa (sul debito) e quelli di competenza (sull'indebitamento netto) delle misure di bilancio; il suo valore significativamente negativo sarebbe connesso in particolare con l'ampia differenza tra l'effetto di cassa, ancora limitato, dei crediti per il Superbonus e il Bonus facciate maturati negli anni precedenti e quello per competenza sull'indebitamento netto dei nuovi incentivi edilizi relativi al 2023.

Figura 10.3



Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL; Banca d'Italia, per il debito.
(1) Contributo dato dalla differenza tra l'onere medio del debito (r) e il tasso di crescita del PIL a prezzi correnti (g). – (2) Differenza tra la variazione del debito e l'indebitamento netto.

In termini nominali, il debito pubblico è aumentato di 105,2 miliardi di euro, riflettendo il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (89,2 miliardi), l'effetto complessivo degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio (9,6 miliardi) e l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (6,5 miliardi).

Anche a causa della conclusione del programma di politica monetaria di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP; cfr. il paragrafo: *I mercati monetari e dei titoli pubblici* del capitolo 13) la quota di debito pubblico detenuta dalla Banca d'Italia alla fine dell'anno è diminuita, dal 26,1 al 24,3 per cento¹⁴. Quella in

¹³ Il livello del rapporto tra il debito e il PIL ha risentito, tra l'altro, della revisione della serie storica del prodotto nominale per gli anni 2021-22 operata dall'Istat a settembre del 2023.

¹⁴ Rispetto a quanto riportato nei capitoli 9 e 13, 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).

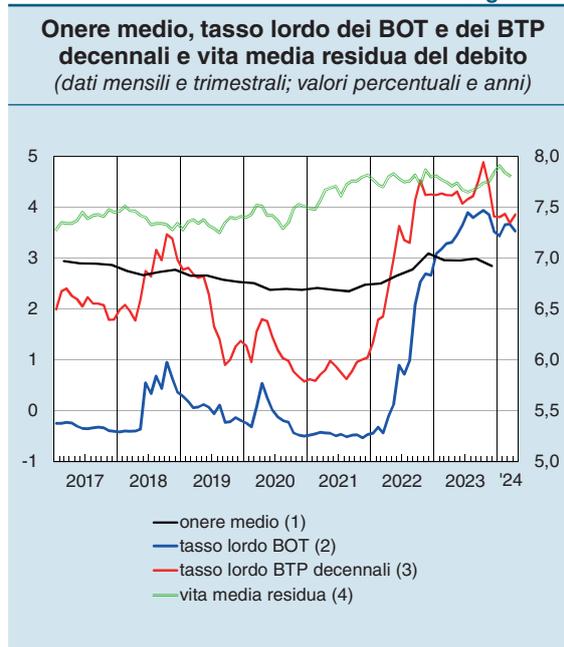
possesso dei non residenti è salita al 27,6 per cento, dal 26,7 alla fine del 2022; vi sono compresi i prestiti concessi all'Italia dalla UE attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza¹⁵ (60,9 miliardi, in aumento di 23,0 rispetto al 2022) e lo strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) per 27,4 miliardi (invariati rispetto al 2022; cfr. i capitoli 2 e 9). La vita media residua del debito è risultata pari a 7,8 anni, in linea con il dato di fine 2022 (fig. 10.4).

Si può stimare che alla fine del 2023 i debiti commerciali non inclusi nel debito pubblico sulla base delle regole statistiche europee siano stati circa il 2,5 per cento del PIL, sostanzialmente come nell'anno precedente¹⁶.

Il valore di mercato del portafoglio in derivati delle Amministrazioni pubbliche (escludendo quelli contabilizzati nel debito), che nel 2022 era leggermente positivo (per circa lo 0,2 per cento del PIL), è risultato pressoché nullo a fine 2023.

In rapporto al prodotto, secondo quanto riportato nel DEF 2024, le garanzie pubbliche – passività potenziali che non hanno impatto sul debito pubblico fino al momento dell'eventuale escussione – sono diminuite per il secondo anno consecutivo, collocandosi al 14,4 per cento del PIL (dal 15,9 del 2022); il calo è dovuto alla sensibile contrazione di quelle concesse per la pandemia in conseguenza dell'avvio della fase di ammortamento di una quota rilevante dei prestiti sottostanti. Di contro, è aumentata l'incidenza sul PIL delle garanzie pubbliche riconosciute alle imprese per tutelarle dagli effetti della crisi energetica e di quelle relative agli schemi ordinari. Nel 2022, secondo i dati più aggiornati, le garanzie erano pari al 15,5 per cento del PIL in Germania, al 13,5 in Francia e al 10,1 in Spagna.

Figura 10.4



Fonte: per la spesa per interessi, Istat.

(1) Dati trimestrali. Rapporto tra la spesa per interessi nei 12 mesi terminanti in quello di riferimento e la consistenza del debito alla fine del corrispondente mese 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.

¹⁵ Dei 72 miliardi di sovvenzioni previste – oltre ai prestiti – dal Dispositivo, l'Italia ne ha ricevuti 29,0 nel biennio 2021-22, 12,0 nel 2023 e 0,6 nell'anno in corso (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4).

¹⁶ I debiti commerciali nei bilanci delle imprese sono rilevati attraverso le indagini campionarie della Banca d'Italia (cfr. 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, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 295, 2015). I debiti commerciali ceduti pro soluto dai creditori, che sulla base delle regole statistiche europee sono inclusi nel debito pubblico, nel 2023 sono risultati circa lo 0,5 per cento del PIL.

La finanza pubblica nel 2024 e le prospettive di medio termine

La sessione di bilancio. – Nella NADEF 2023, presentata lo scorso settembre, il Governo indicava un obiettivo di indebitamento netto in discesa al 4,3 per cento per l'anno in corso, al 3,6 per il 2025 e al 2,9 per il 2026; prefigurava inoltre un rapporto tra il debito e il prodotto in lieve calo nei tre anni (0,6 punti in totale). Rispetto al quadro a legislazione allora vigente e in coerenza con quei programmi, la legge di bilancio ha disposto un peggioramento del saldo di 0,7 punti percentuali del PIL nel 2024 e lo ha lasciato complessivamente invariato nel successivo biennio¹⁷.

Il principale intervento espansivo ha riguardato la proroga anche per l'anno in corso della riduzione dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi, cui sono state destinate risorse per quasi 11 miliardi, al netto degli effetti indotti sulle imposte¹⁸. Ulteriori 4,3 miliardi sono stati stanziati per la riduzione dell'Irpef a favore dei contribuenti con redditi fino a 50.000 euro, anch'essa limitata al 2024. Per incentivare il lavoro delle donne con carichi di cura è stato disposto un esonero contributivo per le lavoratrici madri per il triennio 2024-26, con oneri netti sul bilancio pari a 0,6 miliardi nel 2024 e a 0,2 nei due anni successivi (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi e sugli incentivi al lavoro della riduzione del cuneo fiscale e della riforma dell'Irpef*). Tra le altre misure espansive, il Governo ha stanziato risorse per il rinnovo dei contratti del pubblico impiego e per il rifinanziamento del servizio sanitario nazionale, con un impatto sul disavanzo di 3,4 miliardi nel 2024 e di 5,4 in media nel biennio successivo. Per gli altri interventi di attuazione della legge delega per la riforma fiscale sono state accantonate in un apposito fondo risorse per 3,9 miliardi nel 2025 e per oltre 3 a partire dal 2026. Al finanziamento di queste misure concorrono: dal lato delle entrate, l'abolizione dell'Aiuto alla crescita economica (ACE), alcune misure di contrasto all'evasione fiscale e l'introduzione di un'imposizione minima per le imprese multinazionali¹⁹; da quello delle spese, l'utilizzo delle disponibilità del preesistente Fondo per la riduzione della pressione fiscale, la riduzione delle spese dei Ministeri e delle Amministrazioni locali, la riprogrammazione temporale dei fondi dei Ministeri per le spese in conto capitale (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2024).

GLI EFFETTI DISTRIBUTIVI E SUGLI INCENTIVI AL LAVORO DELLA RIDUZIONE DEL CUNEO FISCALE E DELLA RIFORMA DELL'IRPEF

La manovra di bilancio per il 2024 ha destinato la quota più significativa di risorse ad alcuni interventi che riducono il carico contributivo e tributario per le famiglie italiane.

¹⁷ *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2024-2026*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 13 novembre 2023.

¹⁸ Poiché i contributi sociali dovuti dai lavoratori dipendenti sono dedotti dalla base imponibile dell'Irpef, la loro riduzione comporta automaticamente un aumento di quest'ultima e, conseguentemente, dell'imposta dovuta.

¹⁹ La norma attua la direttiva UE/2523/2022 del Consiglio, che recepisce le regole concordate a livello OCSE e G20 (cosiddetto *Pillar two*) allo scopo di ridurre la concorrenza fiscale tra paesi e il fenomeno del trasferimento di profitti verso paesi con tassazione ridotta da parte dei grandi gruppi multinazionali (*profit shifting*).

Per il 2024 l'aliquota contributiva pagata dai lavoratori dipendenti è stata ridotta di 7 punti percentuali per le retribuzioni annue pari o inferiori a 25.000 euro, e di 6 punti per quelle comprese tra 25.000 e 35.000 euro, così come avvenuto nel secondo semestre del 2023¹. Questi valori si raffrontano con una aliquota contributiva ordinaria ai fini pensionistici del 9,19 per cento. La decontribuzione non incide sui diritti pensionistici dei beneficiari.

Inoltre, per il triennio 2024-26, le madri lavoratrici² con minimo tre figli (di cui almeno uno di età inferiore a 18 anni) beneficiano di un esonero contributivo totale fino a un massimo di 3.000 euro annui (bonus mamme; cfr. il capitolo 5); solo per il 2024 la misura si applica anche in presenza di due figli (di cui almeno uno di età inferiore a 10 anni).

Sempre per il solo 2024, in attuazione della legge delega per la riforma fiscale³, il numero di scaglioni dell'Irpef è ridotto da quattro a tre: l'aliquota più bassa del 23 per cento si applica anche ai redditi compresi tra 15.000 e 28.000 euro (invece del 25 per cento). La detrazione da lavoro dipendente aumenta da 1.880 a 1.955 euro per i contribuenti con un reddito fino a 15.000 euro⁴. Per i percettori di redditi superiori a 50.000 euro, la diminuzione dell'imposta dovuta per effetto di queste misure (260 euro) è annullata da una riduzione di pari importo di alcune detrazioni eventualmente spettanti⁵.

Utilizzando il modello di microsimulazione della Banca d'Italia BIMic⁶, si valuta come l'effetto di questi interventi si distribuisca tra le famiglie, ordinate in base al loro reddito disponibile equivalente (ossia corretto per tenere conto

¹ La legge di bilancio per il 2022 aveva introdotto un primo sgravio sui contributi dovuti dai lavoratori dipendenti per l'anno 2022 nella misura di 0,8 punti percentuali per le retribuzioni fino a 35.000 euro annui. Il DL 115/2022 (decreto "aiuti-bis", convertito dalla L. 142/2022) aveva innalzato la percentuale di decontribuzione al 2 per cento per il secondo semestre del 2022. La legge di bilancio per il 2023 aveva prorogato sino alla fine dello stesso anno quest'ultima misura e disposto un ulteriore sgravio di un punto percentuale (per un totale di 3 punti) in caso di retribuzione annua inferiore a 25.000 euro. Il DL 48/2023 (decreto "lavoro", convertito dalla L. 85/2023) ha poi aumentato l'entità della riduzione contributiva solo per il secondo semestre del 2023, portandola a 7 punti percentuali per le retribuzioni inferiori a 25.000 euro e a 6 punti per quelle comprese tra 25.000 e 35.000 euro.

² La misura è rivolta a tutte le lavoratrici dipendenti del settore pubblico e privato (anche agricolo, in somministrazione e in apprendistato) con contratto a tempo indeterminato, con esclusione delle lavoratrici domestiche.

³ D.lgs. 216/2023 attuativo della legge delega 111/2023 (cfr. nell'Appendice la sezione *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Attuazione della legge delega per la riforma del sistema fiscale*).

⁴ L'aumento della detrazione da lavoro dipendente innalza meccanicamente a 8.500 euro (da 8.173 euro) la soglia di reddito sotto la quale l'imposta non è dovuta (cosiddetta *no-tax area*), come già previsto per i titolari di reddito da pensione. Considerato che il trattamento integrativo (pari a 100 euro mensili) è corrisposto solo ai lavoratori dipendenti con reddito complessivo superiore alla *no-tax area*, ne viene contestualmente modificata la disciplina per garantire la continuità di fruizione del beneficio ai contribuenti che lo perderebbero per effetto della modifica in questione.

⁵ Tra gli oneri detraibili per i quali è stato disposto il taglio di 260 euro rientrano: (a) tutti gli oneri la cui detraibilità è fissata nella misura del 19 per cento ad eccezione delle spese sanitarie; (b) le erogazioni liberali a favore dei partiti politici, che sono detraibili nella misura del 26 per cento; (c) i premi di assicurazione per rischio di eventi calamitosi, detraibili al 90 per cento.

⁶ N. Curci, M. Savegnago e M. Cioffi, *BIMic: the Bank of Italy microsimulation model for the Italian tax and benefit system*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 394, 2017.

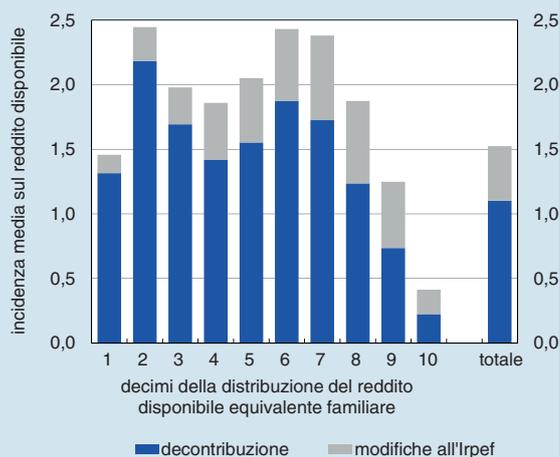
della numerosità e della composizione del nucleo familiare). La nuova struttura dei contributi sociali e dell'Irpef è applicata ai redditi personali esistenti, nell'ipotesi che essa non influisca significativamente nell'anno in corso sulle decisioni di offerta di lavoro né su prezzi o salari.

Le simulazioni indicano che le modifiche alle aliquote contributive (incluse quelle che riguardano le madri lavoratrici) e all'Irpef comportano un incremento del reddito disponibile familiare rispetto alla legislazione previgente dell'1,5 per cento in media nel 2024. L'aumento è attribuibile per due terzi alle misure che riguardano i contributi sociali e, per la restante parte, alle modifiche all'Irpef (figura A). Quasi il 75 per cento delle famiglie beneficia di un incremento del reddito disponibile superiore all'1 per cento. Le variazioni maggiori (fino al 2,4 per cento, in media) si registrano in due gruppi di famiglie: uno in corrispondenza del secondo decimo della distribuzione e l'altro tra il sesto e il settimo decimo della distribuzione. Nel primo prevalgono i nuclei con un solo lavoratore a reddito medio-basso, nel secondo quelli con due lavoratori della medesima tipologia. Gli interventi generano una lieve riduzione della disuguaglianza dei redditi disponibili equivalenti (l'indice di Gini diminuisce di 0,3 punti percentuali).

L'aliquota marginale effettiva (AME) – definita come la variazione del totale delle imposte sui redditi, dei contributi sociali e dei trasferimenti monetari che si associa a un aumento unitario del reddito da lavoro – si riduce per quasi tutte le classi di reddito lordo da lavoro (figura B, pannello a). Al crescere del reddito si osserva tuttavia un primo picco in prossimità della soglia dei 25.000 euro (oltre la quale lo sgravio contributivo si riduce di un punto percentuale), un secondo, più marcato, intorno ai 35.000 euro (oltre i quali lo sconto si annulla) e infine un terzo picco a 55.000 euro (corrispondenti a un imponibile Irpef di circa 50.000 euro, oltre il quale è prevista la riduzione delle detrazioni). Circa il 2 per cento dei contribuenti si colloca immediatamente sotto la soglia dei 35.000 euro ed è soggetto a un'AME superiore al 100 per cento: nel caso di un aumento anche modesto del reddito da lavoro questi individui perderebbero interamente l'agevolazione sui contributi, subendo quindi una riduzione del reddito disponibile. Una calibrazione alternativa delle misure potrebbe smussare le irregolarità nel profilo delle AME. Ad esempio, a oneri invariati per la finanza pubblica, ciò avverrebbe con una riduzione graduale dello sgravio contributivo per i redditi da 30.000 a 35.000

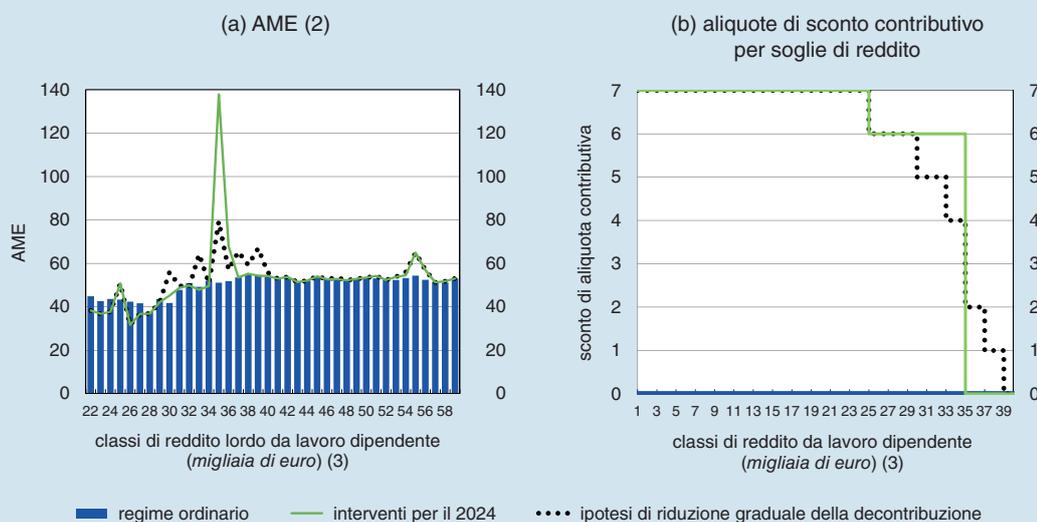
Figura A

Variatione del reddito disponibile in seguito alla decontribuzione e alle modifiche all'Irpef (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia*.
(1) Per il calcolo del reddito equivalente si utilizza la scala OCSE modificata, che attribuisce i seguenti pesi: 1 al primo componente del nucleo; 0,5 per ogni ulteriore componente se di età maggiore o uguale a 14 anni; 0,3 per ogni componente di età inferiore a 14 anni.

Profilo della decontribuzione e media delle AME (1) (valori percentuali)



euro e una sua contestuale estensione fino a una soglia di 39.000 euro (figura B, pannello b). Rispetto al regime per l'anno in corso, d'altra parte, la modifica sarebbe lievemente regressiva.

Il mantenimento per gli anni a venire degli interventi introdotti per il 2024 richiederebbe l'individuazione di coperture di entità adeguata, certe e permanenti, per evitare effetti negativi sui conti pubblici, tenendo in considerazione anche le conseguenze del disegno delle misure sull'offerta di lavoro. Se confermato, lo sgravio sui contributi allenterebbe in modo strutturale il nesso a livello aggregato tra le entrate e le uscite del sistema pensionistico.

Gli interventi approvati nei primi mesi del 2024. – All'inizio dello scorso marzo il DL 19/2024 ha introdotto alcune misure a seguito delle modifiche al PNRR approvate dal Consiglio dell'Unione europea a dicembre (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4). In particolare, il decreto finanzia larga parte dei progetti non più compresi nel perimetro del Piano reperendo risorse all'interno di fondi già esistenti. L'effetto sull'indebitamento netto è pertanto sostanzialmente nullo.

Con il DL 39/2024 della fine di marzo il Governo è nuovamente intervenuto sulle agevolazioni fiscali per l'edilizia, restringendo ulteriormente le possibilità della loro fruizione attraverso lo sconto in fattura o la cessione del credito di imposta

invece che come detrazione in dichiarazione dei redditi, e introducendo alcune misure volte a garantire un più tempestivo monitoraggio della spesa²⁰. Inoltre, in sede di conversione in legge del decreto, sono stati disposti dei limiti all'utilizzo dei crediti da parte delle banche, delle assicurazioni e degli intermediari finanziari ex art. 106 del Testo unico bancario; il periodo per la fruizione delle detrazioni non trasferite e maturate a partire dal 2024 è stato esteso a 10 anni.

A fine marzo il Governo ha ceduto il 12,5 per cento del capitale di Banca Monte dei Paschi di Siena, incassando 0,7 miliardi. Questa operazione ha fatto seguito a una prima vendita del 25 per cento delle azioni dell'istituto di credito avvenuta lo scorso novembre (0,9 miliardi). A metà maggio l'esecutivo ha dismesso circa il 2,8 per cento del capitale di ENI spa, per un controvalore di 1,4 miliardi.

Il DEF – Il DEF 2024 aggiorna il quadro tendenziale dei conti per il triennio 2024-26 ed estende l'orizzonte di previsione al 2027²¹. Nell'anno in corso e nel successivo biennio il disavanzo sarebbe sostanzialmente in linea con quello programmato nella NADEF 2023 in autunno. Esso si ridurrebbe al 4,3 per cento del PIL nel 2024, principalmente per il forte ridimensionamento della spesa per il Superbonus²² e per il venire meno delle misure legate al contrasto agli aumenti dei prezzi dell'energia, continuando poi a scendere, più gradualmente, fino al 2,2 per cento nel 2027 (tav. 10.2). La spesa per interessi aumenterebbe lungo tutto l'orizzonte previsivo (dal 3,9 per cento del PIL del 2024, fino al 4,4 nel 2027). Il saldo primario tornerebbe positivo dal 2025, in massima parte per lo scadere, previsto a legislazione vigente per la fine di quest'anno, degli sgravi contributivi attualmente in vigore; migliorerebbe ulteriormente nel successivo biennio, sino a raggiungere il 2,2 per cento del PIL. La spesa per investimenti, in particolare, grazie anche alle misure del PNRR, sarebbe pari al 3,3 per cento del prodotto in media nel triennio 2024-26 e scenderebbe al 3,0 nel 2027²³.

Nel quadro tendenziale il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto aumenterebbe di 2,5 punti entro il 2026, riducendosi leggermente nel 2027 (di 0,2 punti, al 139,6 per cento). Questo andamento sarebbe guidato da una componente stock-flussi particolarmente penalizzante (circa 6,5 punti nel complesso del quadriennio 2024-27), connessa anche con gli effetti di cassa delle agevolazioni edilizie maturate

²⁰ *Disegno di legge S. 1092, conversione in legge del Decreto legge 29 marzo 2024 n. 39, recante misure urgenti in materia di agevolazioni fiscali di cui agli articoli 119 e 119-ter del decreto legge 19 maggio 2020 n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020 n. 77, altre misure urgenti in materia fiscale e connesse a eventi eccezionali, nonché relative all'amministrazione finanziaria*, memoria della Banca d'Italia, 6ª Commissione del Senato della Repubblica (Finanze e tesoro), Senato della Repubblica, Roma, 22 aprile 2024.

²¹ *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2024*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Camera dei deputati, Commissioni riunite 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 22 aprile 2024.

²² La contrazione attesa delle spese per il Superbonus nel 2024 risente di due elementi, benché il DEF non riporti quantificazioni precise: (a) il calo dei crediti che maturerebbero nell'anno in corso e in quello successivo, anche a seguito dell'evoluzione della normativa; (b) il diverso trattamento statistico, nelle previsioni del Governo, dei crediti di imposta, registrati "per competenza" fino allo scorso anno e "per cassa", almeno in parte, dall'anno corrente.

²³ Il Dispositivo per la ripresa e la resilienza prevede investimenti per circa 4,3 punti percentuali del PIL nel corso dell'intero periodo di vigenza del programma (2020-26).

Tavola 10.2

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali (in percentuale del PIL)									
VOCI	Nota di aggiornamento del DEF 2023 quadro programmatico				DEF 2024 (1) quadro tendenziale				
	2023	2024	2025	2026	2023 (2)	2024	2025	2026	2027
Indebitamento netto	5,3	4,3	3,6	2,9	7,2	4,3	3,7	3,0	2,2
Avanzo primario	-1,5	-0,2	0,7	1,6	-3,4	-0,4	0,3	1,1	2,2
Spesa per interessi	3,8	4,2	4,3	4,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,4
Debito	140,2	140,1	139,9	139,6	137,3	137,8	138,9	139,8	139,6
Crescita del PIL (3)	0,8	1,2	1,4	1,0	0,9	1,0	1,2	1,1	0,9

(1) Il DEF 2024 non include un quadro programmatico dei conti pubblici. – (2) I valori dell'indebitamento netto e dell'avanzo primario del 2023 inclusi nel DEF differiscono leggermente dagli ultimi di consuntivo (rispettivamente pari a 7,4 e a -3,6 per cento del PIL) in quanto il DEF è stato pubblicato prima della notifica dei dati di finanza pubblica all'Eurostat. – (3) In variazione percentuale.

(e già contabilizzate nel disavanzo) negli anni scorsi; l'impatto sarebbe solo parzialmente controbilanciato dal contributo favorevole del saldo primario (-3,2 punti) e da quello derivante dal differenziale tra l'onere medio del debito e la crescita del prodotto (-0,9 punti). Quest'ultima componente tuttavia tornerebbe a essere sfavorevole dal 2026, dopo aver contribuito in maniera determinante alla riduzione del rapporto tra il debito e il PIL negli ultimi tre anni.

Il DEF non riporta l'andamento programmatico dei conti pubblici, in quanto il Governo ha ritenuto opportuno rimandare la definizione degli obiettivi al primo Piano strutturale di bilancio a medio termine, che secondo la nuova governance economica della UE dovrà essere trasmesso alla Commissione europea entro il prossimo 20 settembre (cfr. il riquadro: *La nuova governance di bilancio europea* del capitolo 2). Alcune simulazioni relative all'andamento del debito nel medio periodo contenute nel documento sembrano segnalare che le nuove regole richiedano di attenersi al saldo primario strutturale del quadro tendenziale fino al 2027 (ultimo anno di tale quadro) e di attuare azioni correttive nel quadriennio successivo.

11. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

Gli interventi legati al *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) hanno apportato miglioramenti al contesto istituzionale.

Nel 2023 la durata media e l'arretrato dei procedimenti giudiziari civili sono diminuiti e, in prospettiva, potrebbero ridursi ulteriormente con il pieno dispiegamento degli effetti delle misure organizzative e normative adottate nell'ambito del PNRR.

I finanziamenti del PNRR hanno anche trainato l'importo complessivo dei bandi per lavori pubblici, rimasto prossimo al valore molto elevato dell'anno precedente. Per i bandi legati al PNRR vi sono tuttavia ritardi nell'esecuzione dei lavori, soprattutto nel Mezzogiorno. I fondi del PNRR hanno contribuito ad accelerare il processo di digitalizzazione del settore pubblico.

In materia di regolamentazione dei mercati, nel 2023 sono state approvate alcune misure di portata settoriale, in coerenza con quanto previsto dal PNRR. Non vi sono stati altri provvedimenti legislativi di rilievo, sebbene permangano vincoli alla concorrenza che contribuiscono a mantenere più alti i margini di profitto nei servizi maggiormente regolamentati. Il disegno di legge previsto dal PNRR per l'anno corrente non è stato ancora presentato.

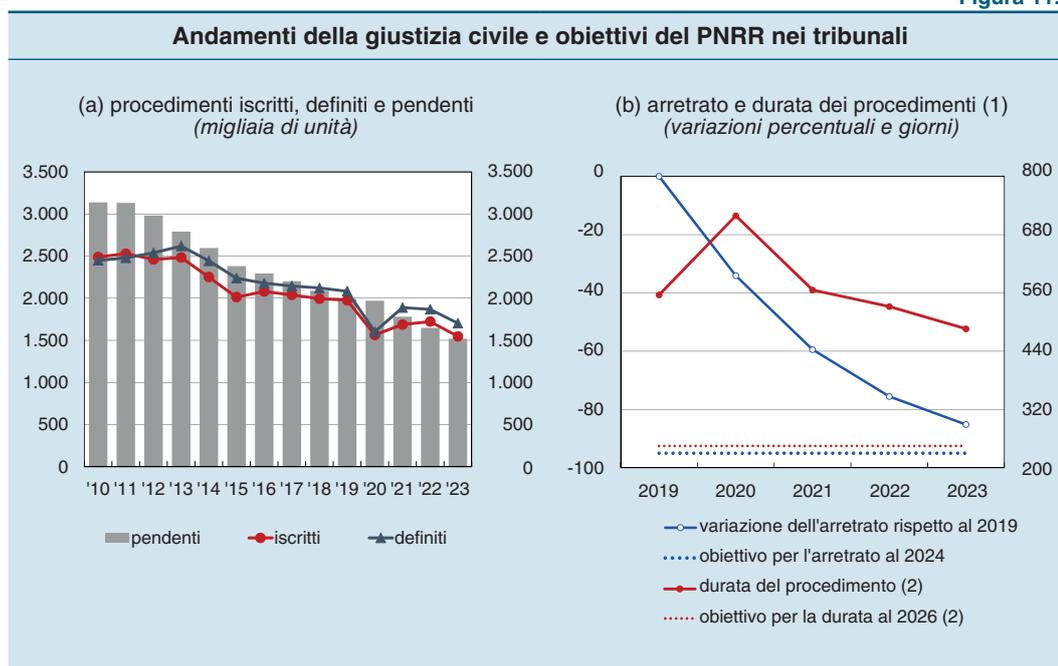
Rispetto al periodo precedente la pandemia l'intervento diretto dello Stato nell'economia è aumentato. L'incidenza degli aiuti di Stato sul PIL è salita, pur rimanendo inferiore a quella dei principali paesi europei, anche a causa del minore spazio fiscale dell'Italia. È cresciuto il perimetro di analisi degli investimenti esteri per salvaguardare l'interesse pubblico in settori strategici, anche se i poteri di intervento da parte del Governo sono stati esercitati raramente. È lievemente aumentato il numero delle partecipate statali, mentre è proseguita la razionalizzazione di quelle locali.

Alcune disposizioni contenute nella legge per la competitività dei capitali, che intende favorire la quotazione in borsa delle società, potrebbero influire negativamente sulla governance delle imprese; entro luglio del 2024 dovrà essere recepita la direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità.

I fattori di contesto

Giustizia civile. – Il buon funzionamento del sistema della giustizia civile costituisce una priorità per migliorare la competitività e l'efficienza del sistema economico italiano, come riconosciuto esplicitamente nel PNRR.

Figura 11.1



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) La linea continua blu rappresenta la percentuale di riduzione dei procedimenti che erano pendenti da oltre 3 anni a dicembre 2019, quella tratteggiata blu l'obiettivo del PNRR da raggiungere entro dicembre 2024 (-95 per cento rispetto al 2019). La linea continua rossa rappresenta la durata dei procedimenti, quella tratteggiata rossa l'obiettivo del PNRR da raggiungere entro giugno 2026 (245 giorni, corrispondenti a una riduzione del 56 per cento rispetto al 2019). La durata del procedimento è misurata dal *disposition time*, ossia il tempo medio di definizione dei procedimenti che si ottiene confrontando lo stock di quelli pendenti alla fine dell'anno con il flusso dei procedimenti definiti nell'anno stesso. - (2) Scala di destra.

Nel 2023 i procedimenti iscritti nei tribunali sono diminuiti di oltre il 10 per cento rispetto al 2022 (fig. 11.1.a); quelli definiti si sono ridotti di quasi il 9 anche a causa della priorità data allo smaltimento dell'arretrato, solitamente più complesso, in coerenza con gli obiettivi del PNRR. Il saldo tra procedimenti definiti e iscritti ha continuato a essere positivo, determinando un ulteriore calo di quelli pendenti (8 per cento) a poco più di 1,5 milioni, da 2 nel 2019 e oltre 3 nel 2010.

Gli obiettivi stabiliti dal Piano prevedono una marcata riduzione dell'arretrato e della durata dei procedimenti. Nel dicembre 2023 è stato rinegoziato con la Commissione europea l'obiettivo relativo all'arretrato, che ora richiede di smaltire entro il 2024 il 95 per cento dei procedimenti che nel dicembre 2019 erano pendenti da oltre tre anni. Alla fine del 2023 era stato definito l'85 per cento dell'arretrato del 2019 (fig. 11.1.b). La durata dei procedimenti si è ulteriormente ridotta (da 532 a 486 giorni tra il 2022 e il 2023), sebbene in misura ancora limitata rispetto all'obiettivo da raggiungere a giugno 2026 (245 giorni).

Per migliorare il funzionamento della giustizia è stato rafforzato l'Ufficio per il processo, con risultati positivi (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'Ufficio per il processo sul funzionamento della giustizia civile*). Ulteriori benefici potrebbero derivare dal pieno dispiegamento degli effetti della riforma del processo civile (D.lgs. 149/2022, in vigore dal febbraio 2023 con alcune semplificazioni del rito e delle modalità di decisione dei casi) nonché dalla previsione di incentivi economici per il personale amministrativo dei tribunali in caso di conseguimento degli obiettivi di riduzione dell'arretrato (DL 19/2024).

GLI EFFETTI DELL'UFFICIO PER IL PROCESSO SUL FUNZIONAMENTO DELLA GIUSTIZIA CIVILE

Per accelerare i tempi dei processi e ridurre l'arretrato, nel PNRR è stato previsto il potenziamento dei tribunali e delle corti attraverso l'introduzione di una nuova figura professionale nell'Ufficio per il processo (UPP), gli addetti all'UPP, con specifici compiti e mansioni e con formazione prevalentemente giuridica. Tale figura, già presente in altri paesi, coadiuva il giudice nelle attività preparatorie del giudizio, quali lo studio e l'organizzazione dei fascicoli, l'approfondimento di questioni giurisprudenziali, l'assistenza in udienza, la redazione di bozze di provvedimenti e l'attuazione di innovazioni tecnologiche nei processi lavorativi.

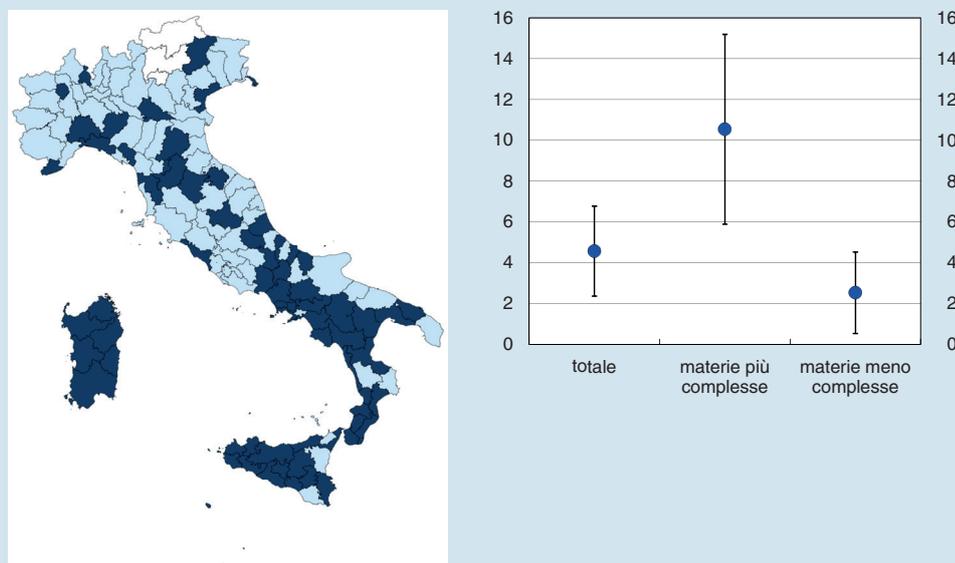
Nell'agosto del 2021 è stato pubblicato un primo bando per l'assunzione, entro marzo del 2022, di 6.315 addetti all'UPP nei tribunali, con contratto a tempo determinato della durata di due anni e sette mesi. Poco meno della metà è stata destinata ai tribunali del Mezzogiorno (figura, pannello a), in ragione del maggiore numero di procedimenti in attesa di definizione e dei tempi di giudizio mediamente più lunghi. Il numero di addetti all'UPP effettivi è rimasto, tuttavia, costantemente al di sotto delle previsioni iniziali: a dicembre del 2023 erano entrate in servizio solo 4.572 unità¹. Il tasso di copertura dei posti previsti è molto diverso a livello territoriale, risultando maggiore nel Mezzogiorno.

I dati del Ministero della Giustizia consentono un'analisi dell'impatto della riforma sulla capacità di definizione dei procedimenti, in particolare di quelli pendenti da più tempo, e sulla riduzione della loro durata, in coerenza con gli obiettivi del PNRR². I tribunali con un numero di addetti all'UPP in rapporto ai procedimenti iscritti superiore alla mediana hanno registrato una variazione dei procedimenti definiti più alta di circa 4 punti percentuali rispetto agli altri (figura, pannello b); l'incremento è stato maggiore (circa 10 punti percentuali) per le materie più complesse, ossia quelle caratterizzate, in media, da una durata più lunga. L'effetto è stato eterogeneo tra i tribunali e, in particolare, inferiore alla media negli uffici che prima della pandemia erano caratterizzati da una minore produttività (misurata con il numero di procedimenti definiti per giudice). L'impatto positivo degli addetti all'UPP ha riguardato anche la riduzione dell'arretrato e della durata media dei processi.

Sebbene non sia ancora aumentato il numero complessivo delle cause definite, si stima che le assunzioni di addetti all'UPP abbiano contribuito alla definizione di quasi 100.000 procedimenti all'anno, su un totale di circa 1,5 milioni, interessando quelli che erano pendenti da più tempo. La tendenza potrebbe rafforzarsi nei prossimi mesi quando si renderanno visibili gli effetti sui procedimenti ancora in

¹ Al fine di accrescere la permanenza in servizio degli addetti all'UPP, il DL 19/2024 ha stabilito che quelli in servizio al 30 giugno 2026 con almeno 24 mesi di lavoro continuativo saranno stabilizzati. Inoltre è previsto un ulteriore ciclo di assunzioni entro giugno 2024, che coinvolgerà 3.946 addetti all'UPP con contratti biennali.

² M. Cannella, M. Cugno, S. Mocetti, G. Palumbo e G. Volpe, *Gli effetti dell'Ufficio per il processo sul funzionamento della giustizia civile*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Distribuzione geografica degli addetti all'UPP ed effetti sulla definizione dei procedimenti(a) distribuzione geografica degli addetti all'UPP (1) (b) effetti sulla definizione dei procedimenti (2)
(punti percentuali)

Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) Il colore più scuro (chiaro) distingue tra i tribunali che hanno un numero di addetti all'UPP (in rapporto ai procedimenti iscritti) sopra (sotto) la mediana. I tribunali del distretto di Trento (Bolzano, Rovereto e Trento), rappresentati con il colore bianco, non sono classificati per via di un procedimento di selezione differenziato. – (2) I pallini rappresentano la stima dell'impatto differenziale tra i tribunali che hanno un numero di addetti all'UPP (in rapporto ai procedimenti iscritti) sopra la mediana e i tribunali che hanno un numero sotto la mediana; il primo pallino riguarda il totale dei procedimenti mentre il secondo e il terzo distinguono tra le materie più complesse e quelle meno complesse, caratterizzate in media da una durata rispettivamente più o meno lunga; le linee verticali rappresentano l'intervallo di confidenza al 95 per cento della stima.

corso. In un orizzonte temporale più lungo, la piena operatività dell'UPP potrebbe generare incrementi di efficienza legati a una migliore organizzazione dei processi di lavoro e al ritorno del sistema a una condizione di fisiologica operatività grazie all'abbattimento dell'arretrato.

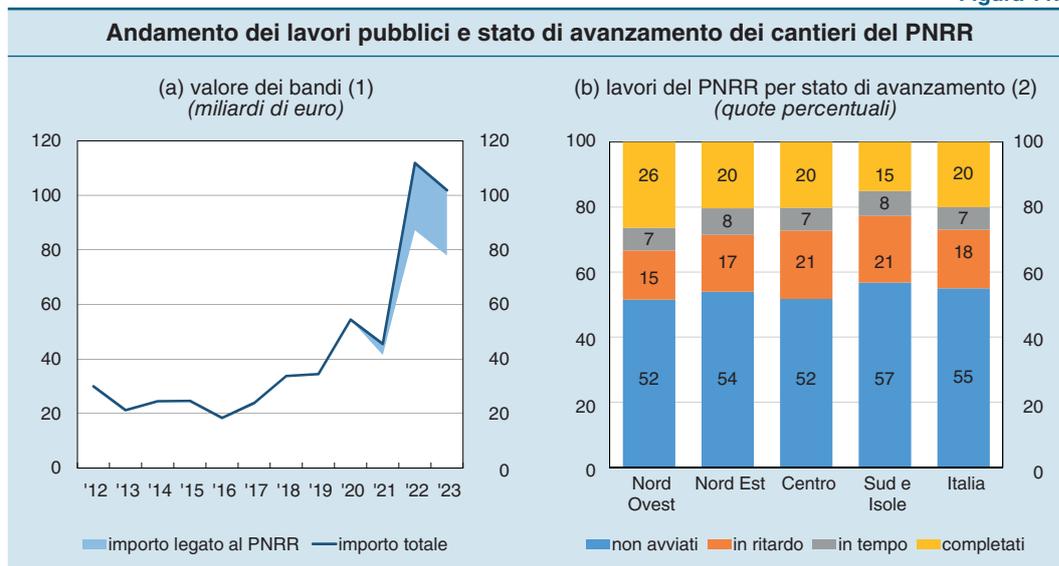
Il sistema degli appalti pubblici. – L'ammontare degli appalti messi a gara nel 2023 (lavori pubblici, servizi e forniture) è stato di 247 miliardi di euro. Il valore dei bandi per lavori pubblici si è collocato a 102 miliardi, circa quattro volte la media del periodo 2012-19 (fig. 11.2.a). Il dato risulta in calo rispetto all'anno precedente a causa dell'importo particolarmente rilevante di una gara del 2022.

All'elevato valore dei bandi dell'ultimo biennio hanno contribuito l'aumento dei costi di costruzione, che ha portato a un rialzo degli importi messi a gara, e il numero elevato di opere finanziate o cofinanziate con i fondi del PNRR (24 miliardi nel 2023). Alla fine dello scorso anno il valore cumulato delle gare pubblicate era pari al 64 per cento del totale stanziato dal Piano entro il 2026 (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4).

I dati delle Casse edili consentono di monitorare la fase esecutiva dei lavori pubblici finanziati o cofinanziati dal PNRR (fig. 11.2.b). A marzo di quest'anno era

stato completato il 20 per cento delle opere; nel 55 per cento dei casi l'esecuzione non era stata ancora avviata. Tra i cantieri aperti e tutt'ora in corso, oltre i due terzi sarebbero in ritardo rispetto ai programmi; la realizzazione dei lavori procede più lentamente nel Mezzogiorno.

Figura 11.2



Fonte: elaborazioni su dati ANAC, Italia Domani e Commissione nazionale paritetica per le Casse edili (CNCE EdilConnect).

(1) L'importo relativo al PNRR comprende i bandi finanziati o cofinanziati da fondi collegati al Piano. – (2) La comunicazione dei Codici identificativi di gara (CIG) alla CNCE è obbligatoria dal novembre 2021, mese a partire dal quale è possibile monitorare la fase esecutiva dei lavori. I lavori pubblici finanziati o cofinanziati dal PNRR banditi tra novembre 2021 e marzo 2024 sono stati oltre 25.000, per un importo complessivo di circa 50 miliardi di euro: rappresentano i due terzi del totale del numero dei lavori pubblici finanziati o cofinanziati con il Piano e l'85 per cento in termini di importi. Lo stato di avanzamento dei cantieri è calcolato confrontando il rapporto tra i costi della manodopera già sostenuti e quelli totali, con il programma previsto per il completamento dei lavori.

Nel 2023 è entrato in vigore il nuovo Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 36/2023), che ha ripreso e stabilizzato precedenti interventi volti a innalzare le soglie per l'utilizzo delle modalità discrezionali di affidamento (procedure negoziate e affidamenti diretti). Nello stesso anno il ricorso a queste ultime ha riguardato quasi il 90 per cento dei bandi di lavori (oltre il 40 in termini di importi). La diminuzione della durata delle aggiudicazioni garantita da quelle modalità di affidamento – rilevante anche per la realizzazione tempestiva del PNRR – ha tuttavia comportato una riduzione della concorrenza. Nell'ultimo quinquennio i tempi di affidamento si sono ridotti in media da circa 65 a meno di 40 giorni, ma sono diminuiti sia il numero di offerte ammesse (da 9 a 4) sia l'ammontare dei ribassi di aggiudicazione (dal 16 al 9 per cento). Nel 2023 la quota di gare deserte è salita a oltre il 4 per cento (meno del 2 nel 2019), plausibilmente riflettendo anche condizioni di saturazione del settore edile determinate dal forte aumento della domanda pubblica e privata.

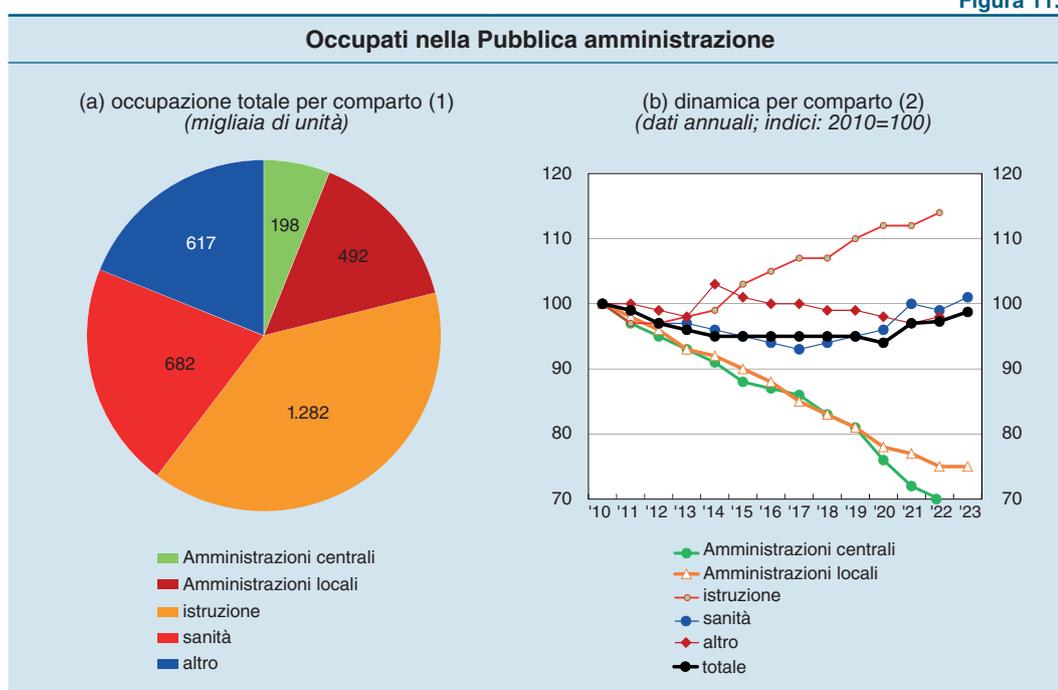
Per migliorare il funzionamento del sistema degli appalti, il nuovo Codice ha introdotto un sistema di qualificazione delle stazioni appaltanti per eseguire affidamenti superiori a determinate soglie. Secondo i dati dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC), ad aprile del 2024 oltre 4.300 stazioni appaltanti (su un totale di 13.000) hanno ottenuto la qualificazione; la quasi totalità delle altre si è convenzionata con un'amministrazione qualificata in grado di gestire le gare per conto di terzi. Dal gennaio 2024, inoltre, tutte le procedure devono essere gestite

digitalmente, con potenziali effetti positivi in termini di trasparenza e riduzione degli oneri amministrativi sia per le stazioni appaltanti sia per le imprese.

La Pubblica amministrazione. – Nel 2022, ultimo anno per cui sono disponibili i dati della Ragioneria generale dello Stato (RGS), i dipendenti pubblici erano quasi 3,3 milioni: di questi, circa 1,3 erano impiegati presso la Pubblica amministrazione in senso stretto (Amministrazioni centrali e locali, Forze dell'ordine, magistrati, ecc.), altrettanti nell'istruzione e circa 680.000 nella sanità (fig. 11.3.a).

Secondo i Conti nazionali dell'Istat, nel 2023 i dipendenti della Pubblica amministrazione sono aumentati dell'1,5 per cento rispetto all'anno precedente. Nello scorso decennio, per contro, l'occupazione era fortemente diminuita, soprattutto nelle Amministrazioni centrali (in particolare nei ministeri) e in quelle locali, per effetto delle limitazioni al turnover (fig. 11.3.b).

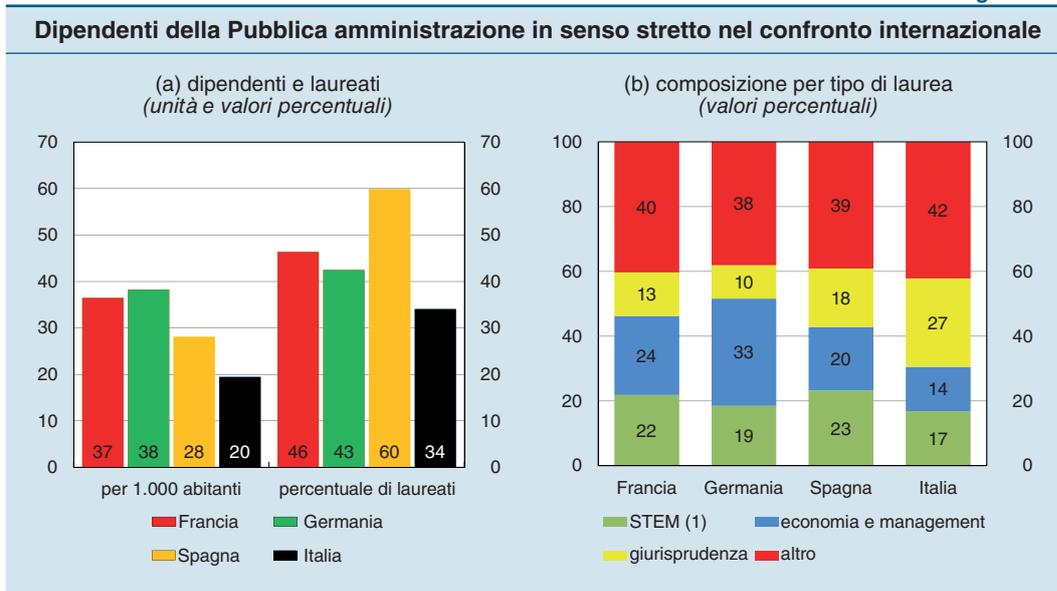
Figura 11.3



Fonte: elaborazioni su dati RGS, *Conto annuale* e Istat, Conti nazionali delle Pubbliche amministrazioni.
 (1) Dati dell'RGS; non includono il personale impiegato nelle Pubbliche amministrazioni con contratti flessibili (a tempo determinato, lavori socialmente utili, di formazione e lavoro, interinali) e si riferiscono al 2022. La categoria altro include il personale in regime di diritto pubblico (ad es. corpi di polizia, Forze armate, professori e ricercatori universitari, Vigili del fuoco, magistrati), del comparto autonomo e fuori comparto. – (2) Dati Istat che considerano le unità di lavoro e si riferiscono al periodo 2010-23, ad eccezione dei comparti Amministrazioni centrali, istruzione e altro, che sono di fonte RGS.

Anche a seguito di tali andamenti, tra le principali economie dell'area dell'euro l'Italia in rapporto alla popolazione ha il più basso numero di dipendenti nella Pubblica amministrazione in senso stretto (fig. 11.4.a). Questi sono inoltre in media più anziani (48 anni rispetto ai 45 degli altri paesi considerati) e meno istruiti: solo il 34 per cento possiede un titolo di studio universitario, contro una media europea di circa il 50. Tra essi è più bassa la quota di laureati in economia e management e in discipline scientifiche, tecnologiche, informatiche e matematiche, mentre è più elevata l'incidenza di addetti con una formazione di tipo giuridico (fig. 11.4.b).

Figura 11.4



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Laurea in discipline scientifiche, tecnologiche, informatiche e matematiche (*science, technology, engineering and mathematics, STEM*).

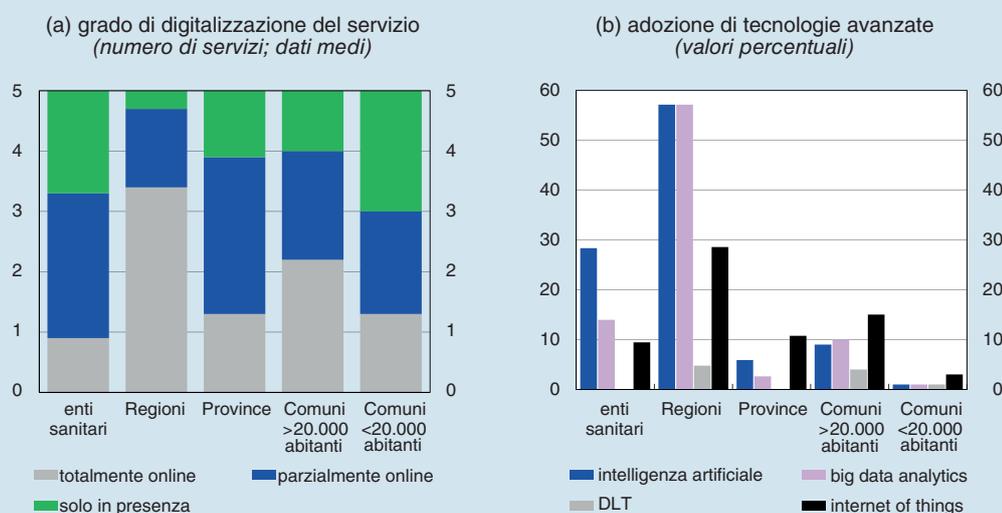
L'età anagrafica avanzata e il basso livello di istruzione dei dipendenti potrebbero rallentare la fornitura di servizi digitali da parte del settore pubblico. Nonostante i progressi dell'ultimo decennio, infatti, secondo gli indicatori del *digital economy and society index* (DESI) elaborati dalla Commissione europea, nel 2022 l'Italia occupava la ventesima e la ventitreesima posizione nella UE per capacità di erogare servizi online rispettivamente ai cittadini e alle imprese. Nel nostro paese il processo di digitalizzazione mostra uno stato di avanzamento eterogeneo per tipologia e dimensione degli enti; il suo completamento, anche grazie alle risorse messe a disposizione dal PNRR, può migliorare la qualità e la tempestività dei servizi erogati (cfr. il riquadro: *La digitalizzazione delle Amministrazioni locali*).

LA DIGITALIZZAZIONE DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI

L'edizione 2023 dell'*Indagine sulla digitalizzazione delle Amministrazioni locali* (IDAL), condotta dalla Banca d'Italia e in corso di pubblicazione, ha permesso di raccogliere informazioni sull'offerta e sulla domanda di servizi pubblici digitali, oltre che sulle dotazioni informatiche e sul capitale umano di Regioni, Province, Comuni ed enti sanitari¹. I dati indicano che lo sviluppo digitale nella Pubblica

¹ E. Ciapanna, W. Giuzio, L. Aimone Gigio, A. Benecchi, C. Bottoni, M. Cannella, M. Corradetti, A. Frigo, L. Modugno ed E. Scarinzi, *La digitalizzazione nelle Amministrazioni locali nel 2022: i risultati dell'indagine IDAL*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Hanno risposto all'indagine 2.194 enti: tutte le Regioni e le Province autonome, oltre a un campione di Province e Città metropolitane, Comuni, Aziende sanitarie locali, Aziende ospedaliere e policlinici universitari. Per semplicità di esposizione nel seguito si indicherà: con il termine Regioni l'insieme di tutte le Regioni e delle due Province autonome di Trento e di Bolzano; con Province l'insieme delle Province (escluse quelle di Trento e di Bolzano) e delle Città metropolitane; con il termine enti sanitari l'insieme delle Aziende sanitarie locali e delle Aziende ospedaliere.

Offerta di servizi digitali e tecnologie avanzate per tipologia di Amministrazione



Fonte: elaborazioni su dati IDAL.

amministrazione è migliorato nel confronto con la precedente edizione sotto svariati profili, sebbene permanga un significativo divario tra enti di diversa dimensione. Nel 2022, sui cinque servizi esaminati nell'indagine, specifici per ciascuna tipologia di ente, in media 3,1 erano offerti almeno parzialmente online². Rispetto al 2020, la quota di enti che offriva almeno un servizio all'utenza in modalità digitale o parzialmente digitale è salita dal 58 al 94 per cento. L'offerta di servizi fruibili totalmente online è più frequente nelle Regioni e nei Comuni più grandi (figura, pannello a). Il Mezzogiorno presenta ancora alcuni ritardi, per quanto le differenze con il resto del Paese si stiano colmando.

Il 5,2 per cento degli enti aveva adottato o si predisponeva ad adottare almeno una delle quattro tecnologie oggi di frontiera: l'intelligenza artificiale, i big data analytics, la internet of things e la *distributed ledger technology* (DLT)³. Le prime due rappresentano le soluzioni maggiormente utilizzate negli enti sanitari e soprattutto nelle Regioni; l'impiego della internet of things è risultato relativamente più diffuso nei comuni più grandi (figura, pannello b).

Tutte le Regioni, due terzi delle Province e poco più di un terzo degli enti sanitari sono dotati di un sistema di digitalizzazione delle procedure di appalto di beni e servizi (*e-procurement*), la cui adozione è più frequente negli enti del Nord Est e tra i Comuni di maggiore dimensione.

² I servizi sono stati selezionati in base alla loro rappresentatività per l'erogazione in forma digitale; a titolo esemplificativo, per i Comuni sono: i servizi demografici, i servizi sociali, i servizi scolastici, lo Sportello unico attività produttive, lo Sportello unico dell'edilizia.

³ Per maggiori dettagli, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice le voci *Intelligenza artificiale*, *DLT*, *Big data analytics* e *Internet of things*.

Per quanto riguarda la diffusione di modalità di pagamento digitali, l'indagine ne evidenzia una significativa crescita: il 60 per cento degli enti consentiva di effettuare pagamenti sul proprio sito web, a fronte del 37 nel 2020 e del 20 nel 2017, soprattutto grazie all'integrazione con le funzionalità offerte da PagoPA.

La dotazione di infrastrutture informatiche e di risorse umane con competenze relative alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT), rappresenta uno dei requisiti principali per lo sviluppo digitale. Secondo l'indagine, il 79 per cento degli enti disponeva di una connessione veloce, il 30 di una connessione ultraveloce. La quota di spesa in conto capitale destinata agli investimenti informatici è aumentata rispetto al biennio precedente per tutte le tipologie di enti, in particolare per i Comuni con meno di 20.000 abitanti, dove è passata dall'11 al 21 per cento. Nella media degli enti intervistati, circa il 12 per cento del personale era in possesso di una laurea STEM, a fronte del 22 per cento di laureati in altre discipline; la quota era più contenuta nei Comuni di minore dimensione (tavola). Per rafforzare la digitalizzazione dei processi, circa il 30 per cento degli enti considerati ha svolto attività di formazione in materie ICT. Con riferimento al periodo 2023-26, le Regioni e i Comuni hanno programmato assunzioni di personale con un titolo STEM per circa un quinto dei flussi complessivi in ingresso.

Tavola

Competenze digitali della Pubblica amministrazione nel 2022

(valori percentuali)

	Enti sanitari	Regioni	Province	Comuni >20.000 abitanti	Comuni <20.000 abitanti	Totale
Addetti con competenze digitali di base (1)	44,2	53,0	61,1	67,7	60,2	56,1
Addetti con competenze digitali avanzate senza titolo di studio STEM (2)	11,6	10,5	6,4	8,4	8,8	9,7
Addetti con competenze digitali avanzate con titolo di studio STEM	13,8	18,5	16,2	9,7	7,7	11,9
Quota prevista di assunzioni totali con titolo STEM nel periodo 2023-26	–	21,1	17,3	18,2	19,1	19,1

Fonte: elaborazioni su dati IDAL.

(1) Per competenze digitali di base si intende l'utilizzo di internet, della posta elettronica e delle applicazioni di *office automation*. Per gli enti sanitari, la domanda si riferisce al personale inserito nel ruolo amministrativo, tecnico e professionale non sanitario. – (2) Per competenze digitali avanzate si intende la programmazione, la gestione delle infrastrutture dati e della sicurezza informatica. Per gli enti sanitari, la domanda si riferisce al personale inserito nel ruolo amministrativo, tecnico e professionale non sanitario.

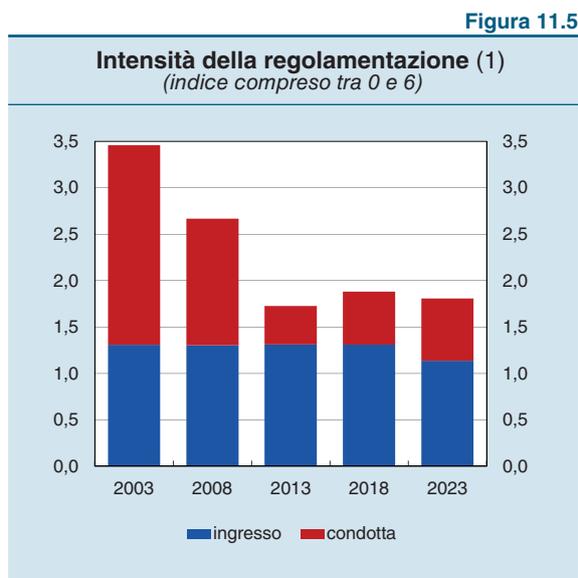
L'adozione di tecnologie digitali avanzate all'interno della Pubblica amministrazione è tra le priorità del PNRR: la missione 1 componente 1 prevede il rafforzamento delle infrastrutture digitali della Pubblica amministrazione, la facilitazione alla migrazione al cloud, un ampliamento dell'offerta di servizi ai cittadini in modalità digitale e la riforma dei processi di acquisto dei servizi ICT. Secondo la rilevazione, nel 2022 le risorse messe a disposizione nei bandi per

questa missione hanno rappresentato una fonte di finanziamento di rilievo per realizzare investimenti in campo digitale favorendo, in particolare, la riduzione del ritardo tecnologico degli enti minori. L'indagine evidenzia inoltre che tutte le Regioni, la quasi totalità dei Comuni, i due terzi delle Province e oltre la metà degli enti sanitari hanno partecipato ad almeno un bando relativo ai progetti di digitalizzazione introdotti con il Piano.

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati

La concorrenza. – Nel 2023 i margini di profitto delle imprese (mark up) sono cresciuti dopo essersi ridotti nel 2022 per effetto del forte incremento dei costi di produzione (cfr. il capitolo 14). L'aumento è stato maggiore nei servizi, interessando sia quelli caratterizzati da livelli di regolamentazione meno intensi, sia quelli contraddistinti da norme più stringenti per l'accesso ai mercati e nella formazione dei prezzi di vendita; questi ultimi presentano mark up più elevati rispetto al resto dell'economia.

Tra i settori regolati, le professioni associate a ordini professionali rappresentano una quota significativa dell'occupazione complessiva e, in particolare, della componente più istruita: nel 2023, secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, è stato raggiunto il massimo storico di quasi 2,4 milioni di occupati (il 10 per cento del totale e il 31 per cento dei laureati). L'intensità della regolamentazione è rimasta pressoché stabile nell'ultimo quinquennio (fig. 11.5): alla riduzione di barriere all'ingresso (con l'abolizione dell'esame di Stato per l'accesso ad alcune professioni e l'incremento del numero degli studenti ammessi alle facoltà di medicina) si è contrapposto un aumento della regolamentazione nella conduzione dell'attività, con un rafforzamento del ruolo dell'equo compenso (L. 49/2023).



(1) L'indicatore di intensità della regolamentazione nei servizi professionali è ottenuto utilizzando l'approccio seguito dall'OCSE; l'indice assume valori compresi tra 0 e 6 ed è crescente con il livello di restrizione della regolamentazione. Per approfondimenti, cfr. S. Mocetti e G. Roma, *Le professioni ordinistiche: misure ed effetti della regolamentazione*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 600, 2021.

Alcune misure dello scorso decennio volte a semplificare i procedimenti amministrativi e vari interventi di liberalizzazione hanno favorito l'ingresso di nuove imprese e incrementato la produttività dei settori coinvolti¹.

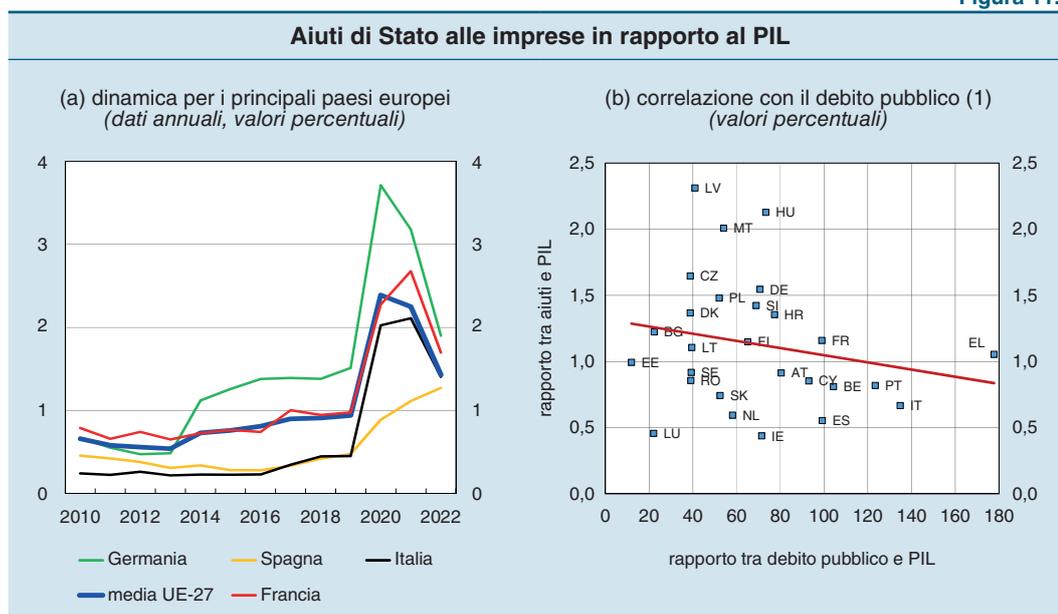
¹ A. Cintolesi, S. Mocetti e G. Roma, *Productivity and entry regulation: evidence from the universe of firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Nell'ambito del PNRR, l'Italia si è impegnata a emanare leggi annuali in materia di concorrenza e regolamentazione dei mercati. Nel 2023 sono state approvate misure di portata settoriale in diversi ambiti, tra cui commercio, trasporti e mercato dell'energia, quest'ultimo interessato anche dalla completa liberalizzazione delle tariffe (cfr. il capitolo 8). È stata invece rinviata l'apertura alla concorrenza di alcuni comparti caratterizzati da restrizioni che si pongono in contrasto con il diritto europeo, ad esempio il commercio su aree pubbliche e le concessioni del demanio marittimo (LL. 14/2023 e 214/2023). Il Governo non ha ancora presentato il disegno di legge annuale che dovrà essere approvato con i relativi provvedimenti attuativi entro la fine del 2024.

L'intervento diretto dello Stato nell'economia. – Secondo nostre elaborazioni, nel 2022 le società a partecipazione pubblica erano 6.600 e impiegavano circa 850.000 addetti, oltre la metà dei quali nelle imprese partecipate dalle Amministrazioni centrali. Rispetto al 2019, a fronte di una lieve crescita dell'occupazione, il numero delle partecipate è diminuito del 3 per cento. La flessione è interamente attribuibile alle partecipate locali, per le quali è proseguito il processo di razionalizzazione volto alla dismissione di società di minore dimensione, deficitarie o non operative. Il numero delle partecipate statali è invece aumentato. Il Governo prevede cessioni di capitale delle grandi società pari allo 0,7 per cento del PIL entro il 2027 che sarebbero, tuttavia, realizzate attraverso la vendita di quote di minoranza e senza la perdita del controllo.

Il Governo ha rilevanti poteri di intervento sulle imprese (*golden power*), anche in assenza di partecipazioni dirette, giustificati dall'esigenza di salvaguardare l'interesse pubblico in settori strategici (la difesa, l'energia, i trasporti e le comunicazioni). L'area di applicazione della norma è stata estesa durante il periodo pandemico con il DL 23/2020 (in linea con la comunicazione della Commissione europea 2020/C99I/01). Di conseguenza il numero delle operazioni che rientrano nel perimetro del *golden power* è cresciuto significativamente, da meno di 40 all'anno, in media, nel quinquennio 2015-19, a 608 nel 2022 e 577 nel 2023. Tuttavia il diritto di veto o di opposizione alla conclusione dell'operazione è stato esercitato nel 2023 solo in tre casi. Ulteriori estensioni del *golden power* potrebbero derivare dall'approvazione della proposta della Commissione di riforma del regolamento sugli investimenti esteri (cfr. il capitolo 2).

Il Quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato, adottato nel 2020 per far fronte alla crisi pandemica e da allora rinnovato dalla Commissione europea, ha consentito, con le modifiche apportate nel novembre 2023, la concessione di sovvenzioni fino a 2,25 milioni di euro per singola impresa, oltre che di prestiti agevolati e garanzie. Sino al 2025 sono permessi aiuti per il raggiungimento degli obiettivi della transizione ecologica e digitale. Nel 2022, ultimo anno di disponibilità dei dati, gli aiuti autorizzati alle imprese italiane sono diminuiti rispetto al biennio 2020-21, all'1,4 per cento del PIL, un valore comunque più elevato di quelli del periodo precedente la pandemia (fig. 11.6.a). Rimangono più bassi di quelli di Francia e Germania (1,7 e 1,9 per cento, rispettivamente), riflettendo anche i più stringenti vincoli di bilancio che caratterizzano l'Italia (fig. 11.6.b).



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea, *State aid Scoreboard 2023* ed Eurostat.

(1) Medie del periodo 2010-19. Viene escluso il triennio 2020-22 perché interessato dalla sospensione del Patto di stabilità e crescita. La linea rossa è la retta di interpolazione, stimata mediante una regressione lineare semplice.

La regolamentazione dell'attività di impresa

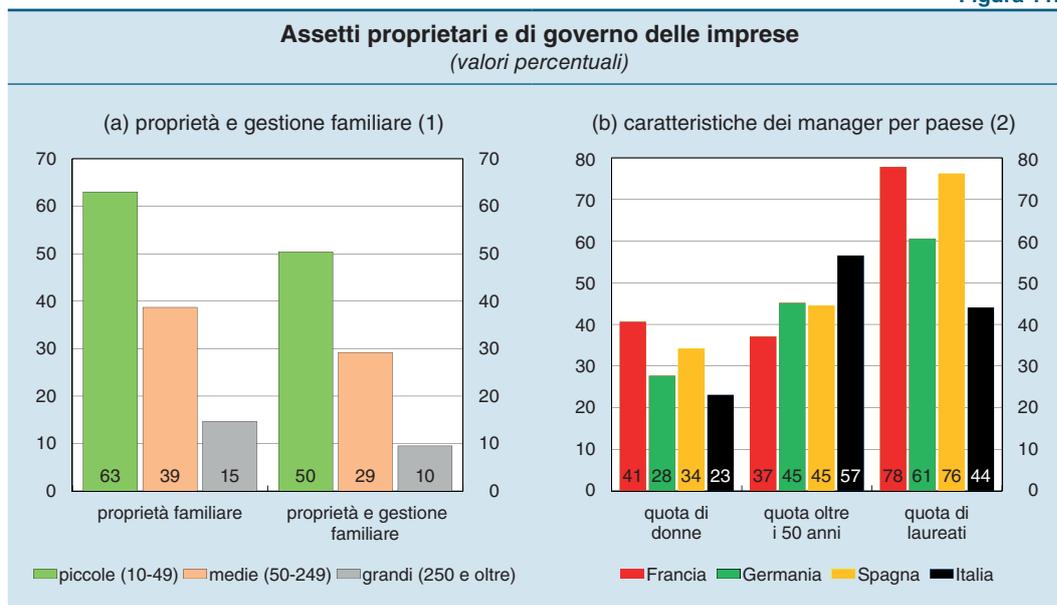
La governance delle società di capitali. – La L. 21/2024 ha semplificato il processo di quotazione in borsa e limitato gli oneri che ne derivano, al fine di favorire l'accesso delle imprese al mercato dei capitali. Essa ha tuttavia previsto la possibilità di aumentare la maggioranza dei diritti di voto² per ogni azione, che può disincentivare l'ingresso di nuovi investitori; inoltre, la presentazione della lista per l'elezione degli amministratori da parte del consiglio di amministrazione in carica, una prassi diffusa a livello internazionale, è stata resa eccessivamente onerosa e complessa³. La legge ha anche conferito al Governo la delega per la riforma della disciplina del mercato finanziario.

L'accesso al mercato dei capitali è influenzato anche da fattori di contesto che rendono le imprese familiari, molto diffuse in Italia, tradizionalmente poco propense all'apertura a soci esterni (fig. 11.7.a). Queste tendono inoltre ad affidare la gestione all'imprenditore stesso o a un membro della famiglia proprietaria, con effetti sulla produttività che sono generalmente stimati negativi nella letteratura sull'argomento. In Italia, rispetto alle principali economie europee, i manager hanno un'età media più elevata, sono meno spesso donne e meno frequentemente laureati (fig. 11.7.b).

² Gli statuti delle società quotate possono prevedere la maggioranza dei diritti di voto, che consiste nell'attribuzione agli azionisti di diritti di voto aggiuntivi in funzione del tempo di detenzione delle azioni.

³ La legge richiede un quorum rafforzato per la presentazione della lista del consiglio e che questa includa un numero di candidati superiore rispetto a quelli da eleggere. Qualora la lista del consiglio risulti la più votata, è previsto un voto aggiuntivo dell'assemblea sui singoli candidati e che nel nuovo consiglio di amministrazione vi sia una sovrarappresentazione delle liste di minoranza.

Figura 11.7



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere, Cerved, INPS ed Eurostat, *European Union Labour Force Survey (EU-LFS)*, 2022.

(1) Una società di capitali è definita a proprietà familiare se uno o più soci con lo stesso cognome detengono la maggioranza del capitale sociale; una società si definisce a gestione familiare se almeno la metà degli amministratori ha lo stesso cognome della famiglia controllante. Le società sono definite come piccole, medie o grandi secondo il numero degli occupati indicato tra parentesi. – (2) I manager sono individuati sulla base della classificazione ISCO (direttori e dirigenti di impresa) e si riferiscono alle imprese con almeno 10 addetti.

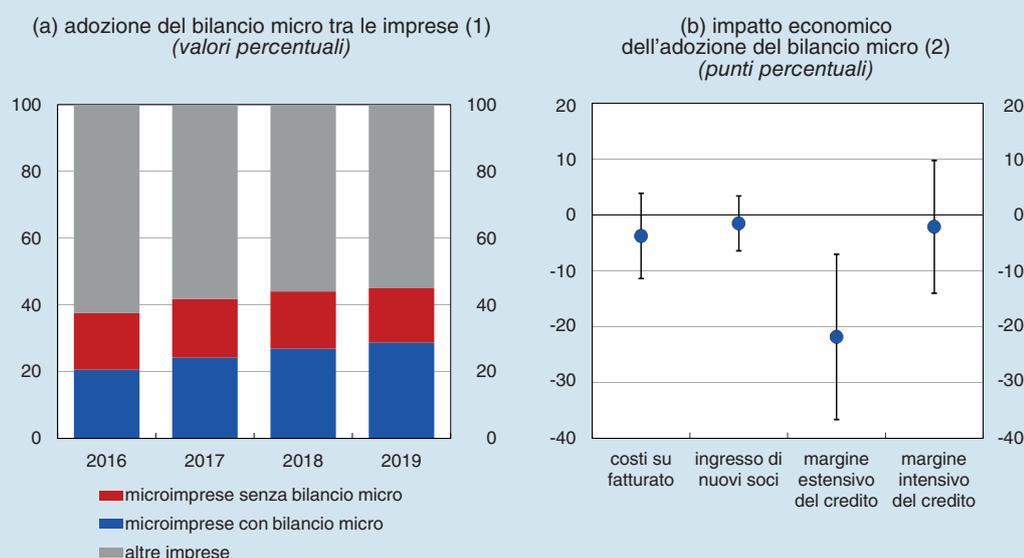
Bilanci più dettagliati, benché possano accrescere gli oneri per le imprese, riducono le asimmetrie informative che caratterizzano i mercati azionari e del credito (cfr. il riquadro: *Gli effetti economici delle semplificazioni nella redazione dei bilanci*). Entro luglio del 2024 dovrà essere recepita la direttiva relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD), che sostituisce le previsioni introdotte dalla direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Non-Financial Reporting Directive). La CSRD mira a rendere più omogenee e affidabili le informazioni fornite dalle imprese in tema di sostenibilità ambientale e sociale e amplia il perimetro delle società coinvolte. Nostre elaborazioni su dati Cerved indicano che la CSRD interesserà circa 9.400 società non finanziarie, che impiegano 6,6 milioni di persone.

GLI EFFETTI ECONOMICI DELLE SEMPLIFICAZIONI NELLA REDAZIONE DEI BILANCI

Le dichiarazioni non finanziarie (*non-financial disclosure*) hanno lo scopo di fornire dati aggiuntivi rispetto agli schemi di bilancio tradizionali e di contribuire così a ridurre le asimmetrie informative che caratterizzano i rapporti tra l'impresa e i mercati azionari e creditizi.

Nell'ordinamento italiano, le note integrative ai bilanci arricchiscono i contenuti del conto economico e dello stato patrimoniale e forniscono una valutazione complessiva degli andamenti aziendali passati e prospettici. La loro redazione spesso necessita del supporto di professionisti esterni e comporta oneri per il monitoraggio delle attività, la raccolta delle informazioni nel corso dell'anno e la loro sistematizzazione in documenti di testo sintetici. Questi costi possono essere particolarmente rilevanti per le imprese di minore dimensione.

Adozione del bilancio micro e suoi effetti



Fonte: elaborazione sui dati Cerved, Infocamere e Centrale dei rischi.

(1) Quote percentuali calcolate sul totale delle società di capitali presenti in Cerved. – (2) Impatti stimati e intervalli di confidenza al 95 per cento delle semplificazioni del 2016 sulle seguenti variabili (misurate al 2019): rapporto tra i costi totali e il fatturato, probabilità di ingresso di nuovi soci nella compagine azionaria, probabilità di avere almeno un rapporto bancario nel mercato del credito (margine estensivo) e rapporto tra il credito bancario e l'attivo per le imprese che avevano già finanziamenti in essere (margine intensivo).

Al fine di ridurre gli oneri amministrativi il D.Lgs. 139/2015 ha eliminato l'obbligo di presentare la nota integrativa per le società di capitali più piccole, introducendo il bilancio semplificato per le microimprese (bilancio micro)¹. Nel 2016, primo anno di applicazione della norma, circa il 40 per cento delle imprese era in possesso dei requisiti per la redazione del bilancio micro. Tra queste oltre la metà ha optato per la semplificazione (figura, pannello a), una quota cresciuta di quasi 10 punti percentuali nel 2019.

Utilizzando dati di fonte Cerved, Infocamere e Centrale dei rischi sono stati esaminati gli effetti della riforma sui costi delle imprese, sulla loro capacità di accedere al mercato bancario e sui cambiamenti della compagine azionaria². L'analisi è stata effettuata confrontando le società al di sotto delle soglie dimensionali che consentono di presentare il bilancio micro con quelle che si trovano appena al di sopra di queste soglie, per le quali resta l'obbligo di redazione della nota integrativa.

Nei tre anni successivi all'adozione del bilancio micro, le imprese non hanno avuto benefici significativi in termini di riduzione dei loro costi in rapporto al fatturato (figura, pannello b). Le semplificazioni hanno invece peggiorato l'accesso

¹ Sono esentate le imprese che, per due esercizi consecutivi, non superano almeno due dei seguenti limiti dimensionali: (a) 175.000 euro per il totale dell'attivo dello stato patrimoniale; (b) 350.000 euro per i ricavi delle vendite e delle prestazioni; (c) cinque dipendenti in media d'anno.

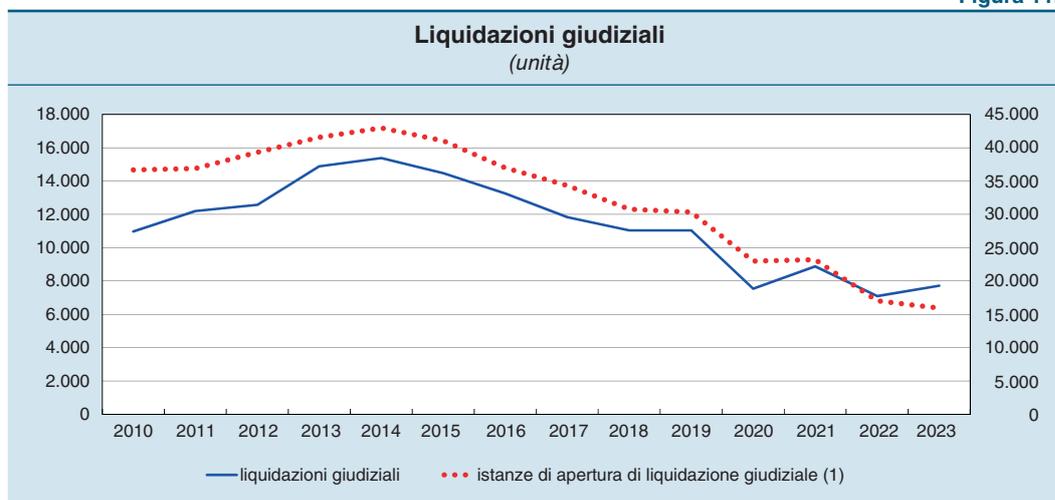
² A. Accetturo, A. Baltrunaite, G. Cariola, A. Frigo e M. Gallo, *The value of words*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

al mercato del credito, verosimilmente in ragione della maggiore opacità derivante dall'assenza della nota integrativa: la probabilità di avere un finanziamento da un intermediario si riduce di oltre 20 punti percentuali (a circa il 45 per cento) rispetto a quella di un'impresa sostanzialmente simile se non per la mancanza dei requisiti per l'accesso al bilancio micro. Non sono stati osservati invece effetti apprezzabili sulla quantità di credito ricevuto, per le imprese che avevano già prestiti in essere, e sulla capacità di attrarre nuovi azionisti.

Questi risultati confermano che la trasparenza sulle attività societarie svolge un ruolo rilevante nel ridurre le asimmetrie informative, soprattutto nel primo accesso a finanziamenti esterni. Le imprese che hanno optato per la redazione del bilancio micro – relativamente più frequenti tra le società a governo familiare, tra quelle con soci più anziani e nei settori che utilizzano meno spesso il credito bancario – potrebbero aver pertanto sottostimato i possibili effetti negativi derivanti dalla minore trasparenza.

Le crisi di impresa. – Nel 2023 sono state aperte circa 8.000 liquidazioni giudiziali, in leggero aumento rispetto al 2022 ma ben al di sotto dei livelli precedenti la pandemia (fig. 11.8). L'ulteriore calo del numero di istanze, che conducono in circa la metà dei casi all'apertura della procedura di liquidazione, e il permanere su livelli contenuti dei prestiti deteriorati (cfr. il capitolo 12) non sembrano prefigurare un prossimo significativo incremento delle procedure.

Figura 11.8



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.
(1) Scala di destra.

Nel 2023 è cresciuto il ricorso alla composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa, uno strumento introdotto dal DL 118/2021 e finalizzato al risanamento delle imprese che si trovano in situazioni di squilibrio economico-finanziario. In base ai dati di Unioncamere, le domande di accesso a maggio del 2024 erano circa 1.450. Il tasso di successo, misurato come la quota di casi in cui la composizione si è conclusa con un accordo tra debitore e creditori, è stato del 18 per cento dall'introduzione dello strumento. Le imprese che accedono alla composizione negoziata sono di dimensioni

simili a quelle che avviano un concordato preventivo, la procedura di ristrutturazione giudiziale più diffusa, ma affrontano la crisi in maniera più tempestiva.

Nel nostro paese la regolamentazione delle liquidazioni giudiziali, che continuano a rappresentare la larga maggioranza dei procedimenti di gestione delle crisi di impresa, ha caratteristiche simili a quelle delle principali economie dell'Unione europea. In Italia tuttavia vi sono fattori che possono influenzare negativamente i tempi delle procedure giudiziali, come un minore livello di specializzazione dei tribunali, la necessità di redigere un programma di liquidazione e la maggiore ampiezza dei poteri di controllo del giudice (tav. 11.1).

Tavola 11.1

Caratteristiche delle procedure di liquidazione giudiziale nei principali paesi dell'area dell'euro				
VOCI	Italia	Francia	Germania	Spagna
Competenza giurisdizionale	Sezione specializzata (solo nei tribunali di maggiore dimensione)	Tribunale specializzato	Tribunale specializzato	Tribunale specializzato
Professionista incaricato della vendita	Curatore nominato dal tribunale	Curatore nominato dal tribunale	Curatore nominato dal tribunale	Curatore nominato dal tribunale
Programma di liquidazione	Sì	No	No	No
Poteri del tribunale	Nomina del curatore, monitoraggio e autorizzazione degli atti liquidatori	Nomina del curatore e monitoraggio	Nomina del curatore	Nomina del curatore e monitoraggio
Compenso del curatore	Remunerazione incentivante fissata dal tribunale	Remunerazione incentivante fissata dal tribunale	Remunerazione incentivante fissata dal tribunale	Remunerazione incentivante fissata dal tribunale

Fonte: F. Fornasari e G. Roma, *Le procedure di liquidazione giudiziale nelle principali economie dell'Unione europea*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 828, 2024.

12. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

L'attività di credito ha continuato a risentire della prolungata fase di politica monetaria restrittiva. Nonostante il rallentamento dell'economia, la redditività delle banche è ulteriormente migliorata, soprattutto per la forte espansione del margine di interesse.

Nel 2023 i prestiti alla clientela si sono significativamente ridotti, soprattutto quelli alle imprese. Le condizioni di offerta praticate dalle banche sono divenute più restrittive per effetto di un aumento del rischio percepito e di una sua minore tolleranza. La domanda di mutui residenziali è scesa per l'elevato livello dei tassi. L'ammontare di titoli pubblici detenuti dagli intermediari creditizi si è ampliato, in seguito all'incremento di quelli emessi da paesi esteri.

Il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* è lievemente aumentato, ma nel complesso la qualità degli attivi detenuti dalle banche è rimasta pressoché invariata, anche grazie alle cessioni di quei crediti. L'incidenza di questi prestiti sul totale dei finanziamenti al netto delle rettifiche resta in linea con i valori medi dell'area dell'euro. La presenza di polizze assicurative stipulate dalle aziende contro i rischi operativi può contribuire a ridurre la rischiosità dei prestiti.

La raccolta complessiva è notevolmente diminuita per via del calo delle passività verso l'Eurosistema, solo in parte compensato da un accresciuto ricorso al mercato interbancario estero e alle emissioni di obbligazioni. I depositi di residenti sono scesi e si è registrata una ricomposizione dalle forme a vista a quelle a scadenza, che hanno rendimenti più alti. Ciò nonostante, il costo della raccolta è salito meno di un punto percentuale.

La crescita del margine di interesse è stata solo in minima parte contrastata dal leggero rialzo dei costi operativi, che hanno risentito soprattutto dell'incremento delle spese per il personale. La redditività dovrebbe mantenersi ampiamente positiva anche nell'anno in corso.

La patrimonializzazione è migliorata principalmente grazie agli utili non distribuiti, che hanno più che compensato l'impatto negativo di operazioni di riacquisto di azioni proprie (buy back) e gli effetti regolamentari del regime transitorio del principio contabile IFRS 9. La Banca d'Italia ha adottato misure macroprudenziali volte a rafforzare la solidità del sistema bancario, favorendone la capacità di finanziare l'economia anche in caso di eventi avversi.

Prosegue il processo di trasformazione digitale del settore finanziario italiano attraverso maggiori investimenti in tecnologie innovative. La diffusione dei canali

digitali favorisce l'accesso ai servizi finanziari da parte delle famiglie, anche a fronte del calo del numero degli sportelli bancari.

L'accresciuta consapevolezza dei rischi climatici da parte degli intermediari si è riflessa nella definizione di obiettivi di decarbonizzazione che per la maggior parte delle banche riguardano le attività operative e il portafoglio prestiti.

Dopo la contrazione nel 2022 associata all'avvio del rialzo dei tassi di interesse, nel 2023 il patrimonio è tornato a salire per tutte le classi di investitori istituzionali italiani. La raccolta netta è stata positiva e in crescita per i fondi comuni e i fondi pensione, mentre ha continuato a diminuire per le assicurazioni, penalizzate dalla scarsa appetibilità dei prodotti di risparmio assicurativi nell'attuale fase di tassi elevati.

La struttura dell'industria bancaria

Alla fine del 2023 il sistema bancario era composto da 135 intermediari (4 in meno rispetto all'anno precedente), ripartiti tra 54 gruppi e 81 banche individuali. Queste ultime comprendevano 39 banche di credito cooperativo (BCC)¹, 32 società per azioni e 10 banche popolari. Ai 12 gruppi classificati come significativi (*significant institutions*, SI) nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) era riconducibile oltre l'80 per cento del totale degli attivi del sistema. Le banche hanno proseguito la riorganizzazione dei canali di distribuzione: nel 2023 il numero dei dipendenti è sceso di circa l'1 per cento, quello degli sportelli del 4; nell'ultimo decennio il calo è stato del 12 e del 34 per cento, rispettivamente.

Sulla base degli ultimi dati disponibili per il confronto con gli altri principali paesi europei, in Italia il numero medio di abitanti per sportello era salito nel 2022 a circa 2.800 (2.700 nel 2021), proseguendo la crescita osservata nel precedente decennio; tale valore si colloca su un livello intermedio tra quelli di Francia e Germania (2.000 e oltre 4.000, rispettivamente) e sostanzialmente in linea con quello della Spagna (2.700).

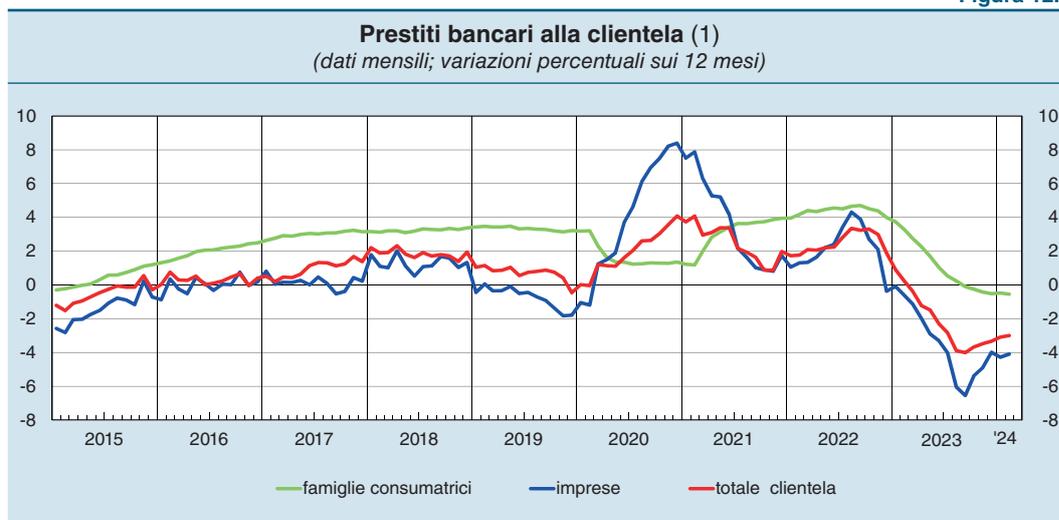
Le attività delle banche

Il credito. – Nel 2023 i prestiti delle banche alla clientela residente sono diminuiti del 3,3 per cento (fig. 12.1); la flessione si è attenuata nei primi mesi dell'anno in corso. Secondo gli intermediari italiani che partecipano all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), la dinamica è imputabile sia a un calo della domanda da parte della clientela, sia a una restrizione delle condizioni di offerta.

I prestiti alle imprese si sono contratti del 4 per cento (cfr. il capitolo 6). Come in analoghe fasi negative del ciclo del credito, è diminuito soprattutto il volume dei finanziamenti in essere, mentre l'interruzione completa dei rapporti creditizi ha svolto un ruolo limitato (cfr. il riquadro: *I fattori sottostanti alla variazione del credito alle imprese nel periodo 2010-23*). La domanda ha risentito delle minori necessità

¹ Si tratta delle banche Raiffeisen dell'Alto Adige che aderiscono al sistema di tutela istituzionale (*institutional protection scheme*, IPS). Nell'ultimo decennio il numero di intermediari che compongono il sistema bancario italiano si è significativamente ridotto, principalmente per effetto della riforma dei gruppi cooperativi entrata in vigore nel 2019. Alla fine del 2014 il sistema bancario era composto da 510 intermediari.

Figura 12.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2024 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze; sono esclusi i pronti contro termine verso controparti centrali. 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*.

di finanziamento esterno, legate al rallentamento degli investimenti e al maggiore ricorso all'autofinanziamento. Allo stesso tempo, un aumento del rischio percepito e una sua minore tolleranza hanno indotto gli intermediari a irrigidire le condizioni di offerta. Le nuove erogazioni hanno continuato a essere prevalentemente a tasso variabile (92 per cento).

I FATTORI SOTTOSTANTI ALLA VARIAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE NEL PERIODO 2010-23

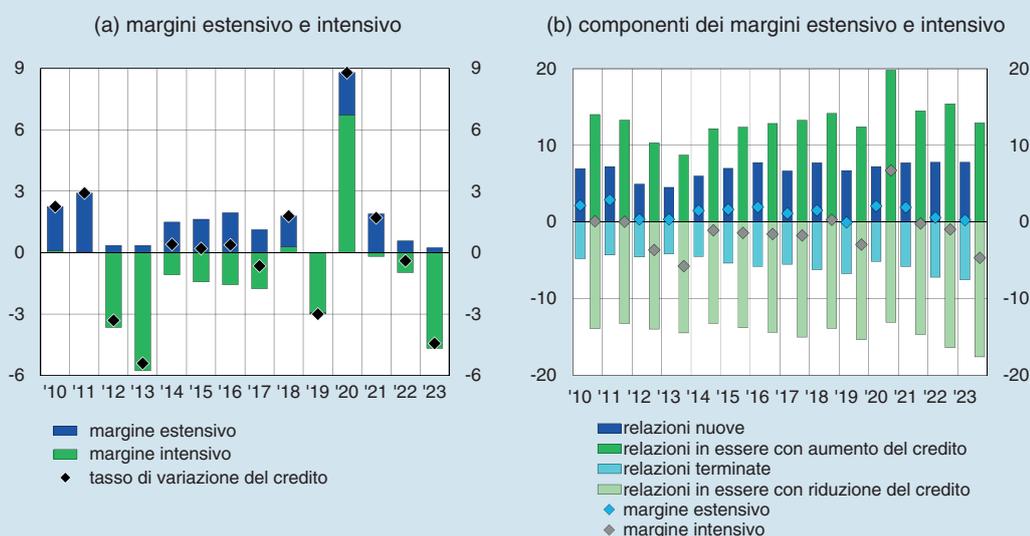
Il tasso di variazione dei prestiti bancari alle imprese può essere scomposto in due parti: la prima riferita alle relazioni iniziate nel corso dell'anno, al netto di quelle terminate (margine estensivo); la seconda ai rapporti in essere sia all'inizio sia alla fine dell'anno (margine intensivo)¹. Il margine estensivo può essere a sua volta suddiviso in due componenti, costituite: (a) dall'entrata netta di nuove imprese nel mercato del credito; (b) dalle nuove relazioni instaurate da imprese già indebitate presso il sistema bancario, al netto di quelle terminate da parte di imprese che rimangono nel mercato. Quest'ultima componente fornisce indicazioni sul grado di mobilità della clientela.

In Italia tra il 2010 e il 2023 il contributo del margine estensivo è stato quasi sempre positivo nelle fasi di espansione del credito. Nel 2020, a seguito della concessione di prestiti garantiti dallo Stato a sostegno della liquidità durante la pandemia, che erano indirizzati prevalentemente ad aziende con le quali le banche già intrattenevano relazioni di credito, si è aggiunto l'apporto, più rilevante, del margine intensivo (figura A, pannello a).

¹ Le relazioni creditizie con le imprese sono definite a livello consolidato per i gruppi bancari e a livello individuale per gli intermediari non appartenenti a gruppi. L'ammontare dei prestiti riferibili alle relazioni già in essere rappresenta quasi il 90 per cento della consistenza dei finanziamenti totali nella media del periodo considerato.

Contributo dei margini estensivo e intensivo al tasso di variazione dei prestiti bancari alle imprese (1)

(valori e punti percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Scomposizione del tasso di variazione dei prestiti bancari alle imprese*.

(1) Dati corretti per l'effetto delle cartolarizzazioni, delle cessioni e delle operazioni di incorporazione e acquisizione tra banche. Il margine estensivo è la variazione annuale dei prestiti afferenti alle relazioni instaurate e a quelle che sono terminate nel corso dell'anno; il margine intensivo è la variazione annuale dei finanziamenti relativi alle relazioni in essere sia all'inizio sia alla fine dell'anno. I contributi delle due componenti al tasso di variazione dei prestiti sono calcolati considerando come unità di analisi la relazione tra gruppo bancario e impresa e, per gli intermediari non appartenenti a gruppi, la relazione tra banca e impresa; si considera la composizione dei gruppi bancari alla fine di ogni anno.

Le fasi in cui il credito è diminuito sono invece riconducibili unicamente al margine intensivo, che risente anche dei rimborsi effettuati in base ai piani di ammortamento dei prestiti a medio-lungo termine (circa i tre quarti del totale dei finanziamenti alle imprese). Nell'ultimo biennio si sono ampliati sensibilmente i contributi negativi sia delle relazioni interrotte, sia di quelle in essere per le quali si è registrata una riduzione dei prestiti; i rimborsi, particolarmente elevati, sono avvenuti anche anticipatamente rispetto alla scadenza contrattuale, data la maggiore onerosità del servizio del debito a seguito del rialzo dei tassi di interesse. La concessione di nuovi finanziamenti invece è stata nel complesso in linea con gli andamenti passati² (figura A, pannello b).

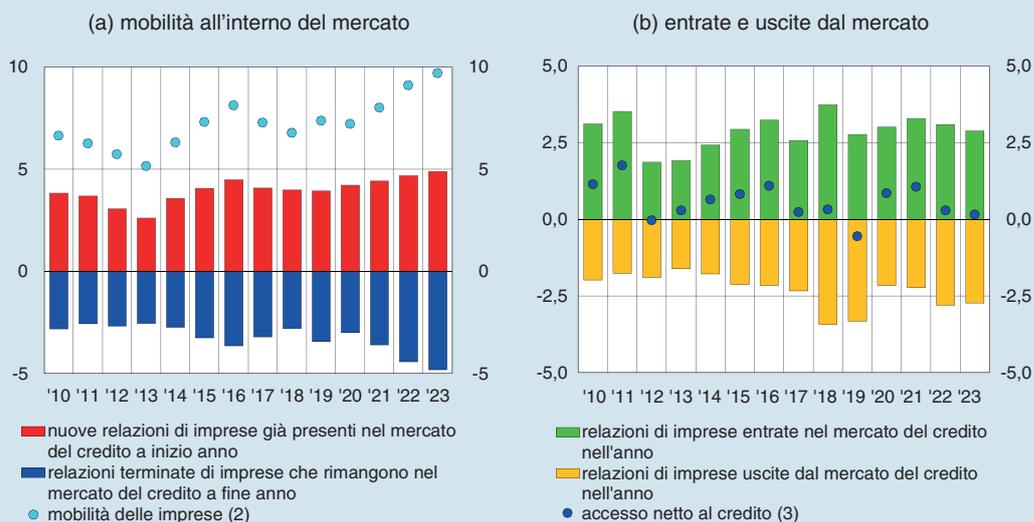
Durante il periodo pandemico 2020-21 il potenziamento degli strumenti pubblici di garanzia dei prestiti ha mitigato gli effetti dell'inasprimento delle condizioni di offerta, contribuendo alla crescita dell'ingresso netto delle imprese e della mobilità nel mercato del credito (figura B). Quest'ultima ha continuato ad aumentare nel biennio successivo, raggiungendo i livelli più alti dal 2010; il forte rialzo dei tassi di interesse potrebbe aver indotto un maggior numero di imprese ad andare alla ricerca di condizioni più favorevoli riallocando il proprio debito da una

² Per approfondimenti, cfr. *Bollettino economico*, 1, 2024 e il riquadro: *I rimborsi anticipati e la riduzione dei prestiti alle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024.

banca all'altra. Per contro, si è pressoché azzerato l'indicatore di accesso netto, che tende a ridursi nelle fasi di calo del credito.

Figura B

Scomposizione del margine estensivo (1)
(valori e punti percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Scomposizione del tasso di variazione dei prestiti bancari alle imprese*.

(1) La somma algebrica dei contributi al tasso di variazione dei prestiti bancari alle imprese, riportati negli istogrammi dei due pannelli, corrisponde a quello complessivo del margine estensivo riportato nella figura A. Dati corretti per l'effetto delle cartolarizzazioni, delle cessioni e delle operazioni di incorporazione e acquisizione tra banche. I contributi delle diverse componenti al tasso di variazione dei prestiti sono calcolati considerando come unità di analisi la relazione tra gruppo bancario e impresa e, per gli intermediari non appartenenti a gruppi, la relazione tra banca e impresa; si considera la composizione dei gruppi bancari alla fine di ogni anno. – (2) Viene stimata sommando, in valore assoluto, il contributo delle nuove relazioni tra banche e imprese già affidate da altri intermediari e quello delle relazioni interrotte da parte di imprese che rimangono comunque affidate da altre banche. – (3) È pari alla somma algebrica tra il contributo fornito dalle aziende che instaurano per la prima volta una relazione di credito (entrando quindi nel mercato bancario) e quello riconducibile alle imprese che interrompono tutte le relazioni in essere (uscendo quindi dal mercato).

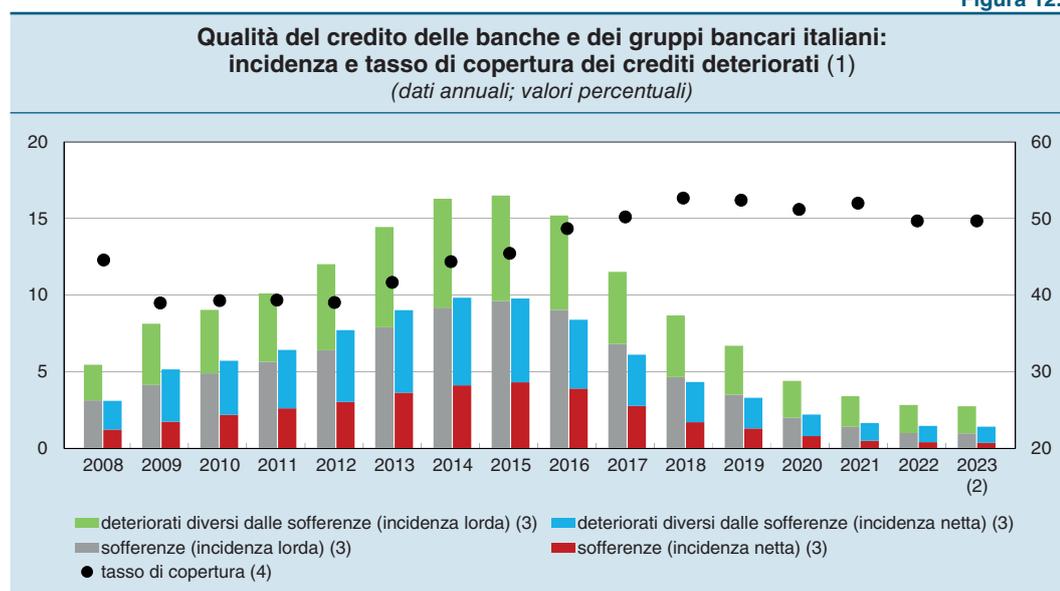
I prestiti alle famiglie sono scesi dello 0,5 per cento. Il calo è attribuibile alla flessione della domanda di mutui, principalmente a causa dell'elevato livello dei tassi e del peggioramento della fiducia dei consumatori. È diminuita la quota delle erogazioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile (a circa un quarto), caratterizzate da un costo maggiore rispetto a quelle a tasso fisso (cfr. il capitolo 5). La consistenza di mutui a tasso fisso è di poco superiore ai due terzi, il valore più alto tra quelli osservati finora².

La qualità degli attivi e il rischio di credito. – Nel 2023 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto alla consistenza di quelli *in bonis* è appena aumentato, all'1,1 per cento (1,0 nel 2022), in misura analoga per i finanziamenti alle famiglie e per quelli alle imprese. L'indicatore si è mantenuto su livelli molto bassi nel confronto con gli ultimi 15 anni.

² Il 20 per cento dei mutui a tasso variabile in essere alla fine del 2023, inoltre, prevedeva che il tasso non potesse superare una certa soglia (*cap*) predefinita.

È proseguita la riduzione dei crediti deteriorati, realizzata soprattutto attraverso operazioni di cessione (per circa 9 miliardi); dal 2016, quando le transazioni di questi finanziamenti hanno acquisito rilevanza, sono state effettuate vendite per circa 238 miliardi. Nel 2023 il rapporto tra l'ammontare dei crediti deteriorati e il totale dei prestiti al netto delle rettifiche³ è rimasto stabile, all'1,4 per cento (al lordo delle rettifiche è sceso di 9 punti base, al 2,7; fig. 12.2). L'incidenza dei crediti deteriorati netti per i gruppi significativi italiani è in linea con quella delle banche dell'SSM (1,1 per cento), anche grazie a tassi di copertura più elevati (53,7 per cento, a fronte del 42,1). Al netto delle rettifiche di valore, il volume delle inadempienze probabili rappresenta attualmente il 63 per cento dei crediti deteriorati ed è sceso a 19 miliardi; il loro tasso di copertura è aumentato al 44 per cento.

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.

L'incidenza dei finanziamenti in stadio 2⁴ sul totale dei prestiti *in bonis* al settore privato non finanziario si è ridotta di 0,8 punti percentuali, al 12,0 per cento; resta ancora su valori superiori a quelli precedenti la pandemia (10,4 per cento a dicembre 2019). L'indicatore è diminuito in misura maggiore per i gruppi significativi (dal 13,7 al 12,6 per cento), pur mantenendosi superiore alla media dell'SSM (11,2). Il calo è prevalentemente riconducibile alla riclassificazione allo stadio 1 di esposizioni che avevano beneficiato delle moratorie durante la crisi sanitaria. Per le banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) la flessione è stata modesta (dall'11,9 all'11,7 per cento). Secondo nostre stime, nel biennio 2024-25 i tassi di deterioramento dei prestiti dovrebbero aumentare (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024), soprattutto per quelle controparti rese maggiormente vulnerabili dalla stretta monetaria. Il tasso di deterioramento

³ I crediti al netto delle rettifiche di valore sono pari alla differenza tra l'ammontare lordo e le relative coperture, ossia le rettifiche di valore.

⁴ Secondo il principio contabile IFRS 9, le banche classificano in stadio 2 i prestiti *in bonis* per i quali si rileva un significativo incremento del rischio di credito rispetto al momento in cui sono stati concessi.

dovrebbe comunque rimanere ben inferiore ai massimi osservati in passato, sia per le famiglie sia per le imprese.

La presenza di polizze assicurative stipulate dalle aziende a copertura di rischi operativi può contribuire a ridurre la rischiosità dei prestiti. Indagini presso gli intermediari rivelano tuttavia che la sottoscrizione di quelle polizze non sembra influenzare significativamente l'erogazione del credito per la maggior parte delle banche (cfr. il riquadro: *Il ruolo delle coperture assicurative delle imprese nell'erogazione di credito da parte delle banche italiane*).

IL RUOLO DELLE COPERTURE ASSICURATIVE DELLE IMPRESE NELL'EROGAZIONE DI CREDITO DA PARTE DELLE BANCHE ITALIANE

La sottoscrizione di polizze assicurative contro i rischi operativi da parte delle imprese può ridurre le perdite determinate da eventi avversi¹, con effetti positivi sulla solvibilità dell'azienda. Le imprese italiane, soprattutto le più piccole, sono tuttavia caratterizzate da un basso grado di copertura assicurativa nel confronto internazionale².

I risultati delle due più recenti indagini regionali sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*, RBLs) relative al biennio 2022-23 indicano che la presenza di una copertura assicurativa sui rischi operativi è tenuta in considerazione solo parzialmente nelle decisioni riguardanti l'erogazione dei prestiti e le relative condizioni.

Ai fini della concessione del credito, le banche ritengono più rilevanti i rischi tradizionali (quello di insolvenza di un debitore commerciale e altre tipologie di rischio operativo) rispetto a quelli climatici e cibernetici (figura, pannello a)³. Una quota non trascurabile di intermediari non tiene conto della sottoscrizione di una polizza da parte dell'impresa nel processo di concessione del finanziamento, pur considerando significativi i relativi rischi, in particolare quelli climatici (circa un terzo) e quelli cibernetici (poco meno della metà). L'utilizzo dell'informazione sulla copertura assicurativa è più diffuso tra gli intermediari di maggiore dimensione⁴.

¹ Nei rischi operativi sono inclusi quelli più tradizionali (insolvenza di un debitore commerciale, furto e incendio) e quelli considerati emergenti (climatici e cibernetici). In relazione ai rischi climatici, la legge di bilancio per il 2024 (L. 213/2023) ha introdotto l'obbligo per tutte le aziende con sede legale o con una stabile organizzazione in Italia di stipulare, entro il 31 dicembre 2024, contratti assicurativi a copertura dei danni alle immobilizzazioni materiali direttamente cagionati da calamità naturali ed eventi catastrofali verificatisi sul territorio nazionale.

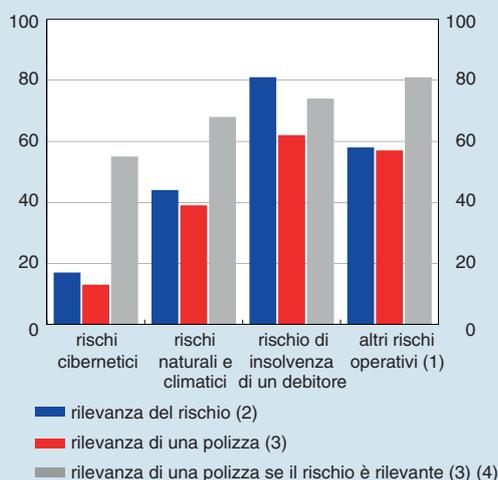
² In base ai dati dell'OCSE, i premi delle assicurazioni contro i danni raccolti dalle compagnie italiane nel 2022 erano pari all'1,9 per cento del PIL, contro il 4,6 della Francia, il 3,8 della Germania e il 5,1 nella media dei paesi OCSE. Un'indagine presso le imprese italiane indica che le principali motivazioni alla base della scarsa sottoscrizione di polizze assicurative sono il costo eccessivo della polizza rispetto al danno atteso e la mancanza di informazioni adeguate sui prodotti assicurativi (cfr. R. Gallo, G. Guazzarotti, V. Nigro e M. Cosconati, *Le coperture assicurative contro i rischi operativi delle imprese italiane: alcune evidenze dai risultati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 31, 2022).

³ R. Gallo, G. Guazzarotti e V. Nigro, *Rischi operativi delle imprese e coperture assicurative: evidenze dall'indagine RBLs presso le banche*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 37, 2024.

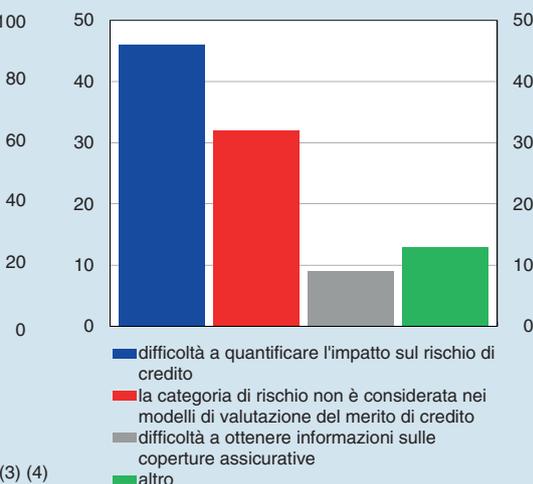
⁴ In termini di ammontare di prestiti alle imprese, il peso delle banche che tengono conto della sottoscrizione di una polizza aumenta per ciascuna categoria considerata (al 71 per cento per i rischi naturali e climatici, al 30 per quello cibernetico, al 93 per quello di insolvenza e all'84 per gli altri rischi operativi).

Evidenze dalle indagini presso le banche italiane (valori percentuali)

(a) rilevanza dei rischi e della sottoscrizione di una polizza nell'erogazione di credito



(b) motivazioni per cui le banche non tengono conto della presenza di una polizza nelle condizioni applicate ai prestiti (5)



Fonte: RBLS.

(1) I risultati si riferiscono all'indagine sul 2022. Negli altri rischi operativi sono inclusi ad esempio le fattispecie di furto, incendio, trasporto merci e responsabilità verso terzi. – (2) Quota delle banche che ritengono "molto rilevante" o "moderatamente rilevante" la tipologia di rischio. – (3) Quota delle banche che tengono conto della sottoscrizione della polizza da parte dell'impresa, per la tipologia di rischio indicata, nel processo di concessione del credito. – (4) La quota è calcolata solo tra le banche che ritengono il rischio "molto rilevante" o "moderatamente rilevante". – (5) I risultati si riferiscono all'indagine sul 2023. Per ciascuna motivazione, quota delle banche che l'hanno indicata come principale, calcolata come media tra le quattro tipologie di rischio considerate. Le domande sono state poste solo alle banche che dichiarano di non tenere conto di almeno una polizza nella definizione delle condizioni da applicare ai prestiti.

Il 54 per cento delle banche ha inoltre dichiarato di non considerare una o più categorie di polizza nella definizione delle condizioni da applicare ai prestiti; tra questi intermediari, circa la metà ha segnalato difficoltà nel quantificare l'impatto della polizza sul rischio di credito⁵, mentre un terzo ha indicato che la tipologia di rischio a cui è riferito il contratto assicurativo non è inclusa nei propri modelli di valutazione (figura, pannello b). Il 30 per cento degli intermediari che non tengono conto delle polizze dichiara comunque di aver avviato o pianificato per il prossimo triennio progetti per integrare le informazioni sulle coperture assicurative nei modelli di valutazione del rischio.

I principali ostacoli emersi dalle indagini potrebbero essere in parte superati se banche e assicurazioni collaborassero per sviluppare prodotti assicurativi idonei ad attenuare il rischio di credito e caratterizzati da una maggiore standardizzazione delle informazioni contenute nelle polizze⁶. Una più ampia condivisione dei dati tra questi

⁵ Le difficoltà riguardano ad esempio la bassa standardizzazione delle polizze e la presenza di contratti assicurativi non idonei a ridurre il rischio di credito.

⁶ La vigente normativa prudenziale delle banche consente di riconoscere come strumenti di mitigazione del rischio di credito per il calcolo dei requisiti patrimoniali le polizze che coprono esplicitamente l'evento di default dell'azienda affidata. Ad ogni modo, le banche che applicano i modelli interni per il calcolo dei requisiti a fronte del rischio di credito (*Internal Rating Based*, IRB) possono utilizzare anche l'informazione relativa alla presenza di polizze contro i rischi operativi delle imprese nel caso in cui abbiano disponibili dati che dimostrino la minore rischiosità delle aziende coperte rispetto alle altre.

intermediari potrebbe facilitare lo studio della relazione tra le coperture assicurative e il rischio di insolvenza delle imprese, contribuendo così a migliorare sia il processo di valutazione del merito creditizio sia le condizioni di accesso al credito.

I titoli. – Nel 2023 il valore dei titoli in portafoglio, diversi da quelli relativi ad attività proprie cartolarizzate e da quelli emessi da banche residenti, è cresciuto a 614 miliardi (601 nel 2022). L'incremento è attribuibile agli acquisti netti di titoli pubblici emessi in altri paesi, soprattutto europei. Per i titoli di Stato italiani le cessioni nette hanno più che compensato il rialzo delle quotazioni. Il loro valore complessivo si è dunque ridotto da 376 a 360 miliardi; sono rimasti invariati il peso sul totale degli attivi (9,5 per cento), comunque superiore alla media dell'area euro, e la durata finanziaria (quattro anni e quattro mesi). Le vendite di titoli di Stato italiani sono proseguite nel primo trimestre del 2024 (cfr. il capitolo 13).

La quota dei titoli pubblici italiani inclusi nel portafoglio valutato al costo ammortizzato è rimasta stabile al 77 per cento; l'aumento delle loro quotazioni nel corso dell'anno ha sensibilmente ridotto le perdite latenti⁵, il cui impatto sul rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio (*CET1 ratio*) è in media pari a 90 punti base (178 alla fine del 2022).

La raccolta bancaria

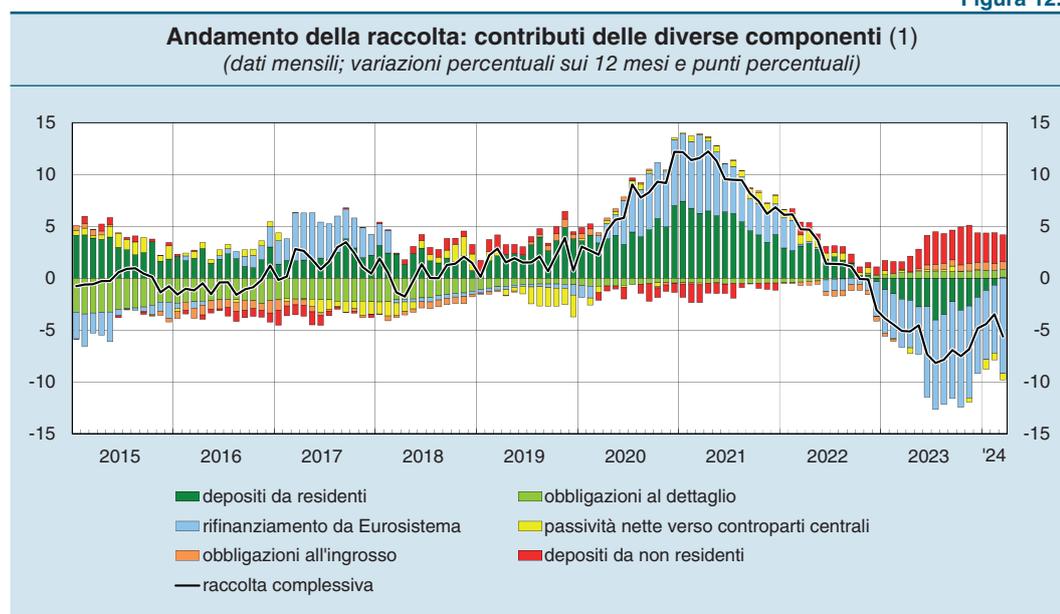
Nel 2023 la raccolta delle banche è scesa del 4,8 per cento (fig. 12.3), rispecchiando l'andamento della raccolta all'ingrosso, la cui incidenza sul totale della provvista è diminuita al 29 per cento (32 nel 2022). Tra le componenti all'ingrosso, le passività verso l'Eurosistema si sono ridotte di 207 miliardi (a 150) e la loro quota sul totale della raccolta si è più che dimezzata (al 6 per cento), a causa del rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3; cfr. il capitolo 3) scadute a giugno. Alla fine del primo trimestre del 2024 il finanziamento in essere era ulteriormente sceso, a 66 miliardi, a seguito dell'ulteriore rimborso di 82 miliardi nel mese di marzo. La contrazione del rifinanziamento dall'Eurosistema è stata in parte compensata da maggiori afflussi di depositi da non residenti (prevalentemente interbancario estero) e, in misura più contenuta, dalle obbligazioni collocate sui mercati internazionali.

La raccolta al dettaglio si è lievemente ridotta in seguito al calo dei depositi da residenti, in parte compensato dalle maggiori emissioni di obbligazioni al dettaglio. I depositi da residenti sono diminuiti del 2,8 per cento, soprattutto per la scelta delle famiglie di investire in strumenti più remunerativi, quali titoli di Stato e obbligazioni bancarie (cfr. il capitolo 5). Si è inoltre osservata una ricomposizione dei depositi dalle forme a vista a quelle a durata prestabilita, che offrono rendimenti maggiori (i depositi

⁵ Le perdite latenti associate alle attività detenute nel portafoglio contabile valutato al costo ammortizzato non influenzano direttamente i profitti o la patrimonializzazione degli intermediari bancari e si manifestano solo nel caso in cui l'intermediario sia costretto a vendere lo strumento prima della sua naturale scadenza, ad esempio per soddisfare improvvise esigenze di liquidità.

a vista sono stati pari al 74 per cento del totale nel 2023, dal 77 nel 2022). Alla fine dello scorso anno la quota dei depositi da residenti sul totale della raccolta delle banche italiane era simile a quella media dell'area (67 e 68 per cento, rispettivamente). Il peso delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie ha continuato a salire, al 2,5 per cento della raccolta complessiva (1,7 nel 2022).

Figura 12.3



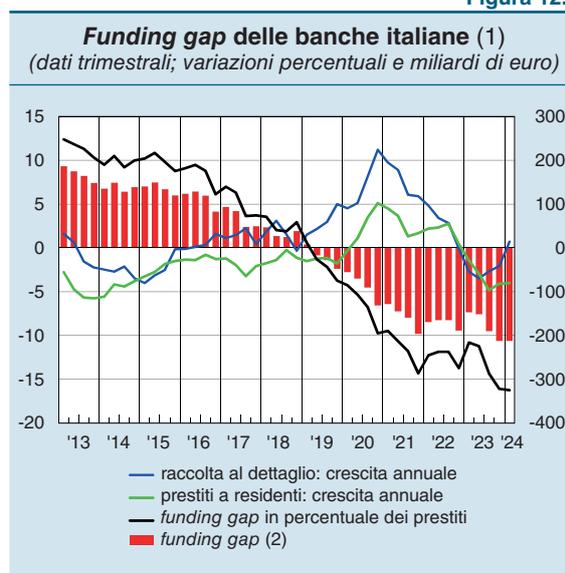
Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(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.

Nel 2023 la differenza tra l'ammontare dei prestiti e la provvista al dettaglio (*funding gap*) in rapporto ai prestiti è rimasta negativa e si è ampliata (da -13,7 a -16,1 per cento; fig. 12.4).

Il costo medio della raccolta è aumentato dall'1,1 all'1,9 per cento, soprattutto per effetto dei rialzi dei tassi sui prestiti interbancari e sul rifinanziamento presso l'Eurosistema, cresciuti rispettivamente di 1,3 e di 2,0 punti percentuali. È stato invece contenuto l'incremento dei tassi di interesse sui depositi e sulle obbligazioni, rispettivamente di 56 e di 61 punti base, allo 0,8 e al 2,7 per cento. La remunerazione dei depositi è aumentata di ulteriori 9 punti base nel primo trimestre del 2024.

Figura 12.4



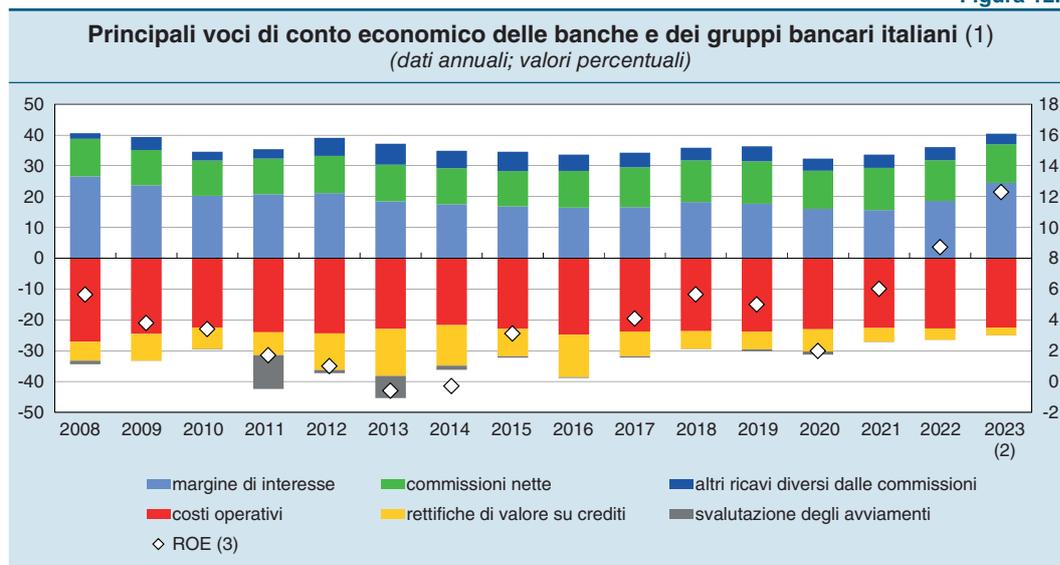
Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse Cassa depositi e prestiti e le filiali di banche estere in Italia.

(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 al 1° trimestre del 2024. - (2) Scala di destra.

La redditività e il patrimonio delle banche

La redditività. – Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) delle banche italiane è salito al 12,3 per cento (dall'8,7 nel 2022), il valore più elevato dal 2008⁶ (fig. 12.5). Per i gruppi significativi è risultato pari al 13,2 per cento (dall'8,6), mentre per le LSI ha raggiunto il 9,6 per cento (dal 7,7). Il ROE delle banche significative italiane è risultato superiore di circa 4 punti percentuali a quello medio degli intermediari dell'SSM.

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, 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) Al netto delle componenti straordinarie; scala di destra.

Il miglioramento della redditività è quasi interamente imputabile all'ampliamento del margine di interesse, cresciuto di oltre un terzo in prevalenza per il più alto rendimento medio dei prestiti. Quello relativo alle imprese, che rappresentavano il 43 per cento dei crediti complessivi alla fine dello scorso anno, è salito di oltre 2 punti percentuali, al 5,1 per cento; quello riferito alle famiglie, che costituivano il 40 per cento, è aumentato di 1 punto, al 3,9. Al rialzo degli interessi attivi hanno contribuito anche le maggiori cedole sui titoli di debito detenuti dalle banche, in particolare quelle sui titoli di Stato. Dal lato del passivo, il costo medio dei depositi detenuti da famiglie e imprese è cresciuto di 70 e di 90 punti base, rispettivamente. La trasmissione della politica monetaria sui tassi passivi dei depositi a vista è stata molto più contenuta rispetto alla fase di stretta monetaria del periodo 2005-08.

Le commissioni sono rimaste pressoché stabili. Il margine di intermediazione si è ampliato del 16,5 per cento. I costi operativi, in rialzo del 2,9 per cento, hanno risentito soprattutto dell'incremento delle spese per il personale (3,6) a seguito del rinnovo del contratto collettivo nazionale di categoria dello scorso novembre. Il rapporto tra i costi

⁶ I dati sul ROE sono al netto delle componenti straordinarie di reddito, definite come quegli elementi che hanno impatto sul conto economico ma non sui requisiti di capitale, in quanto già esclusi dal patrimonio di vigilanza. 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 0,67 all'1,03 per cento.

operativi e il margine di intermediazione (*cost-income ratio*) è sceso dal 63,1 al 55,7 per cento, e al 53,9 per i soli gruppi significativi, caratterizzati peraltro da una maggiore efficienza operativa anche rispetto alle banche europee (57,0).

Il costo del rischio, misurato dal rapporto tra il flusso annuo di rettifiche e la consistenza media dei prestiti, si è ridotto da 49 a 35 punti base, riflettendo le riprese di valore rilevate su esposizioni precedentemente classificate negli stadi più rischiosi previsti dal principio contabile IFRS 9 (stadio 2 e stadio 3). Mentre per gli intermediari significativi c'è stata un'analoga flessione (da 50 a 30), per le LSI con modello di business tradizionale si registra un aumento (da 51 a 62).

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*, 2, 2024), nell'anno corrente la redditività complessiva delle banche italiane dovrebbe collocarsi su valori di poco inferiori a quelli osservati nel 2023. Scenderebbe ulteriormente nel biennio successivo, soprattutto a causa della riduzione del margine di interesse e dell'incremento delle rettifiche di valore su crediti, pur restando ampiamente positiva e superiore alla media dell'ultimo decennio (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024).

Il patrimonio. – Nel 2023 il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche italiane è salito al 15,6 per cento degli attivi ponderati per il rischio (*risk weighted assets*, RWA; fig. 12.6), sui livelli massimi da quando sono disponibili dati confrontabili. Alla fine del 2023 il CET1 *ratio* era pari al 15,9 per cento per i gruppi significativi e al 17,3 per le LSI⁷. Il livello medio di patrimonializzazione delle banche significative italiane era superiore di 10 punti base a quello degli intermediari dell'SSM. Tenendo conto anche dei requisiti di leva e del requisito MREL, il CET1 in eccesso rispetto al livello minimo regolamentare per il totale del sistema era pari al 4,5 per cento degli RWA⁸.

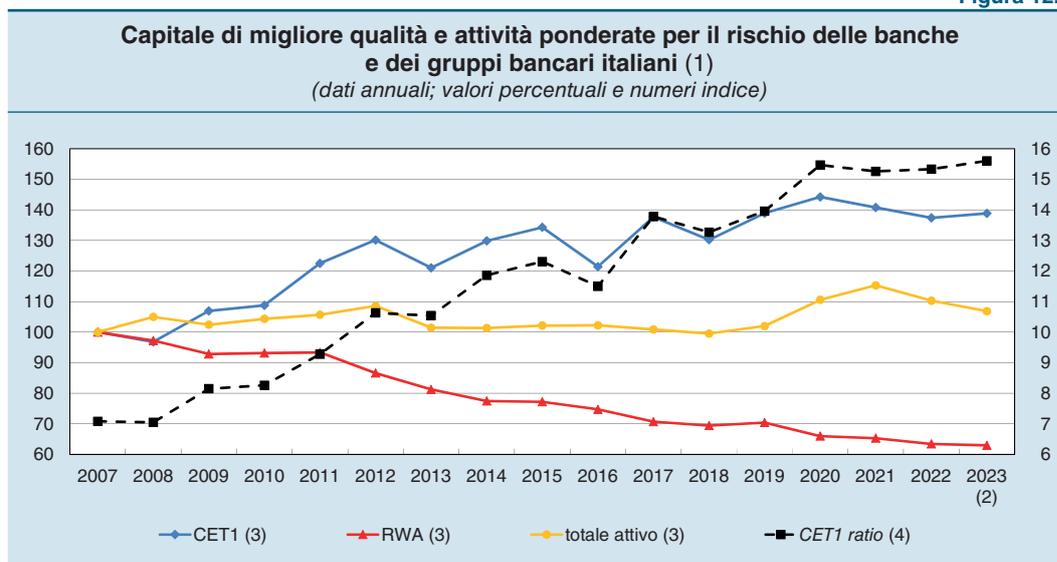
Nel confronto con il periodo precedente la pandemia, il miglioramento complessivo della patrimonializzazione – pari a 165 punti base – è riconducibile principalmente alla rilevante riduzione degli RWA, anche per effetto dell'erogazione di prestiti garantiti dallo Stato. L'aumento di 30 punti base registrato nel corso del 2023 è in larga parte dovuto al contributo positivo degli utili non distribuiti e, in misura inferiore, della riserva patrimoniale a valere sulla redditività complessiva, salita grazie all'incremento del valore dei titoli di debito in portafoglio⁹. Questi effetti hanno più che compensato l'impatto negativo delle operazioni di riacquisto di azioni proprie condotte da un primario

⁷ Il sistema bancario include anche le filiazioni di gruppi significativi esteri, il cui *CET1 ratio* era pari al 12,2 per cento alla fine di dicembre 2023. 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.

⁸ 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). La differenza tra l'eccesso di capitale rispetto al requisito più vincolante e l'eccesso di capitale rispetto al requisito ponderato si è progressivamente ridotta, soli 0,3 punti percentuali alla fine del 2023 (0,7 alla fine del 2022).

⁹ Tra le riserve computabili nel CET1 rientra anche quella costituita dalle banche nel corso dell'anno in alternativa al pagamento dell'imposta straordinaria a valere sul margine di interesse, introdotta con il DL 104/ 2023, convertito con modifiche, dalla L. 136/ 2023 (cfr. nell'Appendice la sezione *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica*). La quasi totalità delle banche ha deciso di costituire la riserva.

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.

gruppo bancario e gli effetti regolamentari del regime transitorio del principio contabile IFRS 9¹⁰. Successivamente al venir meno delle raccomandazioni sulla limitazione delle distribuzioni¹¹, vi è stato un significativo ricorso a operazioni di buy back, soprattutto da parte dei due maggiori gruppi bancari: dal 2021 l'ammontare complessivo di queste operazioni è stato di circa 12 miliardi, l'1,0 per cento degli RWA di sistema¹².

Alcune delle misure macroprudenziali recentemente adottate dalla Banca d'Italia sono volte a rafforzare la solidità sia degli intermediari di maggiore dimensione sia del sistema bancario nel suo complesso, per preservarne la resilienza anche a fronte di situazioni avverse. Nel 2023 i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banco BPM sono stati confermati istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) e sono stati inclusi per la prima volta in questa categoria anche i gruppi BPER Banca, Mediobanca, Banca Nazionale del Lavoro e il gruppo bancario cooperativo ICCREA. Da quest'anno le tre O-SII confermate devono mantenere un buffer pari, rispettivamente, a 1,50, 1,25 e 0,50 per cento delle loro esposizioni complessive ponderate per il rischio; i quattro intermediari individuati per la prima volta dovranno mantenere, a regime, una riserva di capitale dello 0,25 per cento, da raggiungere nel 2025 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2023).

¹⁰ Il regime transitorio disciplinato dall'art. 473-bis del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) consente di computare nel CET1 una quota, decrescente nel tempo, delle extra rettifiche di valore su crediti già rilevate nel risultato di esercizio a seguito dell'applicazione dell'IFRS 9.

¹¹ In linea con quanto richiesto dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) alle autorità competenti durante la pandemia, la BCE e la Banca d'Italia, rispettivamente nei confronti delle banche significative e meno significative, avevano emanato una serie di raccomandazioni di: (a) non pagare dividendi relativi agli esercizi 2019 e 2020 (incluse le distribuzioni di riserve) e non assumere alcun impegno irrevocabile per il pagamento dei dividendi relativi agli stessi esercizi; (b) non procedere a riacquisti di azioni miranti a remunerare gli azionisti. Le raccomandazioni hanno avuto validità fino al 1° gennaio 2021.

¹² Nel corso del 2024 i due principali gruppi bancari hanno annunciato ulteriori operazioni di riacquisto di azioni proprie di circa 4,6 miliardi, i cui effetti prudenziali sono in parte ricompresi negli indicatori della fine del 2023.

Lo scorso aprile è stata inoltre attivata, per tutte le banche e per i gruppi bancari autorizzati in Italia, una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB) pari all'1,0 per cento delle esposizioni domestiche ponderate per il rischio di credito e di controparte. Il tasso obiettivo potrà essere raggiunto gradualmente: una riserva dello 0,5 per cento dovrà essere costituita entro il 31 dicembre 2024, mentre il rimanente 0,5 entro il 30 giugno 2025 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024).

La digitalizzazione e la transizione climatica dell'industria bancaria

La digitalizzazione. – I risultati dell'ultima indagine FinTech condotta dalla Banca d'Italia presso le banche e gli altri intermediari finanziari indicano una prosecuzione del processo di trasformazione digitale del settore finanziario italiano¹³. La spesa programmata per gli investimenti in tecnologie innovative è progressivamente aumentata, a circa 900 milioni di euro nel biennio 2023-24, quasi quattro volte il valore osservato nel primo biennio oggetto della rilevazione (2017-18). Questi investimenti restano comunque relativamente limitati, pari al 5 per cento della spesa complessiva in tecnologie che facilitano l'elaborazione delle informazioni¹⁴, e sono concentrati presso un numero contenuto di banche; la scarsa interoperabilità tra i progetti FinTech e i preesistenti sistemi informatici continua a rappresentare il principale ostacolo all'attività di investimento.

Secondo i risultati dell'ultima indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*, RBLs) condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, tutte le banche offrono servizi di pagamento alle famiglie tramite canali digitali (fig. 12.7). Negli scorsi anni è cresciuto il ricorso ai bonifici online: l'incidenza sul numero di bonifici totali ha raggiunto il 90 per cento circa nel 2023. È inoltre progressivamente salita, al di sopra dell'80 per cento, la quota di clienti con un deposito che ha usufruito almeno una volta durante l'anno di servizi bancari attraverso canali digitali. La diffusione di questi ultimi favorisce l'accesso ai servizi finanziari da parte delle famiglie, anche a fronte del progressivo calo del numero degli sportelli bancari. Secondo le evidenze su dati preliminari dell'ultima *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF)¹⁵, la quota di nuclei con un deposito, bancario o postale, era nel 2022 quasi del 97 per cento (93 e 89 rispettivamente nel 2014 e nel 2008); l'incremento ha riguardato anche le fasce più vulnerabili della popolazione.

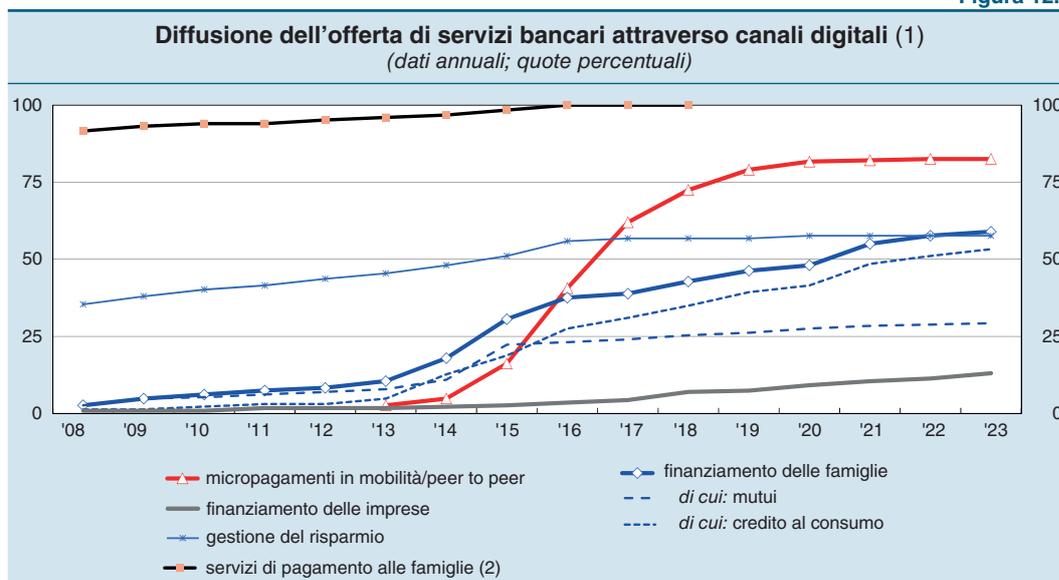
Alla fine del 2023 quasi il 60 per cento delle banche offriva prestiti alle famiglie attraverso canali digitali (preventivi, richieste e/o sottoscrizioni dei prestiti), prevalentemente sotto forma di credito al consumo e in progressivo aumento rispetto al passato; solo il 13 per cento proponeva finanziamenti online alle imprese (fig. 12.7). L'ammontare dei prestiti bancari concessi interamente attraverso i canali digitali era ancora modesto (il 6 per cento dei prestiti erogati alle famiglie e meno dell'1 per cento

¹³ Banca d'Italia, *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, aprile 2024. Il termine FinTech si riferisce all'uso di tecnologie digitali innovative che possono determinare nuovi modelli di business, nuovi servizi o prodotti nel settore finanziario. Le principali tecnologie innovative a cui l'indagine fa riferimento sono l'intelligenza artificiale, le interfacce sviluppate con tecnologie specifiche (*application programming interfaces*, API) e le piattaforme per la fruizione di servizi tramite web e dispositivi mobili; altre tecnologie riguardano il *cloud computing*, la firma digitale, la *blockchain* (o *distributed ledger technologies*, DLT) e i big data.

¹⁴ Spese in software, hardware, costi di consulenza, di esternalizzazione dei servizi informatici e di accesso a basi dati esterne.

¹⁵ L'ultima IBF è stata condotta nel 2023 e si riferisce alla condizione finanziaria delle famiglie nel 2022.

Figura 12.7



Fonte: RBLS.

(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 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. – (2) Il dato è stato raccolto sino all'indagine riferita al 2018.

di quelli alle imprese). In base ai risultati della RBLS, la ragione principale che ostacola la diffusione del canale digitale nella concessione dei prestiti alle aziende è l'importanza della relazione diretta con il cliente al fine di valutarne in maniera più adeguata il merito di credito; secondo le banche inoltre ha un peso molto rilevante anche la preferenza delle imprese per un'interazione diretta allo sportello. Circa il 60 per cento degli intermediari offriva prodotti del risparmio gestito online, in linea con quanto osservato nel 2022. L'utilizzo della tecnologia in questo settore è prevalentemente orientato al sostegno dell'attività di consulenza e di gestione individuale dei portafogli.

I dati delle segnalazioni alla Banca d'Italia sull'outsourcing e dell'analoga rilevazione della Banca centrale europea mostrano un quadro di esteso ricorso alle esternalizzazioni¹⁶: l'82 per cento delle banche e degli altri intermediari italiani esternalizza funzioni di tecnologia dell'informazione e della comunicazione, stipulando in media cinque contratti. L'accesso di terze parti a dati relativi ai conti correnti tenuti presso le banche dai clienti, con l'assenso di questi ultimi, e il loro sfruttamento al fine di fornire nuovi servizi (open banking) rimane limitato, con alcune eccezioni nell'ambito dell'operatività delle imprese. Nel 2023 si è osservato, tuttavia, un incremento del numero (da 91 a 104) di prestatori di servizi di open banking operativi autorizzati (*third party providers*, TPP)¹⁷, di clienti attivi (da 474.000 a 653.000) e di transazioni (da 1,1 a 1,2 milioni).

¹⁶ Le due segnalazioni sono relative ai contratti di esternalizzazione in essere a dicembre del 2022.

¹⁷ I TPP sono una categoria di soggetti terzi rispetto a quelli presso i quali l'utente detiene il proprio conto o servizio di pagamento, introdotti dalla direttiva UE/2015/2366 (Revised Payment Services Directive, PSD2), autorizzati ad accedere, previo consenso del cliente, ai dati bancari per fornire servizi finanziari e di pagamento.

Oltre a un aumento delle opportunità, la digitalizzazione dell'industria si associa anche a nuovi rischi per gli intermediari, in particolare connessi con gli attacchi informatici. Le segnalazioni di incidenti gravi occorsi presso gli intermediari vigilati dalla Banca d'Italia sono salite a 30 nel 2023 (erano 12 e 13 rispettivamente nel 2021 e nel 2022). Questa dinamica, osservabile anche su scala europea e globale, ha determinato l'ingresso del rischio e della resilienza cibernetici tra le priorità strategiche delle maggiori autorità di supervisione a livello mondiale. L'SSM sta conducendo la prima prova di stress sui rischi cibernetici che mira a valutare la capacità di resilienza delle banche significative europee. I risultati dell'esercizio, pur non comportando conseguenze dirette sui requisiti di secondo pilastro, saranno utilizzati nell'ambito della regolare attività di supervisione per rafforzare i presidi interni delle banche. Ulteriori benefici in questo ambito deriveranno dall'applicazione, a partire da gennaio del 2025, del regolamento europeo sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA)¹⁸.

La transizione climatica. – Secondo i risultati dell'ultima RBLs, quasi il 30 per cento degli intermediari ha dichiarato di aver stabilito obiettivi strategici di lungo termine di riduzione delle emissioni di gas serra, in linea con quelli dell'Italia e dell'Unione europea; il 60 per cento intende farlo in futuro. Gli intermediari hanno inoltre riferito che la diminuzione delle emissioni si concentrerebbe in via prioritaria su quelle relative alle proprie attività operative e al portafoglio prestiti.

Per raggiungere gli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione nel settore immobiliare, in particolare quelli definiti nella recente direttiva sull'efficienza energetica degli edifici (Energy Performance of Buildings Directive, EPBD), sono necessari ampi investimenti. I finanziamenti privati svolgono quindi un ruolo essenziale nella transizione verso un'economia più sostenibile; tra gli strumenti a disposizione delle banche rientrano i mutui verdi (cfr. il riquadro: *I mutui verdi in Italia*).

I MUTUI VERDI IN ITALIA

Attualmente non esiste una definizione armonizzata di "mutui verdi". Le banche spesso adottano criteri sviluppati internamente, utilizzando in prevalenza i riferimenti della tassonomia europea delle attività sostenibili oppure parametri definiti nell'ambito di iniziative di mercato¹. In generale si tratta di mutui erogati a condizioni di favore (ad es. a tassi inferiori rispetto agli altri mutui) per l'acquisto di abitazioni con prestazioni energetiche elevate (generalmente dalla classe A4 alla classe B) o per il miglioramento di almeno due classi dell'efficienza energetica dell'immobile concesso in garanzia.

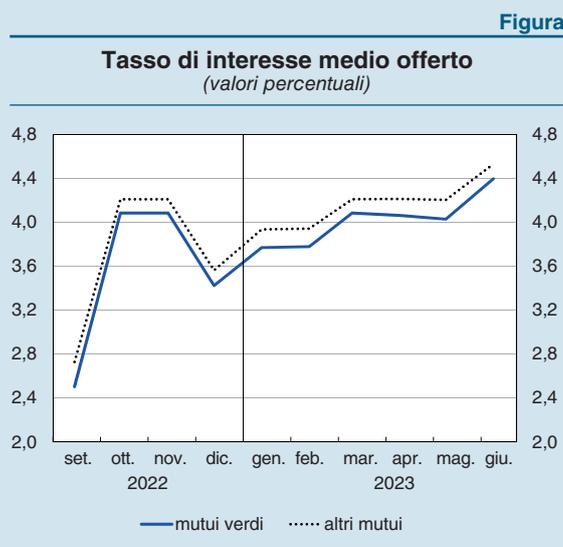
Alla sezione dedicata ai mutui verdi della *Regional Bank Lending Survey* sul 2022 hanno partecipato 244 banche individuali a cui fa capo l'81 per cento degli attivi

¹ EBA, *EBA Report in response to the call for advice from the European Commission on green loans and mortgages*, dicembre 2023. Nel report sono presentati i risultati di una rilevazione condotta su 87 banche europee che rappresentano circa il 52 per cento del totale delle attività del sistema bancario europeo.

¹⁸ Il regolamento, che prevede l'introduzione di regole armonizzate sulla sicurezza dei servizi informatici nel settore finanziario, verrà a breve integrato nella relativa regolamentazione secondaria in fase di completamento.

complessivi del sistema bancario italiano². Tra queste, 29 hanno indicato l'importo di quelli erogati nell'anno; 154 hanno risposto che offrono mutui verdi, ma senza specificare l'importo erogato; 42 hanno dichiarato di non mettere a disposizione questa tipologia di finanziamento; le restanti 19 non hanno fornito alcuna risposta. Le 29 banche che hanno trasmesso dati puntuali rappresentano circa il 54 per cento del totale degli attivi del campione RBLs e nel 2022 hanno erogato mutui verdi per circa 3,5 miliardi di euro, un ammontare pari al 12 per cento delle loro erogazioni di mutui e al 6 del complesso di quelli concessi nell'anno dagli intermediari destinatari dell'indagine³.

Un'analisi econometrica basata sui dati raccolti dal portale MutuiOnline relativi alle offerte di prestiti da parte delle banche convenzionate con questa piattaforma⁴ mostra che nel periodo compreso tra settembre 2022 e giugno 2023 i tassi di interesse dei mutui verdi sono stati mediamente più bassi rispetto a quelli degli altri mutui (*green mortgage discount*; figura) di 7 punti base (8 se si considera il TAEG), a parità di caratteristiche del contratto e del cliente⁵. Lo sconto sui mutui verdi riduce di circa il 10 per cento il differenziale tra il tasso medio sui nuovi mutui erogati e quello di riferimento⁶. In valore assoluto, il risparmio per i mutuatari è tuttavia ancora contenuto: per un mutuo verde a tasso fisso della durata di 20 anni con un rapporto tra valore del prestito e del bene dato in garanzia (*loan-to-value*) dell'80 per cento per l'acquisto di un'abitazione del valore di 200.000 euro, il *green mortgage discount* comporta un risparmio di poco meno di 6 euro su una rata mensile di circa 590. Analisi preliminari indicano un aumento del *green mortgage discount* nel periodo più recente.



Fonte: elaborazioni su dati MutuiOnline.

² Per un'analisi sul mercato dei mutui verdi in Italia, cfr. L. Abate, V. Lionetti e V. Michelangeli, *Is the Italian green mortgage market ready to take off?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Nella rilevazione dell'EBA i prestiti verdi rappresentano quasi il 5 per cento del totale di quelli erogati nel 2022 dalle banche partecipanti. Se si considerano solo i mutui alle famiglie per acquisto o ristrutturazione di immobili, quelli verdi costituiscono circa l'11 per cento.

⁴ Alle banche convenzionate con MutuiOnline faceva capo oltre il 90 per cento del mercato italiano dei mutui residenziali nel 2022.

⁵ L'analisi tiene conto del periodo di pubblicazione dell'offerta e delle caratteristiche della banca, della tipologia dei contratti e delle caratteristiche dei potenziali richiedenti.

⁶ Per il confronto è stato utilizzato il tasso *interest rate swap* (IRS) a 10 anni per i mutui a tasso fisso e il tasso di riferimento BCE per quelli a tasso variabile; il differenziale è pressoché analogo per le due tipologie di tasso. Un ulteriore termine di paragone è dato dal costo medio della raccolta complessiva in essere, pari all'1,3 per cento nel periodo.

Secondo i dati dello stesso portale relativi ai contratti effettivamente stipulati, nel periodo 2020-22 il mercato dei mutui verdi è cresciuto in misura significativa, riflettendo anche una forte spinta dal lato dell'offerta. In prospettiva, l'ulteriore espansione del mercato potrebbe beneficiare della definizione di un quadro normativo che, compatibilmente con i vincoli di finanza pubblica, incentivi il miglioramento dell'efficienza energetica degli edifici attraverso finanziamenti privati (cfr. il riquadro: *L'impatto della classe energetica sui prezzi delle case* del capitolo 5).

Nel 2023 la Banca d'Italia ha chiesto alle LSI e agli intermediari non bancari di predisporre piani di azione che consentano di integrare i fattori climatici e ambientali nei processi di governo e gestione dei rischi in un orizzonte triennale¹⁹. Dalla loro analisi emerge che, sebbene vi siano stati progressi rispetto all'anno precedente, per la maggior parte delle LSI il grado di allineamento alle aspettative di vigilanza sulla gestione dei rischi climatici e ambientali è complessivamente basso. Lo scorso dicembre la Banca ha pubblicato un aggiornamento sulle buone prassi osservate, nonché sulle prime evidenze emerse dall'analisi degli impatti contabili e della rendicontazione relativi ai fattori ambientali, sociali e di governo societario (*environmental, social and governance*, ESG) delle banche meno significative²⁰. Una buona parte di questi intermediari ha già avviato iniziative sia per valutare gli impatti contabili dei rischi climatici e tenere conto dei relativi effetti nella stima delle perdite attese, sia per rispondere adeguatamente alle sollecitazioni e agli obblighi derivanti dalla normativa in materia di rendicontazione ESG.

Gli altri intermediari creditizi, i confidi e gli istituti di pagamento

Nel 2023 è proseguita la crescita degli impieghi degli intermediari creditizi non bancari. Nei settori della cessione del quinto dello stipendio o della pensione e del credito al consumo i finanziamenti sono cresciuti rispettivamente del 13 e dell'11 per cento, mentre nei comparti del leasing e del factoring sono rimasti pressoché stabili²¹. La qualità del credito è migliorata: al lordo delle rettifiche di valore, l'incidenza dei finanziamenti deteriorati sul totale si è ridotta di 0,8 punti percentuali, al 3,6 per cento.

La redditività degli intermediari creditizi non bancari si è mantenuta stabile; il rapporto tra il risultato di esercizio e il totale attivo è stato infatti di circa l'1 per cento, in linea con il 2022. Anche il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio (*total capital ratio*) si è confermato pressoché costante, al 13,3 per cento.

¹⁹ I piani di azione sono stati richiesti agli intermediari a seguito della pubblicazione delle aspettative di vigilanza nell'aprile del 2022 (cfr. il paragrafo: *Le attività delle banche* del capitolo 12 nella *Relazione annuale* sul 2022).

²⁰ Banca d'Italia, *Impatti contabili dei rischi climatici e ricognizione delle disclosure ESG. Prime evidenze sulle banche italiane*, dicembre 2023.

²¹ Gli intermediari creditizi non bancari detengono quote di mercato significative in ciascuno di questi comparti: 38,8 per cento nella cessione del quinto dello stipendio o della pensione; 27,8 nel credito al consumo; 59 nel leasing e nel factoring.

L'ammontare delle garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'albo ex art. 106 del Testo unico bancario (TUB) è diminuito del 7 per cento, a 6,4 miliardi. L'incidenza delle garanzie relative a esposizioni deteriorate sul totale di quelle rilasciate corrispondeva al 19,5 per cento, come nel 2022. La redditività del settore è rimasta modesta, per l'alta incidenza dei costi fissi. Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio si è mantenuto elevato, al 39,3 per cento.

Il valore delle operazioni di cartolarizzazione di finanziamenti bancari gestite dagli intermediari finanziari iscritti nell'albo ex art. 106 TUB nel comparto delle attività di riscossione dei prestiti ceduti e di svolgimento dei servizi di cassa e di pagamento (*servicing*) è sceso del 6 per cento. La quota di mercato del complesso delle operazioni di cartolarizzazione relativa a questi intermediari è ancora stabile nel confronto con quella delle banche, al 46 per cento (tale quota è pari al 72 per cento se si escludono le operazioni di autocartolarizzazione).

Gli intermediari non bancari rivestono un ruolo importante anche nel settore dei pagamenti. Gli istituti di pagamento e di moneta elettronica attivi in Italia detengono quote rilevanti nel mercato del convenzionamento dei commercianti per l'accettazione delle carte (*acquiring*; 63 per cento), delle rimesse (97 per cento) e delle reti di prossimità (ossia piccoli esercenti che incassano prevalentemente bollettini per conto degli intermediari; 34 per cento). Il settore dell'emissione delle carte di credito o di debito, dei bonifici e degli addebiti diretti è invece riconducibile per tre quarti alle banche.

Gli investitori istituzionali

Lo scorso anno gli alti tassi di interesse di mercato hanno continuato a penalizzare la raccolta netta delle assicurazioni, divenuta negativa, riflettendo la minore appetibilità dei prodotti di risparmio assicurativo rispetto ad altre forme di investimento. Al contrario, è tornata a crescere la raccolta dei fondi comuni italiani, guidata dall'offerta di nuovi fondi obbligazionari, e quella dei fondi pensione, principalmente a causa di un aumento dei contributi versati da parte dei sottoscrittori e a fronte di una diminuzione delle prestazioni erogate (fig. 12.8 e tav. 12.1).



Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip.
(1) I flussi sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali. Per i fondi comuni sono inclusi solo quelli italiani. Per il 2023, dati provvisori.

Il patrimonio gestito è cresciuto per tutte le classi di investitori istituzionali italiani. Il rapporto tra le risorse amministrate dagli intermediari non bancari e il PIL – dopo la significativa flessione dal 95 al 79 per cento del 2022 associata all'avvio della stretta monetaria – è rimasto pressoché stabile all'80 per cento nel 2023, un valore nettamente più basso rispetto alla Francia e alla Germania (fig. 12.9.a). La differenza è ascrivibile al minore peso dell'industria italiana dei fondi comuni e dei fondi pensione.

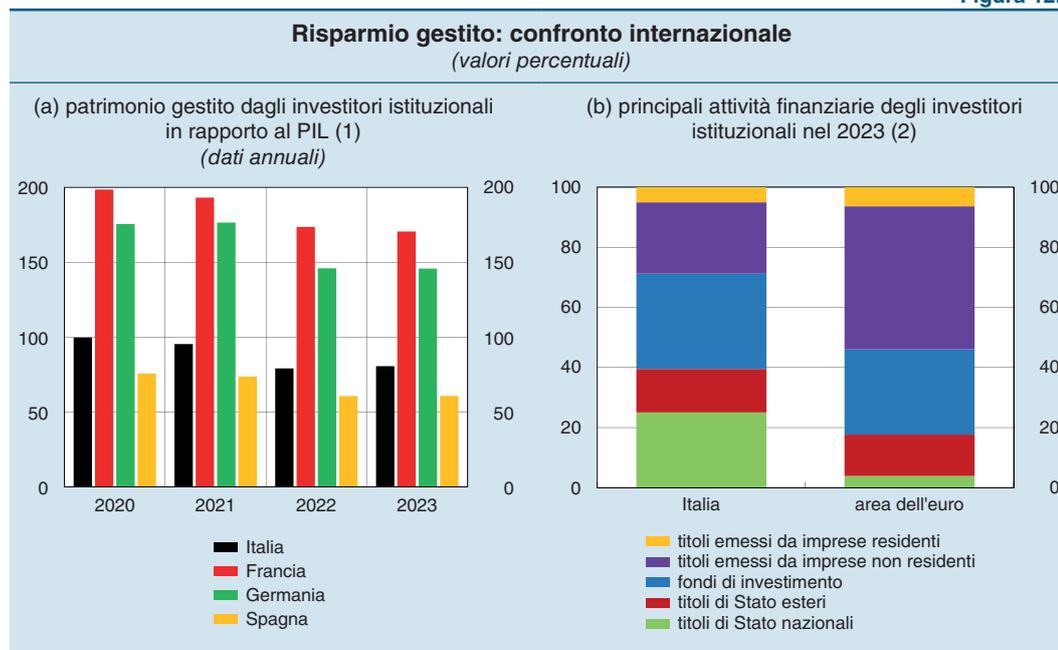
Tavola 12.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2022	2023 (1)	2022	2023 (1)	quote percentuali	
					2022	2023 (1)
Fondi comuni (2)	6.956	12.353	358.451	392.452	25,4	25,9
Assicurazioni (3)	30.242	-12.067	844.580	896.398	60,0	59,3
Fondi pensione (4)	4.042	4.670	205.584	224.419	14,6	14,8
<i>per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (5)	13.103	-22.803	877.132	936.204	–	–
<i>di cui:</i>						
di intermediari italiani	4.237	-7.490	204.964	213.275	–	–
Gestioni patrimoniali	-5.079	-33.731	901.878	972.417	–	–

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) Fondi aperti di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani.

L'allocazione di portafoglio degli intermediari ha subito variazioni contenute nel 2023: la quota di titoli di Stato nazionali in portafoglio è ulteriormente diminuita (dal 26 al 25 per cento), restando tuttavia ben più alta di quella degli altri paesi dell'area (fig. 12.9.b); sono aumentate marginalmente le quote di titoli di Stato esteri e di fondi di investimento, al 14,5 e al 32 per cento, rispettivamente.

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 2023 la raccolta netta dei fondi comuni aperti di diritto italiano è tornata positiva, a 5,7 miliardi, soprattutto per il contributo dei fondi obbligazionari, che hanno beneficiato di notevoli afflussi netti (21,1 miliardi; circa il 25 per cento del patrimonio netto del dicembre 2022). Hanno invece registrato significativi deflussi i fondi misti (15,7 miliardi). Il ribilanciamento riflette l'accresciuta convenienza dell'investimento in obbligazioni emesse durante un periodo di tassi di interesse elevati. Negli altri comparti la raccolta è stata modesta. Alla fine dell'anno il patrimonio complessivo del settore era salito a 259 miliardi, circa il 40 per cento di quello totale delle gestioni collettive, sia di diritto italiano sia di diritto estero, facenti capo a gruppi italiani.

Nel primo trimestre del 2024 la raccolta netta dei fondi comuni aperti di diritto italiano è stata positiva per circa 3 miliardi.

Lo scorso anno il numero di fondi aperti di diritto italiano che promuovono investimenti con caratteristiche ESG nel rispetto del regolamento europeo per la trasparenza degli investimenti sostenibili (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) ha continuato a crescere; il loro patrimonio si è portato da 95 a 121 miliardi. L'aumento è interamente riconducibile ai fondi *light green* (ex art. 8 SFDR), che tengono conto della sostenibilità ambientale e sociale nelle proprie strategie di investimento, pur non perseguendola come obiettivo principale; il patrimonio di questi fondi era di 112 miliardi alla fine del 2023. È rimasto pressoché costante a 8 miliardi il patrimonio dei fondi *dark green* (ex art. 9 SFDR), che hanno come obiettivo principale la sostenibilità ambientale e sociale²². La maggiore sensibilità verso i temi climatici e ambientali da parte degli investitori ha indotto i gestori non solo a incrementare l'offerta commerciale di prodotti con caratteristiche ESG, ma anche ad allineare gradualmente le loro prassi alle aspettative di vigilanza sui rischi climatici e aziendali pubblicate nel 2022 dalla Banca d'Italia. Le analisi dei piani di azione dei gestori mostrano infatti una crescente attenzione a queste tematiche, che si traduce in interventi attuati o pianificati dagli intermediari sui propri modelli di business, nonché sui processi organizzativi, di governo societario e di gestione del rischio.

Anche nel 2023 è proseguita l'espansione del settore dei fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi italiani, con un ampliamento del patrimonio a 171 miliardi, da 163 del 2022, e una raccolta netta di 6,7 miliardi. Circa il 70 per cento del patrimonio del comparto è riconducibile ai FIA immobiliari, il cui valore degli attivi è salito da 117 a 121 miliardi, beneficiando di una raccolta netta positiva (circa 4 miliardi), in linea con quella dell'anno precedente. Alla fine dell'anno il patrimonio dei FIA mobiliari italiani aveva raggiunto circa 50 miliardi, anche grazie a una raccolta netta di 2,4 miliardi. La crescita del settore è imputabile sia ai fondi che investono nel capitale di rischio delle aziende (private equity e venture capital) sia a quelli specializzati nel debito (private debt)²³. Sebbene in aumento, il patrimonio dei fondi mobiliari

²² La società di rating Morningstar assegna ai fondi un rating ESG (*Morningstar sustainability rating*, MSR), che riflette i rischi ambientali, sociali e di governo societario cui sono esposti gli emittenti dei titoli detenuti dai fondi. A ogni intermediario si assegna un rating crescente da 1 a 5 in termini di livello di sostenibilità degli investimenti. La mediana del comparto dei fondi di diritto italiano è pari a 3. Nel 2023 il rating ESG assegnato ai fondi *light green* si conferma nel 40 per cento dei casi al di sopra della mediana. Tutti i fondi *dark green* conseguono un rating superiore alla mediana, e pari al massimo nel 70 per cento dei casi. Tra i fondi che investono non tenendo conto dei criteri ESG (*brown*; ex art. 6 SFDR), la quota di prodotti con rating superiore alla mediana è del 25 per cento, in calo rispetto al 2022.

²³ Nonostante la crescita di entrambi i comparti, il ruolo degli operatori italiani resta modesto nel mercato nazionale. Secondo i dati forniti dall'Associazione italiana del private equity, venture capital e private debt (Aifi), il 71 per cento degli investimenti in imprese italiane effettuati dai fondi chiusi nel 2023 era infatti riconducibile a FIA esteri (circa 6 miliardi su 8,5).

italiani rimane contenuto rispetto alla media dell'area dell'euro (2 e 8 per cento del PIL, rispettivamente). Le dimensioni limitate sono da attribuirsi, tra l'altro, alla scarsa partecipazione degli investitori istituzionali italiani, in particolare assicurazioni e fondi pensione, che investono una minore quota del proprio portafoglio in fondi mobiliari domestici rispetto agli investitori istituzionali dei principali paesi dell'area.

A differenza dei fondi comuni di diritto italiano, la raccolta netta di quelli di diritto estero gestiti da intermediari italiani è stata negativa (-7,5 miliardi). Alla fine del 2023 il patrimonio netto dei fondi comuni riconducibili a intermediari italiani ammontava a 606 miliardi (563 nel 2022).

Nel 2023 gli utili netti delle società di gestione del risparmio (SGR) italiane sono scesi dell'8 per cento, in relazione al rialzo dei costi operativi, solo parzialmente bilanciato da un lieve aumento delle commissioni nette e del margine di intermediazione. Il rapporto fra il patrimonio di vigilanza e il requisito patrimoniale di questi intermediari si è ampliato (a 5,9, da 5,5 nel 2022).

Le assicurazioni. – Lo scorso anno la raccolta netta delle assicurazioni²⁴ è stata negativa (-12 miliardi), guidata dalla marcata contrazione dei premi netti del comparto vita (-22 miliardi), sia nel ramo I (polizze tradizionali) sia nel ramo III (polizze unit linked e index linked). La raccolta netta ha risentito dell'incremento dei riscatti, che come nel 2022 è stato particolarmente rilevante per le imprese che distribuiscono i prodotti attraverso banche e promotori finanziari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024). I premi lordi sono tornati a crescere nel ramo I (da 60 a 66 miliardi), mentre hanno continuato a diminuire nel ramo III (da 28 a 20), sul quale ha inciso la minore domanda per i prodotti di investimento assicurativo dovuta ai maggiori rendimenti offerti da altri strumenti di investimento.

Nonostante la raccolta netta negativa, la redditività delle compagnie vita è salita in misura significativa (il ROE è aumentato dal 5 al 14 per cento), in seguito alla più alta profittabilità degli investimenti e alla facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti delle minusvalenze sugli investimenti²⁵.

Nel comparto danni la raccolta netta è stata invece positiva (10 miliardi), sebbene in forte diminuzione rispetto al 2022 (-29 per cento). Il calo è da ascrivere all'incremento degli oneri per sinistri, in particolare quelli legati a eventi climatici. Come per il comparto vita, il ROE è tuttavia cresciuto (dal 5 all'8 per cento).

La patrimonializzazione del comparto assicurativo si è rafforzata, beneficiando degli utili positivi. L'indice di solvibilità si conferma su livelli elevati, prossimi alla media europea.

²⁴ La raccolta netta delle assicurazioni è calcolata come la differenza tra i premi incassati e gli oneri relativi ai sinistri corrisposti nell'anno di riferimento.

²⁵ La deroga, introdotta nel 2022 e prorogata anche per l'esercizio 2023, consente alle imprese che non adottano i principi contabili internazionali di valutare i titoli non durevoli in base al valore di iscrizione risultante dall'ultimo bilancio, fatta eccezione per le perdite di carattere durevole, destinando la mancata svalutazione a "riserva indisponibile". Hanno beneficiato della deroga oltre un terzo delle compagnie italiane, che rappresentano circa il 60 per cento degli attivi del settore.

13. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2023 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono state influenzate principalmente dall'orientamento della politica monetaria e dalle attese sull'andamento dei tassi ufficiali, in un contesto contraddistinto da incertezza sul quadro macroeconomico e da tensioni geopolitiche. Dall'autunno tali condizioni hanno risentito positivamente delle aspettative di un allentamento monetario determinato dalle minori pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro e nelle altre principali economie avanzate, malgrado l'intensificarsi dei rischi connessi con i conflitti in Ucraina e in Medio Oriente.

Nel complesso dell'anno il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani e il loro differenziale con quelli tedeschi sono diminuiti. Le condizioni di liquidità del mercato italiano sono migliorate. Le ingenti emissioni nette sono state assorbite in maniera ordinata, soprattutto grazie alla forte domanda da parte delle famiglie residenti, a sua volta sostenuta da emissioni rivolte alla clientela al dettaglio. È inoltre proseguito il collocamento di titoli destinati a finanziare progetti che mirano a sostenere la transizione ecologica.

Gli spread delle obbligazioni private si sono ridotti favorendo il ricorso al mercato da parte delle società non finanziarie e delle banche. Le quotazioni azionarie sono cresciute in modo marcato, sebbene in misura diversa tra comparti; hanno beneficiato del miglioramento della fiducia degli investitori nell'ultima parte dell'anno, legato principalmente alla realizzazione di utili societari superiori alle attese.

Nei primi mesi del 2024 la domanda di titoli di Stato italiani si è mantenuta elevata e il differenziale di rendimento con i corrispondenti titoli tedeschi è ulteriormente sceso, nonostante il ridimensionamento delle aspettative di riduzione dei tassi di interesse ufficiali rispetto alla fine del 2023 e l'acuirsi delle tensioni geopolitiche. Il rialzo dell'indice azionario italiano è proseguito, sostenuto dal settore finanziario, ed è stato maggiore di quello dell'area dell'euro.

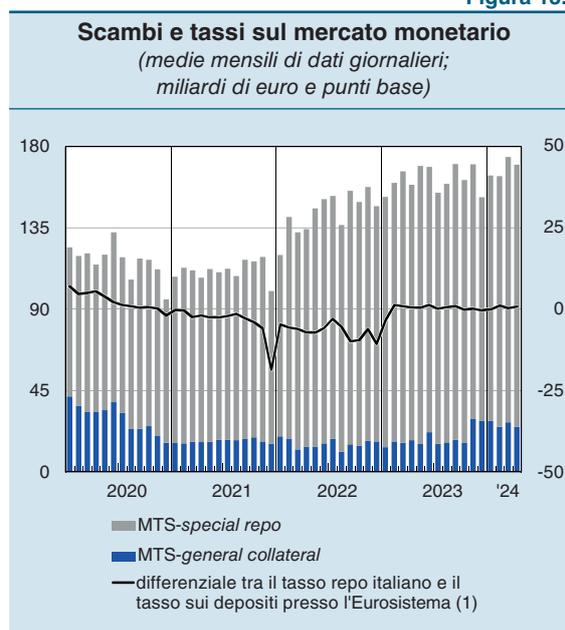
I mercati monetari e dei titoli pubblici

Il mercato monetario. – Nel 2023 gli scambi di contratti pronti contro termine in titoli di Stato italiani sul mercato MTS repo sono aumentati, raggiungendo su base media giornaliera il massimo storico di 162 miliardi di euro (143 nel 2022; fig. 13.1). L'incremento ha interessato sia il comparto *general collateral* sia quello *special repo*.

La crescita degli scambi è avvenuta in un contesto caratterizzato da alti tassi di interesse e da una maggiore disponibilità di titoli in circolazione, favorita dalla prosecuzione dei rimborsi della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più

lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e dal conseguente smobilizzo dei titoli forniti come collaterale alla Banca centrale europea dalle banche finanziate. All'aumento degli scambi ha inoltre contribuito l'introduzione, nel maggio del 2023, del limite massimo stabilito per la remunerazione dei depositi non di politica monetaria presso l'Eurosistema; tale limite, fissato al tasso €STR meno 20 punti base, ha reso più conveniente per il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) impiegare la propria liquidità sul mercato MTS repo anziché detenerla presso la Banca d'Italia. Nel segmento *special repo* gli scambi sono stati sostenuti anche dall'incremento dell'attività di prestito titoli da parte del MEF. Le negoziazioni sul mercato MTS repo sono ulteriormente cresciute nei primi quattro mesi del 2024.

Figura 13.1



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

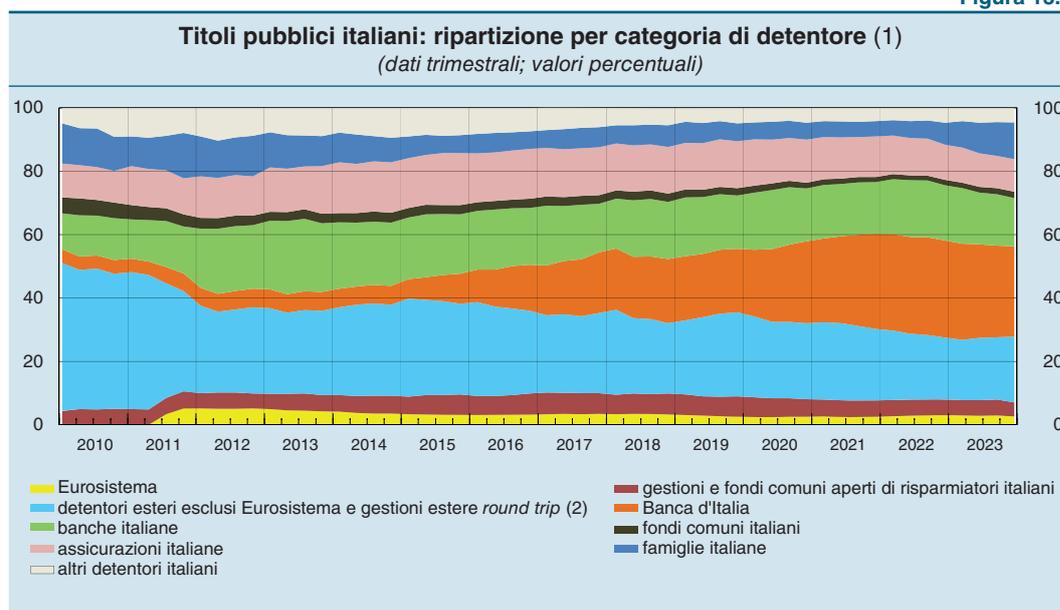
I tassi di interesse a un giorno sono rimasti in linea con il tasso sui depositi presso l'Eurosistema per effetto dell'ampia liquidità in eccesso, segnalando che l'incremento dei tassi di riferimento della politica monetaria ha continuato a trasmettersi al mercato monetario senza frizioni significative.

L'offerta e la domanda di titoli pubblici. – Nel 2023 le emissioni nette di titoli di Stato italiani sono fortemente aumentate rispetto all'anno precedente, da 27 a 100 miliardi, soprattutto a causa dell'ampliamento del fabbisogno (cfr. il capitolo 10). La vita media residua dei titoli di Stato in circolazione alla fine del 2023 è stata pari a 7 anni, in linea con il 2022; la durata media delle emissioni effettuate nell'anno è leggermente risalita, da 5,7 a 5,8 anni. Nel complesso dell'anno sono stati collocati titoli di Stato per 516 miliardi (circa 420 nel 2022).

Lo scorso anno è stato emesso un nuovo BTP Green per un importo di 10 miliardi (con durata di 8 anni) e sono state collocate ulteriori tranches del titolo emesso nel 2022 per un valore totale di 3,5 miliardi. È stato inoltre avviato il programma di emissione dei BTP Valore, titoli di Stato rivolti esclusivamente alla clientela al dettaglio, con cedole crescenti nell'arco della vita del titolo stesso e un premio per chi lo ha detenuto dall'emissione fino alla scadenza. In particolare, sono stati collocati due BTP Valore per un importo complessivo di circa 35 miliardi. Nei primi mesi del 2024 si sono svolte la terza e la quarta emissione, che hanno raccolto in totale circa 30 miliardi.

Nel 2023 la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è diminuita al 28,4 per cento (30,6 nel 2022; fig. 13.2), a seguito della progressiva riduzione dall'inizio di marzo del portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie

Figura 13.2



Fonte: Banca d'Italia e stime basate su dati Assogestioni e BCE. I dati si riferiscono al totale dei titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche italiane, che comprendono le Amministrazioni centrali, le Amministrazioni locali e gli Enti di previdenza.

(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'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

(*Asset Purchase Programme*, APP) nell'ambito del processo di normalizzazione delle consistenze di titoli detenuti dall'Eurosistema a fini di politica monetaria (cfr. il capitolo 3).

È considerevolmente aumentata rispetto all'anno precedente la quota di titoli pubblici nel portafoglio delle famiglie italiane (di oltre 4 punti percentuali, all'11,5 per cento), mentre si è ridotta quella delle banche (di oltre 2 punti, al 15,3) e delle assicurazioni (di quasi 1 punto, al 10,3). È salita in misura lieve, al 27,9 per cento, la quota detenuta da investitori esteri; secondo nostre stime, questa percentuale è cresciuta (dal 19,6 al 20,8 per cento) anche al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e di quelli presenti nel portafoglio delle gestioni patrimoniali e dei fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani.

Sulla base di dati preliminari, nel primo trimestre del 2024 la quota di titoli detenuta dalla Banca d'Italia sarebbe ulteriormente diminuita (al 27,6 per cento), mentre quella degli investitori esteri sarebbe aumentata (al 29,3 per cento).

Gli scambi dei titoli pubblici sul mercato secondario. – Nel 2023 gli scambi di titoli di Stato italiani sul mercato a pronti MTS cash sono fortemente cresciuti toccando nuovi massimi storici, con un valore medio giornaliero di 16,2 miliardi (11,9 nel 2022; fig. 13.3). L'incremento è stato particolarmente sostenuto nella parte finale dell'anno, dopo il diffondersi di attese di riduzione dei tassi di interesse di politica monetaria nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Le condizioni di liquidità sono nel complesso migliorate rispetto al 2022. Le quantità di BTP proposte in acquisto o in vendita dai *market makers* sono

sensibilmente cresciute e il differenziale di prezzo denaro-lettera è sceso in media a 14 punti base, da 25 del 2022. All'abbondante liquidità del mercato ha contribuito anche una maggiore disponibilità di titoli, in seguito alla sostenuta attività di emissione da parte del MEF e alla contrazione degli acquisti di titoli da parte della BCE. Nei primi mesi del 2024 gli scambi e le quantità quotate su MTS cash sono ulteriormente saliti.

Anche nel 2023 le condizioni di liquidità dei tre BTP Green in circolazione sono risultate lievemente migliori di quelle dei BTP convenzionali con durata residua simile e il loro rendimento medio è stato di poco inferiore (di circa 5 punti base). La media giornaliera degli scambi totali dei tre titoli Green è stata di circa 160 milioni (cfr. il riquadro: *Il confronto tra i rendimenti delle obbligazioni verdi e di quelle tradizionali* del capitolo 2), leggermente al di sotto di quella dei BTP convenzionali di pari scadenza.

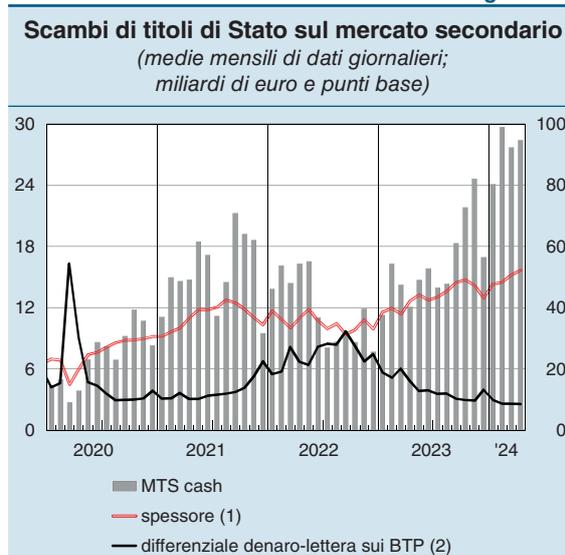
I rendimenti dei titoli pubblici. – Lo scorso anno il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani si è ridotto di circa 100 punti base (al 3,7 per cento; fig. 13.4.a). I cali sono stati di entità simile per le scadenze a breve e a medio termine (100 e 97 punti base per i titoli a 3 e a 5 anni, rispettivamente). I rendimenti di questi titoli si sono portati al 2,8 per cento per le scadenze a breve e al 3,1 per quelle a medio termine.

L'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato italiani, così come quello degli altri paesi dell'area dell'euro, ha in larga parte riflesso le attese degli operatori sull'orientamento della politica monetaria in un quadro caratterizzato da elevata incertezza economica e da tensioni geopolitiche. I rendimenti e i premi per il rischio sovrano si sono ridotti notevolmente dalla fine di ottobre, con il diffondersi tra gli investitori di attese di una rapida diminuzione dei tassi di interesse ufficiali da parte delle principali banche centrali.

Nel corso del 2023 il differenziale di rendimento sulla scadenza decennale tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi è sceso di circa 45 punti base (a 168 punti; fig. 13.4.b), beneficiando di un andamento della congiuntura migliore rispetto alla Germania, nonché della conferma del merito di credito sovrano dell'Italia da parte delle principali agenzie di rating.

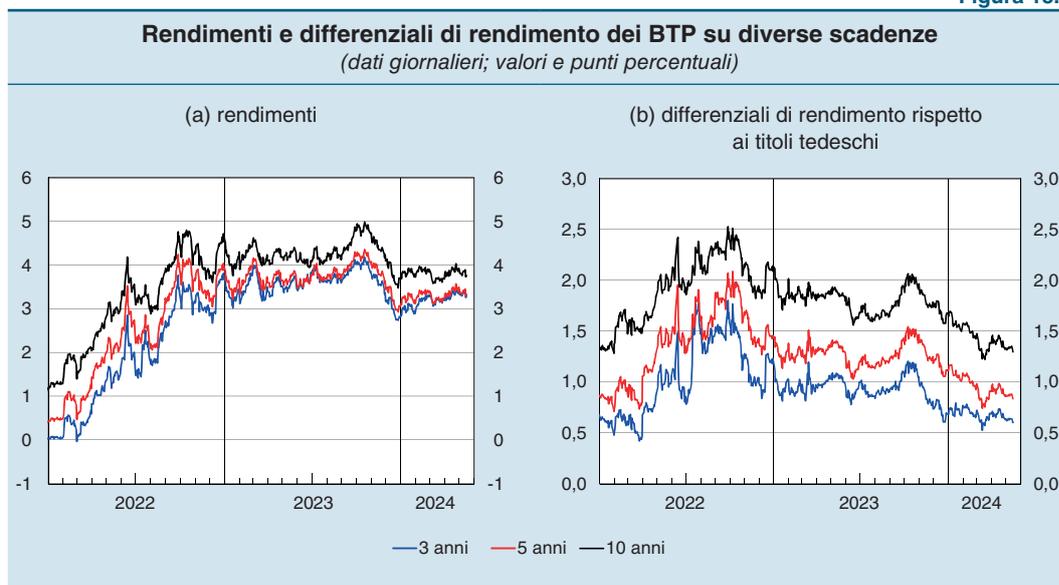
Alla metà di maggio di quest'anno il rendimento del titolo di Stato italiano decennale era circa del 3,80 per cento. Anche a seguito dell'elevata domanda di titoli da parte degli investitori, nella prima parte del 2024 si è ulteriormente ridotto il

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.

Figura 13.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

differenziale di rendimento rispetto al titolo tedesco corrispondente, nonostante l'aumento dei tassi di interesse privi di rischio a livello globale e il clima di incertezza del quadro macroeconomico e geopolitico; alla metà di maggio lo spread si collocava intorno ai 130 punti base.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel 2023 le società non finanziarie italiane sono tornate a effettuare emissioni nette positive di obbligazioni con durata superiore all'anno (tav. 13.1). I collocamenti lordi sono fortemente aumentati (da 16 a 30 miliardi), più

Tavola 13.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) (valori nominali; milioni di euro e valori percentuali)							
EMITTENTI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2023
Banche	-5.994	-16.945	8.853	411.440	387.568	395.568	19,0
Altre società finanziarie (3)	8.909	17.643	-3.189	257.075	267.890	260.448	12,5
Società non finanziarie	19.111	-512	11.613	164.840	166.848	183.956	8,8
Totale	22.026	186	17.277	833.355	824.306	839.972	40,3

(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.

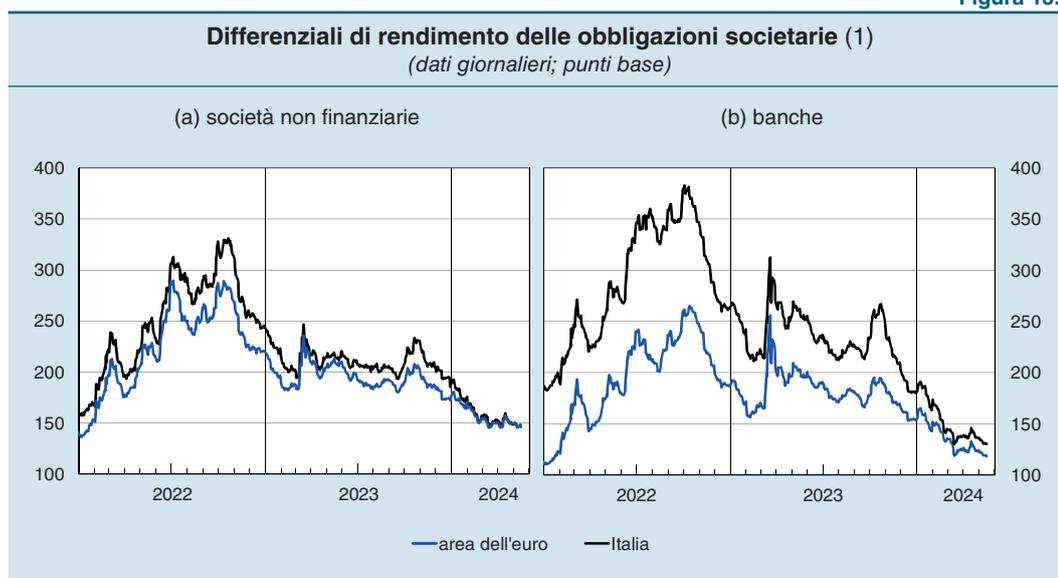
che compensando la crescita dei titoli in scadenza (da 16 a 19). Le attese di un calo dei tassi di interesse hanno spinto le imprese a collocare obbligazioni che prevedono la possibilità di rimborso anticipato da parte dell'emittente per un ammontare quasi doppio rispetto all'anno precedente. In rapporto al PIL, la consistenza di obbligazioni emesse dalle società non finanziarie si è mantenuta stabile all'8,8 per cento, un livello inferiore a quello medio dell'area dell'euro (12,1 per cento).

Dopo dieci anni anche le banche italiane sono tornate a effettuare collocamenti netti positivi (tav. 13.1). Vi hanno contribuito sia l'incremento delle emissioni lorde (da 56 a 71 miliardi), sia la diminuzione dei rimborsi (da 73 a 62); l'aumento della raccolta netta è in parte riconducibile all'esigenza di sostituire una quota dei fondi precedentemente acquisiti attraverso le TLTRO3. Alla fine del 2023 l'ammontare di obbligazioni bancarie in circolazione era pari al 19,0 per cento del PIL, ben al di sotto di quello medio dell'area (35,3).

Rispetto a un anno prima, nei primi tre mesi del 2024, i collocamenti netti delle imprese sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre sono cresciuti quelli delle banche.

I differenziali di rendimento. – Nel 2023 il differenziale tra il rendimento dei titoli emessi dalle società non finanziarie italiane e quello dei titoli ritenuti più sicuri è diminuito significativamente, di circa 50 punti base (fig. 13.5.a). La riduzione è avvenuta soprattutto nell'ultimo trimestre, con il diffondersi di aspettative di un rapido allentamento delle condizioni monetarie; tali aspettative hanno favorito una maggiore propensione al rischio da parte degli investitori e un ridimensionamento dei timori che le principali economie avanzate potessero entrare in recessione. Lo spread delle società non finanziarie dell'area dell'euro ha mostrato una dinamica simile.

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.

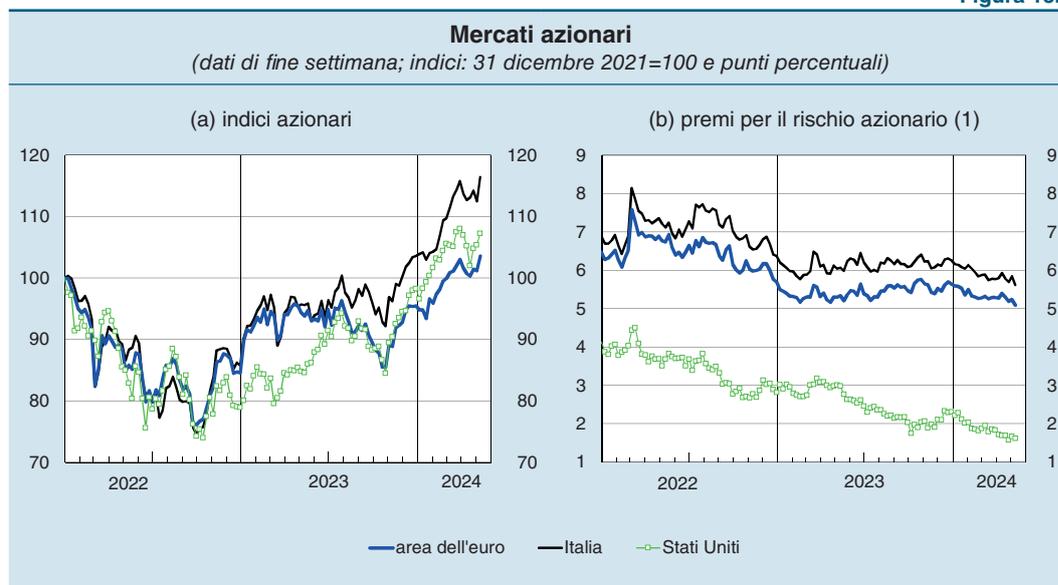
Anche il differenziale di rendimento delle obbligazioni bancarie italiane è diminuito sensibilmente nel corso del 2023. Le tensioni nel settore bancario internazionale che si sono verificate in marzo hanno determinato un repentino rialzo dello spread, riassorbito in modo rapido nei mesi seguenti. Il premio per il rischio, aumentato nuovamente in estate, si è ridotto a partire dal mese di ottobre con il progressivo venire meno dei timori che i tassi di interesse ufficiali rimanessero elevati per un periodo prolungato. La discesa dei premi è stata più pronunciata per le banche italiane rispetto a quelle dell'area (fig. 13.5.b).

Nei primi mesi del 2024 i differenziali di rendimento delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane e dell'area dell'euro hanno continuato a ridursi. Lo spread medio delle obbligazioni bancarie italiane è fortemente diminuito, raggiungendo livelli di poco superiori a quello corrispondente dell'area. Anche i premi sui credit default swap (CDS) delle principali banche italiane sono scesi in misura marcata.

Il mercato azionario

Le quotazioni azionarie. – L'indice del mercato azionario italiano è cresciuto di circa il 20 per cento nel 2023, più di quello dell'area dell'euro e in linea con quello statunitense (fig. 13.6.a). La diversa composizione settoriale dell'indice italiano, in cui hanno un peso rilevante i titoli del comparto finanziario, ha contribuito al suo migliore andamento rispetto a quello dell'area. Come in altri paesi, i corsi azionari delle società italiane hanno risentito in marzo delle tensioni che hanno interessato il settore bancario a livello internazionale e, tra l'estate e l'inizio dell'autunno, dei timori di tassi di interesse ufficiali elevati per un periodo prolungato. Nell'ultima parte dell'anno le quotazioni

Figura 13.6



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(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 e l'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* 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.

sono aumentate in maniera decisa, sospinte dalle aspettative di un orientamento meno restrittivo della politica monetaria e dalla realizzazione di utili superiori alle attese; l'andamento è stato particolarmente positivo per i titoli delle società più legate alla dinamica del ciclo economico e di quelle del settore tecnologico.

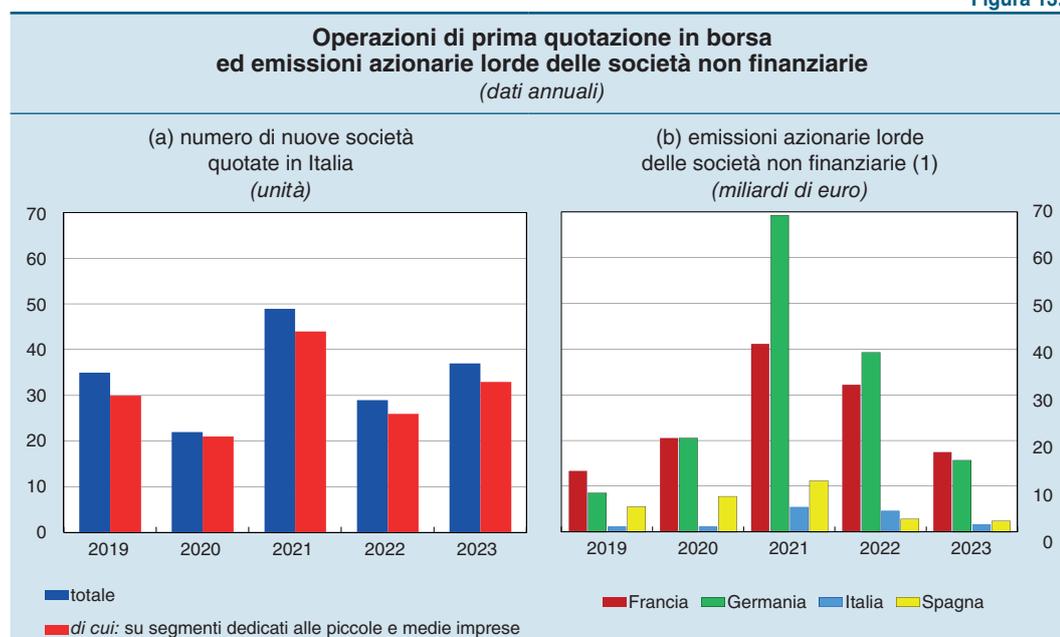
Nonostante un aumento in marzo, nel corso del 2023 i premi richiesti dagli investitori per detenere azioni italiane e dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili. Il premio per il rischio azionario statunitense, che continua a collocarsi su livelli assai contenuti, si è invece ridotto (fig. 13.6.b).

Rispetto alla fine dello scorso anno, nella prima metà di maggio l'indice del mercato italiano è aumentato del 14 per cento, circa 5 punti in più rispetto all'area dell'euro; i titoli del comparto finanziario sono cresciuti del 36 per cento. Come nell'ultima parte del 2023, i titoli delle imprese la cui redditività risente maggiormente della fase ciclica hanno continuato a salire.

L'offerta di azioni. – Nel 2023 l'attività di prima quotazione sul mercato azionario italiano è aumentata rispetto all'anno precedente, con 37 ingressi nel listino per un controvalore totale di 1,6 miliardi di euro (29 ingressi e 1,5 miliardi nel 2022). La gran parte delle nuove quotazioni (33 ingressi, per un controvalore di 206 milioni) ha riguardato il comparto Euronext Growth Milan (EGM), il mercato italiano dedicato alle piccole e medie imprese (fig. 13.7.a).

I nuovi ingressi nel listino EGM hanno riguardato principalmente imprese dei settori della manifattura e delle costruzioni. Inoltre 5 imprese sono passate da EGM al listino principale Euronext Milan (EXM), mentre sono state revocate le quotazioni di 16 società (di cui 3 a seguito di presentazione di 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 valutati a prezzi di mercato.

Nel complesso, il comparto EGM alla fine del 2023 includeva 200 imprese, con una capitalizzazione media di mercato di circa 40 milioni, in calo rispetto ai 57 registrati alla fine del 2022. È lievemente cresciuto il grado di liquidità del segmento, misurato dal rapporto medio tra volume scambiato e numero di azioni in circolazione delle singole società (*turnover velocity*).

La capitalizzazione azionaria media delle 220 società quotate nel listino principale EXM è aumentata in misura consistente (a 3,5 miliardi alla fine del 2023 rispetto ai 3 di un anno prima), beneficiando in particolare della forte crescita delle quotazioni azionarie nel corso dell'anno. Nel 2023 gli ingressi nel listino principale hanno riguardato 4 società di nuova quotazione, oltre alle 5 imprese provenienti dal segmento EGM, mentre sono state revocate le quotazioni di 7 imprese (di cui 4 a seguito di offerte pubbliche di acquisto).

Nei primi tre mesi del 2024 si sono avute 5 nuove quotazioni, esclusivamente nel mercato EGM, un andamento in linea con quello osservato nello stesso trimestre dell'anno precedente. Nello stesso periodo sono uscite dai listini 5 società, di cui 2 dal listino principale EXM.

Secondo dati di fonte BCE, che comprendono sia l'attività di prima quotazione sia gli aumenti di capitale di società già quotate, lo scorso anno la raccolta di fondi mediante emissioni di nuove azioni da parte di tutte le società italiane è scesa a 2,2 miliardi (da 10,8 nel 2022), a fronte di emissioni delle società non finanziarie pari a 1,7 miliardi (da 4,7). Nel 2023 si è avuto un calo significativo delle emissioni azionarie anche da parte delle società non finanziarie francesi e tedesche, che hanno continuato comunque a collocarsi su livelli notevolmente superiori a quelle italiane (fig. 13.7.b).

Nel primo trimestre del 2024 il valore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte delle società italiane si è mantenuto stabile rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le operazioni effettuate dalle società non finanziarie hanno rappresentato la parte preponderante del valore delle emissioni; il valore delle operazioni eseguite dalle banche è rimasto invece molto contenuto rispetto al totale.

Le infrastrutture di mercato

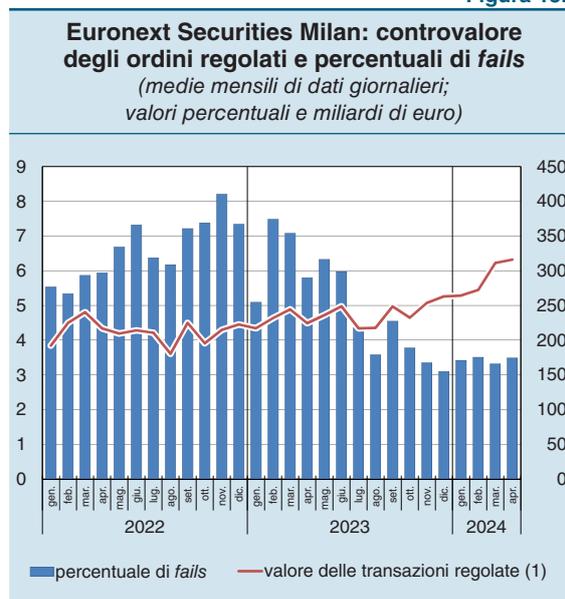
Nel 2023 il numero medio di operazioni giornaliere su TARGET2-Securities (T2S) è stato di oltre 729.000, per un controvalore medio giornaliero di circa 815 miliardi (in crescita dell'1,7 e del 9,4 per cento nel confronto con il 2022, rispettivamente). Nei primi quattro mesi del 2024 il numero di operazioni giornaliere è rimasto su livelli analoghi a quelli della fine dell'anno precedente.

Euronext Securities Milan, il depositario centrale italiano, si è confermato 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 T2S per il regolamento. La percentuale di operazioni non regolate entro la data stabilita (*fails*) è scesa in media d'anno al 5 per cento dei controvalori immessi, con un calo di circa 2 punti percentuali rispetto al 2022. Nel primo quadrimestre del 2024 la quota di mancati regolamenti si è collocata su livelli inferiori al 4 per cento (fig. 13.8).

Nel 2023 l'ammontare medio dei margini raccolti dalla controparte centrale Euronext Clearing (ENXC) è salito del 10 per cento rispetto all'anno precedente (fig. 13.9); nello stesso periodo il controvalore medio garantito è aumentato di circa il 4. L'incremento dei margini ha riguardato entrambi i settori dove opera ENXC (del 9 per cento nel comparto obbligazionario e del 15 in quello azionario). Nei primi quattro mesi del 2024 la media mensile dei margini totali è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al periodo precedente.

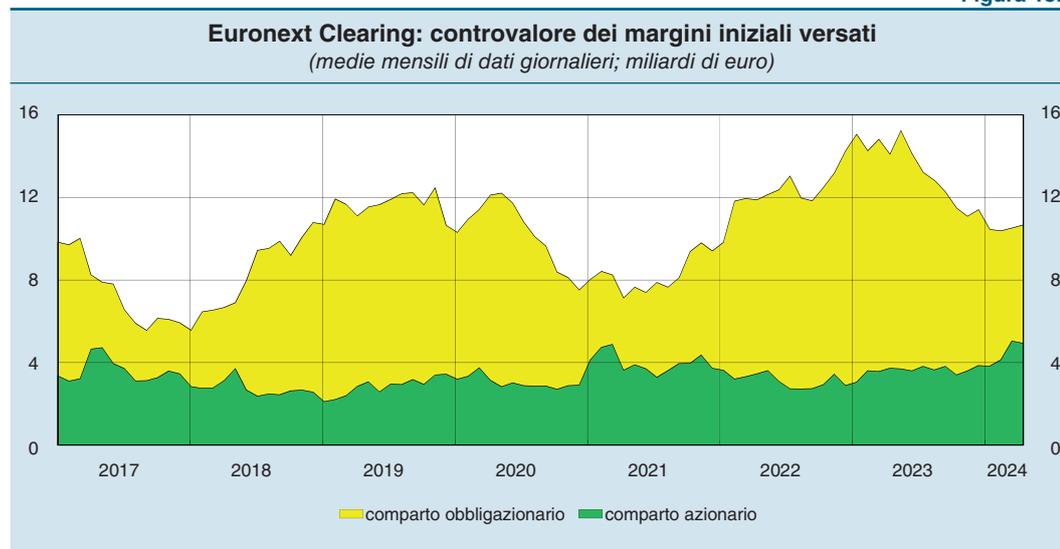
Dal 16 ottobre 2023 ENXC, al fine di migliorare la gestione del rischio di portafoglio e avendo ottenuto la validazione prevista dalla normativa europea, ha adottato un nuovo modello per il comparto azionario volto alla determinazione dei margini; questo modello, basato sulla metodologia *Value at Risk* (VaR), si aggiunge a quello introdotto lo scorso anno per il comparto obbligazionario. Nel corso dell'anno si è inoltre conclusa la prima fase del progetto di *clearing internalization* del gruppo Euronext, che ha portato ENXC a divenire la controparte centrale di riferimento anche per altri mercati azionari dell'area dell'euro, come quelli gestiti dallo stesso gruppo ad Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Lisbona e Parigi.

Figura 13.8



Fonte: elaborazioni su dati Euronext Securities Milan.
(1) Scala di destra.

Figura 13.9



Fonte: elaborazioni su dati ENXC.

14. L'INFLAZIONE DOPO LA PANDEMIA: EVOLUZIONE, CAUSE E CONSEGUENZE

La ripresa dell'attività dopo la pandemia e la successiva sequenza di shock sui mercati globali hanno alimentato un generalizzato e forte aumento dei prezzi dei beni e dei servizi nelle principali economie mondiali. Nell'area dell'euro, all'uscita dalla crisi sanitaria, il rapido recupero della domanda si è aggiunto alle strozzature nell'offerta, alimentando le pressioni sulle quotazioni dell'energia, delle materie prime e dei semiconduttori. A queste tendenze si sono associati l'eccezionale rincaro del gas, già in atto nel 2021 e accentuatosi drammaticamente in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, nonché la notevole accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari. Nell'ottobre del 2022 l'inflazione al consumo nell'area aveva raggiunto il massimo dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (10,6 per cento). Per impedire il disancoraggio delle aspettative di inflazione e mitigare i rischi di una spirale tra salari e prezzi, la politica monetaria ha risposto in modo deciso.

Dalla fine del 2022, con il ribasso dei prezzi dei beni energetici e il venire meno delle difficoltà di approvvigionamento, i costi degli input produttivi hanno iniziato a rallentare; ciò ha più che compensato l'effetto degli aumenti dei salari, che hanno riflesso con ritardo e solo in parte quelli dei prezzi. L'inflazione è scesa rapidamente nel corso del 2023; la riduzione è stata maggiore per i beni, a fronte di una più moderata decelerazione dei prezzi dei servizi, caratterizzati da voci con dinamiche fortemente eterogenee.

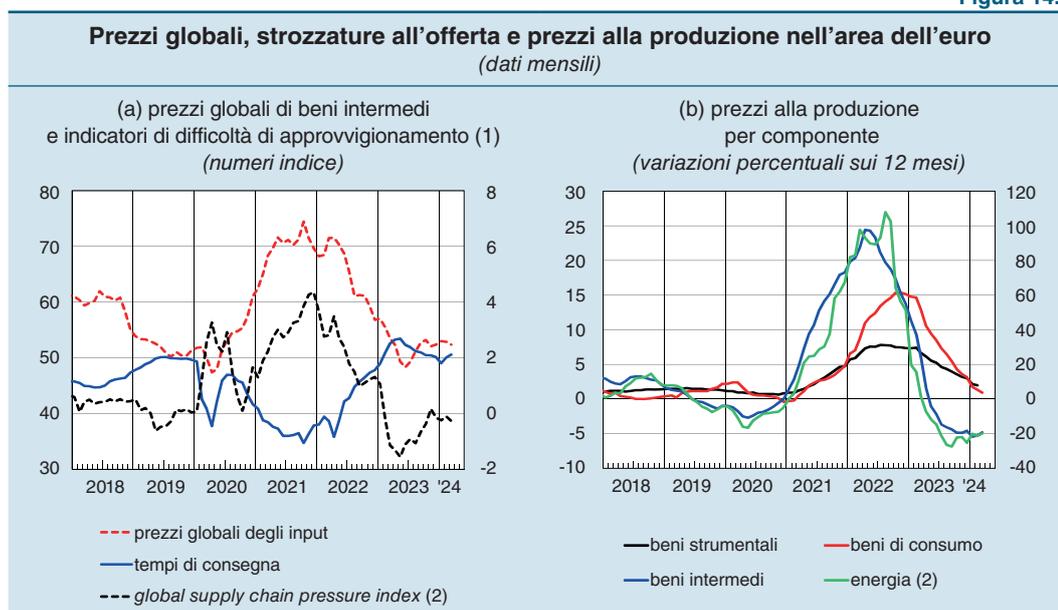
In Italia l'inflazione ha avuto un andamento simile a quello dell'area dell'euro; tuttavia, anche a causa di una più marcata dipendenza della nostra economia dal gas, ha raggiunto nel 2022 un picco più alto (12,6 per cento), per poi diminuire con maggiore velocità. La crescita salariale si è mantenuta particolarmente moderata; ciò ha favorito un incremento dell'occupazione superiore a quello osservato per gli altri input produttivi e per il PIL, con un conseguente calo della produttività media del lavoro.

L'elevata inflazione ha eroso significativamente il potere d'acquisto delle famiglie italiane, in modo particolare di quelle meno abbienti; gli effetti sulla disuguaglianza sono stati mitigati dal buon andamento dell'occupazione, oltre che dalle misure di sostegno introdotte dal Governo. L'inflazione ha ridotto il valore reale dei depositi e degli altri strumenti finanziari che a scadenza rimborsano un ammontare fisso, penalizzando le famiglie che detengono una quota maggiore della propria ricchezza in tali attività e favorendo quelle più indebitate.

Le determinanti dell'inflazione

Dopo quasi un decennio di bassa inflazione (allo 0,9 per cento in media d'anno tra il 2013 e il 2020), dall'estate del 2021 i prezzi al consumo nell'area dell'euro hanno

Figura 14.1



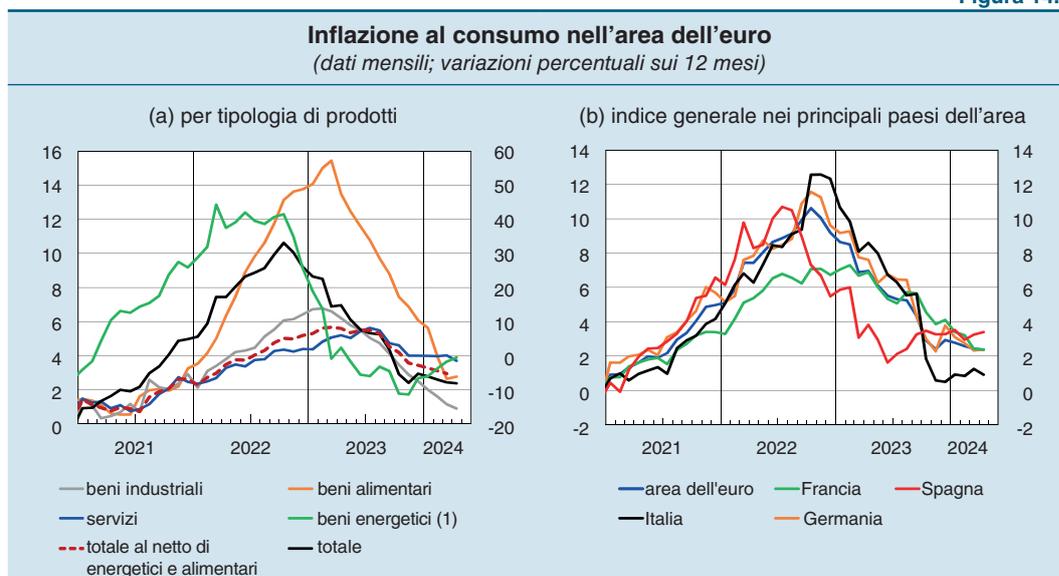
accelerato, salendo del 2,6 per cento nel 2021 e dell'8,4 nel 2022; la dinamica si è poi gradualmente indebolita, al 5,4 nel 2023 e al 2,6 nel primo trimestre del 2024.

Sull'aumento dell'inflazione hanno dapprima inciso i netti rialzi dei prezzi delle materie prime (tra cui principalmente quelle energetiche), dei semiconduttori e di altri manufatti intermedi. Questi rincari sono scaturiti dalla rapida ripresa della domanda dopo la pandemia, a fronte di un'offerta ancora condizionata dalle strozzature negli approvvigionamenti dovute alle restrizioni introdotte per fronteggiare le fasi più acute della crisi sanitaria (fig. 14.1.a). A ciò si sono aggiunti successivamente i maggiori costi di trasporto delle merci e l'ulteriore eccezionale salita dei prezzi del gas, all'indomani dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia¹.

I rincari degli input produttivi di base si sono trasmessi con intensità e tempi diversi lungo la catena dei prezzi, dalla produzione al consumo. Già a partire dal 2021 i prezzi di alcuni beni industriali avevano segnato significativi aumenti, poi acuiti dai rialzi del costo dell'energia nel corso del 2022 (fig. 14.1.b). La dinamica dei costi energetici e le forti restrizioni all'offerta di alcune materie prime, a seguito del conflitto in Ucraina, hanno determinato una forte crescita dei prezzi al consumo dei prodotti alimentari. Seppure più gradualmente, hanno mostrato una tendenza al rialzo i prezzi di molti servizi, in particolare quelli relativi ai viaggi e al tempo libero, a cui ha contribuito il recupero della domanda dopo l'eliminazione delle restrizioni rese necessarie dalla pandemia (fig. 14.2.a). L'inflazione al consumo ha raggiunto un picco nell'area dell'euro nell'ottobre del 2022, al 10,6 per cento, il valore più elevato dall'avvio della UEM.

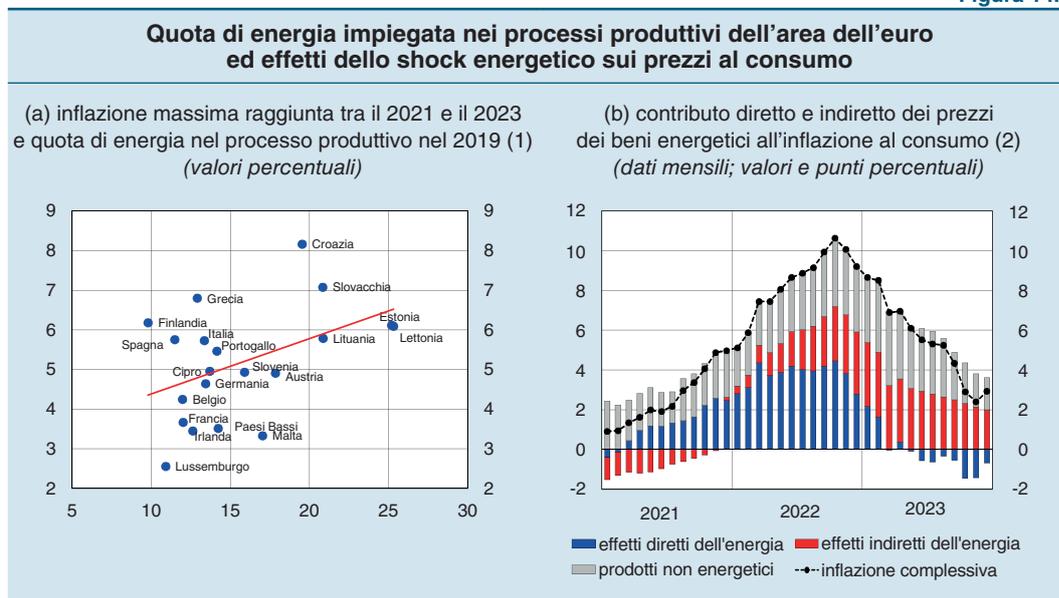
¹ S. Neri, *There has been an awakening. The rise (and fall) of inflation in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 834, 2024.

Figura 14.2



La trasmissione dei rincari delle materie prime energetiche all'inflazione al consumo è stata eterogenea tra paesi (fig. 14.2.b), riflettendo tra l'altro il peso delle diverse fonti primarie nella produzione dell'elettricità e la quota di beni energetici utilizzata nei processi produttivi (fig. 14.3.a), nonché l'entità degli interventi dei governi per mitigare gli effetti dei rincari (cfr. *Relazione annuale* sul 2022). Per l'area nel suo insieme si

Figura 14.3



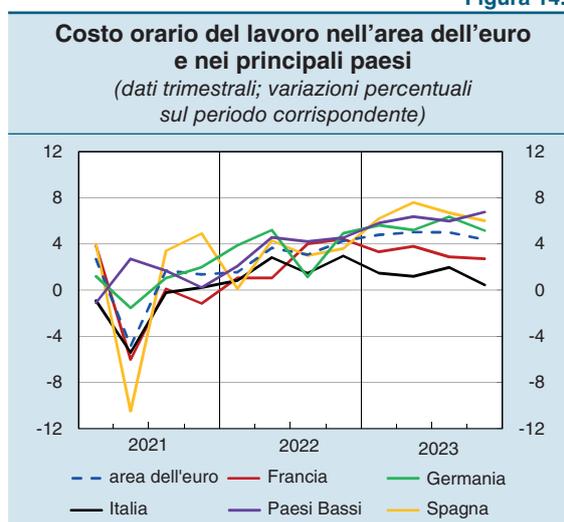
(1) Sull'asse orizzontale è riportato, per ogni paese, il valore massimo raggiunto dall'inflazione al consumo tra il 2021 e il 2023; su quello verticale è indicato il contributo totale dell'energia (ossia l'energia elettrica, il gas, il vapore e l'aria condizionata forniti dalle imprese classificate nel settore Ateco D e utilizzati come input intermedi) al costo totale nel settore privato (calcolato come somma dei redditi da lavoro e del valore degli input intermedi), desunto dalle tavole input-output. Si considera sia il contributo diretto sia quello indiretto risalendo la catena del valore. La linea di tendenza in rosso rappresenta la relazione lineare tra le due variabili. – (2) La quantificazione degli effetti indiretti dello shock energetico è basata su un modello econometrico che utilizza dati mensili relativi al periodo 2002-23. 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. Per ulteriori dettagli, cfr. la nota 2 del testo.

valuta che nella media del 2022 i rialzi dei prezzi dell'energia spieghino circa due terzi dell'inflazione complessiva; agli effetti diretti sul prezzo dei beni energetici si sono infatti aggiunti quelli indiretti sulle altre voci del paniere, riconducibili al progressivo aumento dei listini lungo le catene di produzione e distribuzione (fig. 14.3.b)².

I prezzi globali del gas e del petrolio hanno cominciato a diminuire dalla seconda metà del 2022 quando, per compensare le mancate forniture dalla Russia, è aumentata l'offerta di gas naturale liquefatto (GNL) e di greggio da parte di altri paesi produttori, in particolare gli Stati Uniti. Tuttavia, con il progressivo trasferimento ai prezzi di vendita dei passati rincari a valle del processo produttivo, l'inflazione di fondo (quella al netto dei beni più volatili, ossia gli energetici e gli alimentari), ha continuato a salire fino a marzo del 2023, quando è arrivata al 5,7 per cento.

Nel 2022 le retribuzioni hanno cominciato ad accelerare gradualmente (fig. 14.4); gli aumenti sono stati più rapidi e marcati nei paesi in cui i contratti collettivi vengono rinnovati con maggiore frequenza o i meccanismi di indicizzazione automatica all'inflazione giocano un ruolo significativo³. L'eterogeneità della dinamica del costo del lavoro ha riflesso inoltre alcuni provvedimenti governativi volti a detassare i pagamenti a tantum⁴. Analisi recenti mostrano che, come nel periodo precedente la pandemia, anche durante la fase inflativa iniziata nel 2021 il contributo delle retribuzioni all'andamento dei prezzi è rimasto contenuto sia nell'area sia in Italia⁵. Spirali inflazionistiche

Figura 14.4



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

² S. Neri, F. Buseti, C. Confiti, 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, 792, 2023.

³ Meno di un quinto delle retribuzioni complessive dell'area dell'euro è soggetto a meccanismi di indicizzazione (cfr. *Relazione annuale* sul 2022). In Belgio tutti i contratti collettivi contengono clausole di indicizzazione automatica; dispositivi simili sono utilizzati anche nel caso di Cipro, Lussemburgo, Malta e Slovacchia. In Francia il salario minimo è adeguato ogni anno all'inflazione; revisioni più frequenti sono possibili in caso di una marcata accelerazione dei prezzi. Clausole di indicizzazione parziale sono diffuse anche in Spagna, ma il loro impatto complessivo è limitato.

⁴ In Germania il governo ha introdotto nel 2022 la defiscalizzazione dei bonus erogati ai dipendenti, fino a un massimo di 3.000 euro; una misura simile è stata adottata anche in Francia. In Italia la soglia di esenzione fiscale per i benefici aziendali era stata incrementata da 259 euro nel 2021 a 3.000 nel biennio successivo, per poi tornare sui valori precedenti nel 2024; è rimasta a 3.000 euro per i soli nuclei con figli a carico.

⁵ Per l'inflazione nell'area dell'euro, cfr. Ò. Arce, M. Ciccarelli, A. Kornprobst e C. Montes-Galdón, *What caused the euro area post-pandemic inflation? An application of Bernanke and Blanchard (2023)*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 343, 2024; cfr. inoltre D. Depalo e S. Lo Bello, *Accounting for the recent inflation burst in the euro area: a re-appraisal of the Bernanke and Blanchard model*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; per l'inflazione in Italia, cfr. M. Pisani e A. Tagliabracci, *What caused the post-pandemic inflation in Italy? An application of Bernanke and Blanchard (2023)*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

sarebbero potute tuttavia emergere in presenza di un disancoraggio delle aspettative di inflazione. La rapida e decisa stretta monetaria attuata dalla BCE (cfr. il capitolo 3) ha contrastato con successo questi rischi: nonostante la veloce crescita dei prezzi, le attese di inflazione a lungo termine – misurate dagli indicatori desunti dai mercati finanziari e dalle indagini presso gli operatori professionali – non si sono discostate dall’obiettivo simmetrico del 2 per cento, annunciato nel luglio 2021 a seguito della revisione della strategia di politica monetaria della BCE⁶.

La disinflazione

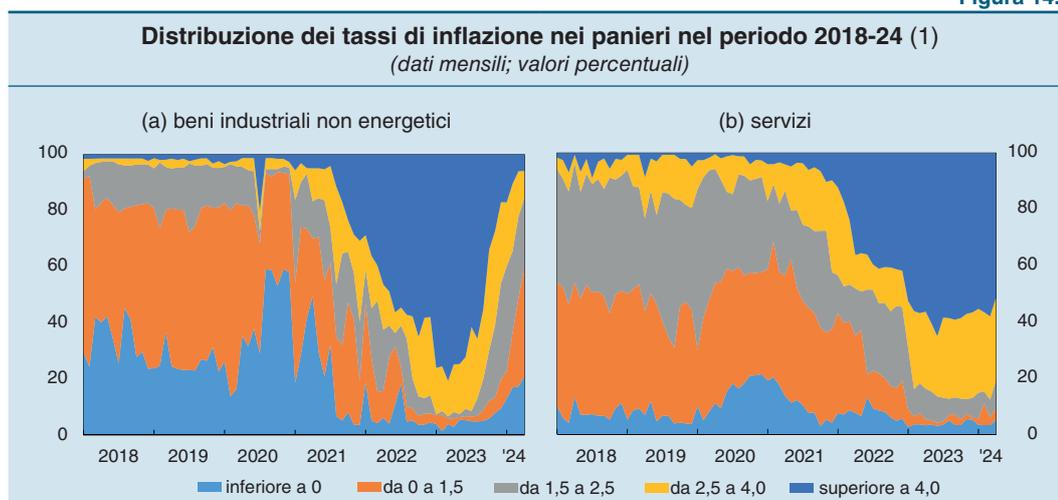
Dalla fine del 2022 i prezzi dei beni energetici hanno rallentato e negli ultimi tre trimestri del 2023 sono scesi rispetto all’anno precedente. Ciò ha innescato un marcato processo di disinflazione, che dai prezzi alla produzione e dalle componenti energetiche dei consumi si è trasmesso ai prezzi dei beni industriali non energetici e a quelli dei servizi⁷. L’inflazione di fondo è progressivamente diminuita dal secondo trimestre del 2023, anche per l’impatto della restrizione monetaria sulla domanda aggregata che, secondo nostre stime, si è tradotto in effetti significativi e gradualmente crescenti nel contenimento dell’inflazione nell’area fin dal 2022. Vi avrebbe in particolare contribuito la rapida trasmissione dei tassi ufficiali a quelli bancari⁸. Lo scorso aprile l’inflazione complessiva e quella di fondo si sono collocate, rispettivamente, al 2,4 e al 2,7 per cento.

Come la fase di accelerazione dei prezzi, anche quella di disinflazione è stata caratterizzata da una marcata eterogeneità riguardo alle voci del paniere. Tra le componenti che incidono sull’inflazione di fondo, quella dei beni industriali non energetici, in veloce crescita nel 2022, ha subito una decelerazione altrettanto netta: a marzo del 2024 la quota dei beni con inflazione superiore al 4,0 per cento era al di sotto del 10 per cento, a fronte di circa l’80 registrato dodici mesi prima (fig. 14.5.a). L’inflazione nei servizi (comparto che pesa per due terzi nell’indice al netto delle componenti più volatili) ha mostrato invece maggiore persistenza, collocandosi al 4,0 per cento alla fine del 2023 e nel primo trimestre del 2024. Al rallentamento delle voci più sensibili ai prezzi dei beni energetici (ad esempio quelle relative ai viaggi) si è contrapposta l’accelerazione per alcuni servizi amministrati o forniti dal settore pubblico e per quelli i cui prezzi si adeguano tipicamente con ritardo all’inflazione, come assicurazioni e affitti (cfr. il capitolo 2). Nell’insieme del comparto dei servizi poco più del 50 per cento delle voci presentava ancora tassi di variazione dei prezzi superiori al 4,0 per cento nel primo trimestre del 2024 (fig. 14.5.b). Tuttavia, diverse misure dell’inflazione di fondo – che mirano a valutare gli andamenti di medio termine al netto delle oscillazioni temporanee – e le proiezioni ufficiali degli esperti dell’Eurosistema dello scorso marzo

⁶ Analisi sul grado di ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine nell’area dell’euro, basate su diversi metodi e misure, indicano che queste aspettative si sono collocate al 2 per cento dopo l’annuncio della nuova strategia di politica monetaria e sono successivamente rimaste ancorate all’obiettivo (cfr. S. Neri, G. Bulligan, S. Cecchetti, F. Corsello, A. Papetti, M. Riggi, C. Rondinelli e A. Tagliabracci, *On the anchoring of inflation expectations in the euro area*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 712, 2022).

⁷ La disinflazione energetica è avvenuta con tempi differenti nei vari paesi, in parte per effetto del diverso momento in cui sono venute meno le politiche fiscali di contenimento dei prezzi delle bollette di elettricità e gas.

⁸ A.M. Conti, S. Neri e A. Notarpietro, *Credit strikes back: the macroeconomic impact of the 2022-2023 ECB monetary tightening and the role of lending rates*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Distribuzione dei livelli di inflazione sui 12 mesi registrati per le singole voci del paniere dei beni industriali (pannello a) e dei servizi (pannello b), ponderate per il loro peso nel paniere. In legenda sono riportati gli intervalli considerati per i livelli di inflazione (misurati in valori percentuali).

prefigurano il proseguimento del processo di disinflazione e un ritorno dell'inflazione su valori coerenti con l'obiettivo di politica monetaria nel 2025⁹.

La dinamica salariale si è rafforzata nella prima parte del 2023 e si è mantenuta successivamente su livelli sostenuti, pur non determinando un pieno recupero del potere d'acquisto eroso nel biennio precedente. Sulla base dell'evoluzione di alcuni indicatori anticipatori delle retribuzioni contrattuali, nella media dell'area il costo del lavoro dovrebbe gradualmente decelerare nel corso del 2024¹⁰, nonostante la domanda di lavoro resti relativamente robusta nel confronto storico (cfr. il capitolo 2). Nel confronto con gli Stati Uniti le retribuzioni nell'area dell'euro sono infatti meno reattive alla domanda di lavoro, anche quando quest'ultima è particolarmente elevata rispetto all'offerta, come tra il 2021 e il 2023¹¹. La debolezza di questo legame riflette anche caratteristiche istituzionali tra cui il ruolo prevalente che in Europa riveste la contrattazione collettiva: la durata spesso pluriennale degli accordi e la lunghezza dei processi negoziali tendono infatti a limitare la velocità di risposta dei salari alle condizioni macroeconomiche (cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2022).

La crisi energetica degli anni recenti è stata la più grave da quella che ha colpito l'economia internazionale negli anni settanta; se ne differenzia per le fonti energetiche maggiormente interessate: il gas e l'elettricità, anziché il petrolio. Gli effetti, tuttavia, sono stati nell'insieme più limitati per intensità e persistenza di quelli osservati il secolo

⁹ Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Le pressioni di fondo dell'inflazione: un nuovo indicatore*, in *Bollettino economico*, 2, 2024 e sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dallo staff della BCE*, marzo 2024.

¹⁰ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Disinflation in the euro area: an update. Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the University College Dublin Economics Society*, Dublino, 15 aprile 2024.

¹¹ S. Lo Bello ed E. Viviano, *Some considerations on the Phillips curve after the pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 842, 2024.

scorso. Vi ha contribuito l'attuale contesto istituzionale, che rispetto agli anni settanta è caratterizzato da una minore conflittualità nel mercato del lavoro, da un ruolo contenuto dei meccanismi automatici di indicizzazione salariale e da una politica monetaria che – operando in un quadro di piena autonomia per il raggiungimento di un chiaro obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio termine – ha acquisito maggiore credibilità¹².

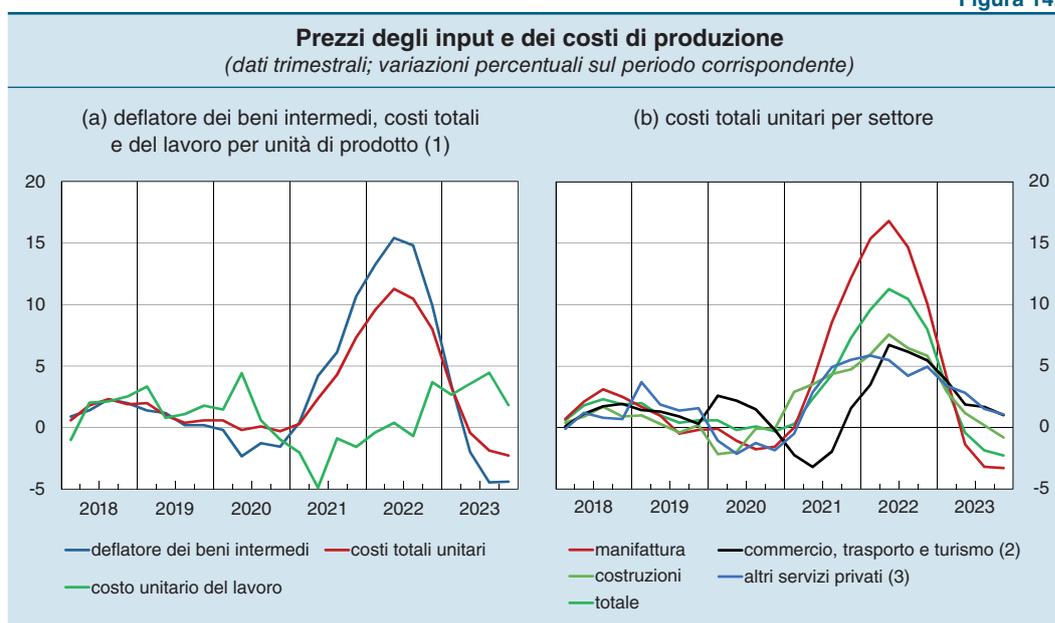
Gli effetti dell'inflazione sulle imprese e sulle famiglie italiane

L'Italia ha condiviso con gli altri paesi dell'area le tendenze sottostanti sia al processo di inflazione sia alla successiva disinflazione; l'andamento dei prezzi ha fortemente inciso sulle condizioni e sulle scelte delle imprese e delle famiglie italiane.

Le imprese. – In Italia la crescita dei prezzi degli input intermedi, che includono anche quelli energetici, si è rafforzata nel 2021 e si è ulteriormente intensificata per effetto degli eccezionali rincari del gas dopo l'invasione dell'Ucraina; nella primavera del 2022 ha raggiunto un valore massimo di oltre il 15 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 14.6.a).

Gli aumenti dei prezzi dei beni intermedi, particolarmente intensi nella manifattura, hanno alimentato fino alla metà del 2022 l'incremento dei costi unitari complessivi, attenuato solo in parte dalla sostanziale stabilità del costo del lavoro per

Figura 14.6



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET).

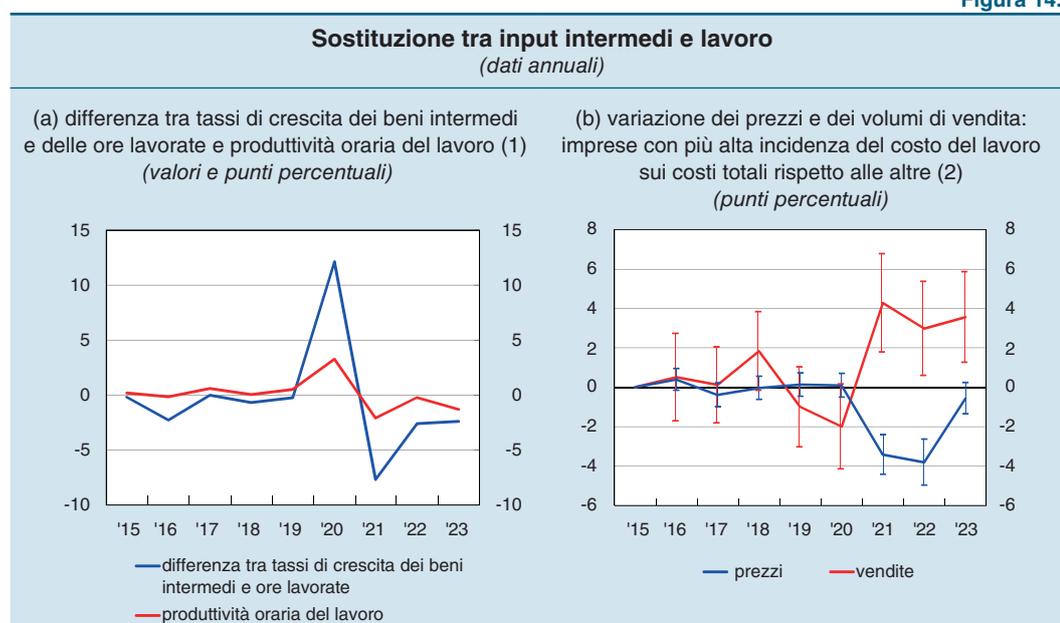
(1) La variazione del prezzo dei beni intermedi è misurata dall'andamento del deflatore degli input ai prezzi di acquisto. Il costo del lavoro unitario (o per unità di prodotto) è dato dal rapporto tra i redditi da lavoro e valore reale della produzione. Il costo totale unitario (o per unità di prodotto) è dato dal rapporto tra costi totali (redditi da lavoro e costi intermedi) e valore reale della produzione. – (2) Include il commercio, il trasporto e magazzinaggio, le attività di alloggio e ristorazione e i servizi di informazione e comunicazione. – (3) Include le attività finanziarie e assicurative e i servizi professionali e alle imprese.

¹² F. Corsetto, M. Gomellini e D. Pellegrino, *Inflation and energy price shocks: lessons from the 1970s*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 790, 2023.

unità di prodotto¹³. A partire dal terzo trimestre del 2022 i costi hanno rallentato, beneficiando anche del marcato calo di quelli dell'energia elettrica e del gas naturale; ciò ha concorso a determinare la veloce discesa dell'inflazione al consumo durante il 2023, con un ritardo stimato di circa due trimestri. Seppure con rilevanti differenze settoriali, la dinamica dei costi medi unitari nel confronto con l'anno precedente è divenuta negativa dall'estate del 2023, spinta al ribasso dal calo dei costi degli input intermedi, che ha più che compensato la crescita del costo unitario del lavoro, collocatasi intorno al 3 per cento nel 2023 (fig. 14.6.b).

Tra il 2021 e il 2022 il rapido aumento dei prezzi dell'energia e degli altri input, a fronte di una dinamica delle retribuzioni significativamente meno marcata, ha determinato a livello aggregato un incremento dell'utilizzo del fattore lavoro rispetto all'impiego dei beni intermedi, riconducibile soprattutto allo spostamento di quote di produzione a favore di imprese che già in precedenza facevano ricorso al lavoro più che ad altri input¹⁴. Queste tendenze hanno contribuito a indebolire la dinamica complessiva della produttività del lavoro (fig. 14.7.a; cfr. il capitolo 6).

Figura 14.7



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici annuali*, Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (*Invind*).

(1) La linea blu riporta la differenza tra il tasso di crescita dei beni intermedi, in termini reali, e quello delle ore lavorate. La linea rossa riporta il tasso di variazione della produttività oraria del lavoro, definita dal rapporto tra il prodotto totale, in termini reali, e le ore lavorate. – (2) Il grafico rappresenta le differenze della crescita annuale dei prezzi e delle vendite reali, a parità di altri fattori, tra le imprese a maggiore intensità di lavoro e quelle a maggiore intensità di beni intermedi. Le differenze sono calcolate attraverso un esercizio di regressione delle diverse variabili considerate su un indicatore che classifica come a maggiore intensità di lavoro (oppure di impiego di beni intermedi) le imprese con un rapporto tra il costo della manodopera e quello dei beni intermedi sostenuto nel 2019 superiore (oppure inferiore) al valore mediano nel settore di attività economica di riferimento. La stima tiene conto sia di possibili eterogeneità di impresa, sia dell'andamento congiunturale complessivo. Le barre verticali rappresentano gli intervalli di confidenza al 95 per cento delle stime.

Le analisi condotte su un campione di aziende industriali e dei servizi con almeno 20 addetti, intervistate annualmente dalla Banca d'Italia, indicano che le imprese con

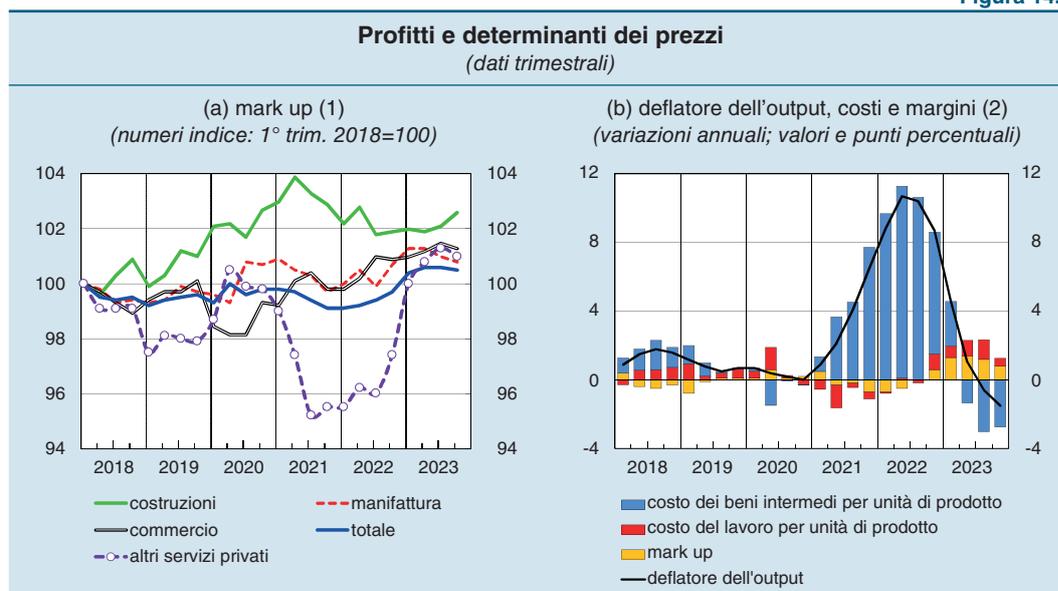
¹³ Definito dal rapporto tra i redditi da lavoro dipendente e il valore totale della produzione (inclusi i beni intermedi).

¹⁴ Dinamiche simili sono rintracciabili anche in Germania e in Francia (cfr. F. Colonna ed E. Viviano, *Input substitution and employment expansion*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

processi produttivi a più alta intensità di lavoro, grazie a una dinamica relativamente più favorevole dei costi totali, hanno potuto praticare rincari più contenuti rispetto alle aziende maggiormente dipendenti dagli input intermedi e hanno registrato un'evoluzione delle vendite in termini reali¹⁵ più vivace (fig. 14.7.b; cfr. *Bollettino economico*, 4, 2023). All'interno del campione analizzato la ricomposizione delle quote di mercato spiega inoltre interamente il calo della produttività, misurata dal rapporto tra ricavi (in termini reali) e ore lavorate.

Nel 2021 e per larga parte del 2022 le imprese hanno trasferito quasi per intero i maggiori costi ai prezzi finali: i margini di profitto, misurati come ricarico dei prezzi di vendita sui costi medi totali (mark up), si sono lievemente ridotti rispetto al 2019. Emergono tuttavia delle differenze tra settori: i mark up sono stati al di sotto dei valori precedenti la pandemia nella manifattura; più alti nelle costruzioni – che hanno beneficiato della spinta alla domanda proveniente dagli incentivi pubblici – e nel commercio; nettamente più bassi negli altri servizi, penalizzati dalla pandemia (fig. 14.8.a; cfr. anche il capitolo 6)¹⁶. Dalla fine del 2022 invece i margini di profitto sono nel complesso aumentati, su valori superiori rispetto al periodo precedente la crisi sanitaria; il contributo dei mark up all'inflazione è quindi divenuto positivo, seppure di modesta entità (fig. 14.8.b).

Figura 14.8



(1) Il mark up è calcolato dall'Istat come il rapporto tra il valore della produzione e la somma dei costi variabili. – (2) Il deflatore dell'output è definito dal rapporto tra la produzione al costo dei fattori a prezzi correnti e la produzione al costo dei fattori a valori concatenati. I contributi dei costi del lavoro e dei beni intermedi per unità di prodotto sono pari al prodotto tra la loro variazione e la loro incidenza sul totale dei costi variabili.

Le famiglie. – Il brusco aumento dell'inflazione ha comportato un deciso calo delle retribuzioni orarie in termini reali, che alla fine del 2023 risultavano

¹⁵ Deflazionate con la variazione media dei prezzi di vendita delle singole imprese.

¹⁶ Dinamiche simili si sono avute anche in Germania (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).

ancora inferiori del 9,0 per cento rispetto all'ultimo trimestre del 2019 (a fronte di un calo dell'1,0 per cento osservato nella media dell'area dell'euro). La bassa reattività dei salari all'inflazione riflette la durata dei contratti collettivi, in Italia più lunga rispetto agli altri principali paesi, nonché la minore tempestività dei rinnovi dei contratti scaduti (cfr. il capitolo 8)¹⁷. L'erosione del potere d'acquisto delle retribuzioni è stata in parte compensata dall'espansione dell'occupazione (cfr. il capitolo 7): il reddito disponibile reale per il totale delle famiglie si è solo lievemente ridotto.

L'evoluzione della disuguaglianza negli ultimi tre anni è stata influenzata dall'impatto differenziato dell'inflazione su famiglie appartenenti a diverse classi di spesa, cui si sono contrapposti effetti di segno opposto derivanti dalla dinamica positiva dell'occupazione. L'eccezionale aumento dei prezzi dell'energia nel 2021 e nel 2022 ha avuto un impatto molto più elevato sulle famiglie meno abbienti, a causa della composizione del paniere di beni acquistati: circa la metà della spesa dei nuclei appartenenti al primo quinto della distribuzione per consumi è rappresentata infatti da beni energetici e alimentari, a fronte di circa un quarto per le famiglie dell'ultimo quinto. Il divario dei tassi di inflazione fra il primo e l'ultimo quinto si è ampliato gradualmente, raggiungendo un picco di 8,5 punti percentuali nel quarto trimestre del 2022. Le varie misure introdotte dal Governo per sostenere il reddito disponibile in termini reali e i consumi delle famiglie a basso reddito, tra cui i bonus sociali per l'elettricità e il gas, hanno contribuito a mitigare questi effetti distributivi (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi dell'inflazione e delle misure governative per contrastarla*, in *Bollettino economico*, 3, 2022)¹⁸. Anche il buon andamento dell'occupazione ha favorito in prevalenza le famiglie meno abbienti, permettendo l'ingresso nel mercato del lavoro dei lavoratori più giovani e meno qualificati, relativamente più numerosi in queste famiglie (cfr. il riquadro: *L'andamento della distribuzione dei redditi da lavoro dipendente delle famiglie in Italia*).

L'ANDAMENTO DELLA DISTRIBUZIONE DEI REDDITI DA LAVORO DIPENDENTE DELLE FAMIGLIE IN ITALIA

Il forte aumento dei prezzi verificatosi in Italia nel 2022 ha colpito maggiormente le famiglie con livelli di spesa più bassi, a causa soprattutto della quota relativamente superiore di consumi di energia e beni alimentari; tra i nuclei la cui principale fonte di reddito è costituita dal lavoro dipendente, questo effetto è stato tuttavia controbilanciato dall'andamento particolarmente positivo dell'occupazione.

Nel 2022, nel sottoinsieme delle famiglie che nel 2018 non comprendevano lavoratori autonomi o pensionati, il totale dei redditi da lavoro lordi dei nuclei nel quinto inferiore della distribuzione della spesa equivalente è leggermente cresciuto in

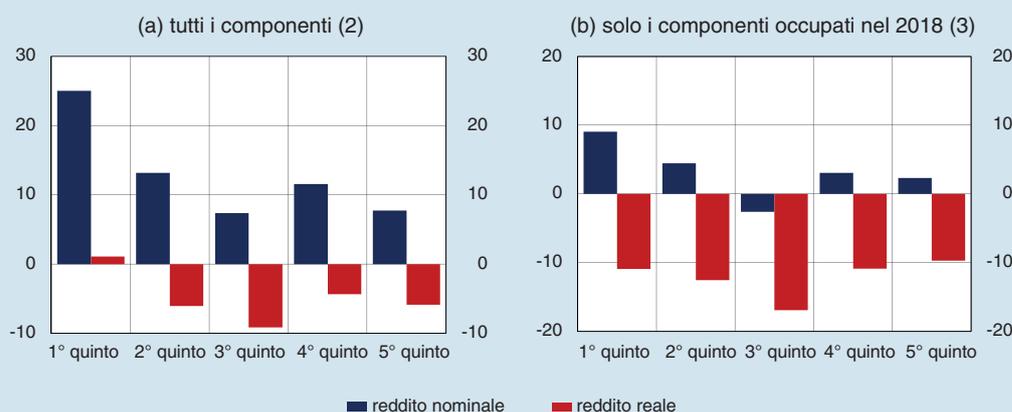
¹⁷ I lavoratori autonomi hanno invece adeguato i propri redditi all'inflazione (cfr. il capitolo 5).

¹⁸ 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.

termini reali rispetto a quattro anni prima¹. Le famiglie appartenenti agli altri quinti, invece, hanno subito perdite significative, nonostante abbiano risentito in modo più contenuto dell'effetto dei rincari per via della diversa composizione del paniere di consumo (figura, pannello a; cfr. *Relazione annuale* sul 2022). Questi andamenti sono spiegati da un più forte aumento dei redditi nominali da lavoro dipendente per le famiglie con bassi livelli di consumo, a sua volta dovuto in prevalenza all'incremento del numero di componenti occupati: escludendo dal calcolo dei redditi reali del 2022 il contributo dei membri che non lavoravano nel 2018, la perdita appare simile tra le famiglie nel primo e nell'ultimo quinto di spesa (figura, pannello b)². L'alta domanda di lavoro in settori come le costruzioni e i servizi di alloggio e ristorazione ha contribuito a far crescere l'occupazione nei nuclei con consumi nel quinto inferiore, dove la quota di membri con un impiego è salita dal 53 al 60 per cento fra il 2018 e il 2022, mentre è rimasta stabile (al 78 per cento circa) nel quinto più alto³.

Figura

**Redditi familiari da lavoro dipendente per quinto di spesa equivalente:
variazione fra il 2018 e il 2022 (1)**
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati INPS, Eurostat (EU-SILC del 2019) 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 include le famiglie comprese nell'indagine EU-SILC del 2019 nelle quali nel 2018 nessun membro percepiva redditi da lavoro autonomo, aveva più di 58 anni o era pensionato (quindi nel complesso l'analisi riguarda il 36 per cento delle famiglie italiane). La spesa è imputata con metodi statistici sulla base della spesa di famiglie con caratteristiche simili nell'*Indagine sulle spese delle famiglie* del 2019 dell'Istat. 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; di conseguenza in ciascun quinto raffigurato non è presente un uguale numero di famiglie (come avviene nel campione totale). 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 medio cumulato fra il 2018 e il 2022 calcolato sui dati Istat, diverso per ogni classe di spesa. – (2) Differenza percentuale fra i redditi da lavoro dipendente complessivamente percepiti dalla famiglia nel 2022 e l'analogo valore nel 2018, per quinto della distribuzione della spesa familiare. – (3) Differenza percentuale fra i redditi da lavoro dipendente complessivamente percepiti dalla famiglia nel 2022 e l'analogo valore nel 2018, per quinto della distribuzione della spesa familiare equivalente, considerando solo i redditi degli individui che avevano un reddito positivo nel 2018.

¹ 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*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione. Sia la spesa familiare sia i redditi vengono standardizzati per tenere conto del diverso numero di componenti in ogni famiglia ("equivalenti") utilizzando la scala di equivalenza Carbonaro. Per maggiori dettagli, cfr. G. Carbonaro, *Nota sulle scale di equivalenza*, in *La povertà in Italia. Rapporto conclusivo della Commissione di studio istituita presso la Presidenza del Consiglio dei ministri*, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, 1985, pp. 153-159.

² L'aumento residuo del reddito nominale per i nuclei nel primo quinto di spesa, quando si esclude il contributo dei familiari che non lavoravano nel 2018, è dovuto sia a un incremento delle settimane lavorate da parte dei componenti che nel 2018 avevano un impiego sia, in misura minore, alla crescita dei redditi unitari.

³ L'occupazione è cresciuta anche nei quinti di spesa intermedi, in particolare nel secondo dove è passata dal 62 al 67 per cento, mentre nel terzo è salita dal 68 al 70 per cento e nel quarto dal 70 al 73 per cento.

Elaborazioni sui dati dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* (ICF) condotta dalla Banca d'Italia⁴ confermano che l'aumento del numero degli occupati è stato fondamentale per la crescita dei redditi familiari totali del 2022, soprattutto per i nuclei con redditi al di sotto della mediana; tra questi, la quota che attribuisce l'incremento all'ingresso di un membro nel mercato lavoro è del 17 per cento, mentre è dell'8 tra le famiglie al di sopra della mediana⁵.

⁴ L'ICF viene condotta annualmente allo scopo di raccogliere informazioni tempestive sull'evoluzione delle condizioni economiche delle famiglie e ha coinvolto circa 2.000 nuclei nel 2023, rappresentativi della popolazione italiana. Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine congiunturale sulle famiglie italiane*.

⁵ Ai nuclei è stato chiesto di indicare se il reddito familiare avesse subito variazioni fra il 2021 e il 2022 ed eventualmente le cause di questo cambiamento. Il 30 per cento delle famiglie considerate ha affermato che il proprio reddito era salito fra il 2021 e il 2022 e circa un terzo di queste ha segnalato redditi sotto la mediana nel 2022. Oltre all'ingresso di un familiare nel mercato del lavoro, le altre motivazioni che giustificavano la crescita dei redditi familiari erano: un incremento del salario orario nominale (per il 72 per cento delle famiglie sotto la mediana e il 65 di quelle sopra la mediana); un cambio di lavoro (4 e 17 per cento); una variazione delle ore lavorate (5 e 12 per cento); un aumento di altri redditi non derivanti dal lavoro (3 e 7 per cento).

Con la marcata disinflazione energetica osservata a partire dal 2023, il differenziale di inflazione tra famiglie per classi di spesa si è gradualmente ridotto, fino a invertirsi di segno; rimane tuttavia un'ampia disparità nel livello dei prezzi dei diversi panieri di consumo rispetto ai valori del 2019, a sfavore delle famiglie con minore spesa per consumi (fig. 14.9)¹⁹. In prospettiva, le famiglie più povere avranno maggiore difficoltà a sostenere i propri consumi con i risparmi accumulati durante la pandemia, in larga parte già utilizzati²⁰, e risentiranno del significativo ridimensionamento degli strumenti pubblici di sostegno (cfr. il capitolo 5).

Figura 14.9



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

L'inflazione ha avuto effetti eterogenei anche sulla ricchezza delle famiglie, penalizzando in particolare quelle relativamente più ricche ma con redditi bassi (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'inflazione sulla distribuzione della ricchezza delle famiglie italiane*).

¹⁹ F. Corsello e M. Riggi, *Inflation is not equal for all: the heterogeneous effects of energy shocks*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1429, 2023. Nello stesso studio si mostra che un'ulteriore pressione al rialzo sul differenziale di inflazione tra le famiglie è stata esercitata dalla politica monetaria restrittiva, che influisce in misura relativamente inferiore sul paniere di consumo dei nuclei meno abbienti, a causa della maggiore incidenza dell'energia sul paniere di queste famiglie e della minore elasticità dei prezzi dei beni energetici ai tassi di interesse.

²⁰ A. Colabella, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 797, 2023.

GLI EFFETTI DELL'INFLAZIONE SULLA DISTRIBUZIONE DELLA RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE ITALIANE

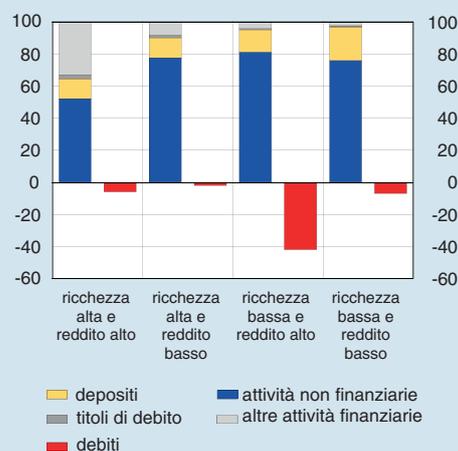
L'elevata inflazione degli anni recenti ha avuto effetti eterogenei sulle famiglie italiane anche a causa delle ampie differenze relative alla composizione della loro ricchezza. L'inflazione infatti erode il valore reale degli strumenti finanziari con valore di rimborso fisso, determinando, da un lato, una perdita per chi li detiene come attività (sotto forma di depositi a vista, altri depositi e titoli di debito), dall'altro, un guadagno per coloro per i quali questi strumenti costituiscono una passività. Al fine di valutare tali effetti, è possibile utilizzare le nuove statistiche sui Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie del nostro paese (cfr. il riquadro: *La distribuzione della ricchezza delle famiglie* del capitolo 5) che, integrate con informazioni sui redditi dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF)¹, consentono di suddividere le famiglie in quattro gruppi sulla base della loro ricchezza e del loro reddito.

Alla fine del 2021 i nuclei più abbienti – ossia quelli che hanno ricchezza netta e reddito entrambi al di sopra dei valori mediani della popolazione e che rappresentano circa il 37 per cento del totale – detenevano quasi la metà delle proprie attività in strumenti finanziari. Il patrimonio lordo delle famiglie con alta ricchezza ma redditi inferiori alla mediana, prevalentemente riconducibili a pensioni, era invece investito per il 78 per cento in attività non finanziarie, in particolare abitazioni (figura, pannello

Figura

Composizione della ricchezza delle famiglie e impatto dell'inflazione (valori percentuali)

(a) composizione della ricchezza delle famiglie alla fine del 2021 (1)



(b) guadagni e perdite riconducibili all'inflazione (2)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie e IBF.

(1) Ricchezza e reddito sono considerati alti o bassi a seconda che si collochino al di sopra o al di sotto dei rispettivi valori mediani per il totale delle famiglie e si riferiscono rispettivamente a ricchezza netta e reddito lordo; i redditi sono relativi alla famiglia nel suo complesso e sono espressi a valori correnti. I depositi a vista includono i depositi in conto corrente e i depositi liberi a risparmio, mentre gli altri depositi includono prevalentemente i depositi vincolati, i certificati di deposito, i buoni e i libretti postali; i titoli di debito si riferiscono alle obbligazioni emesse dalle società finanziarie e non finanziarie, ai titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche e ai titoli emessi da non residenti; i debiti, infine, includono i prestiti ricevuti da intermediari bancari e non bancari. – (2) Per i concetti di ricchezza e reddito relativi alle famiglie, cfr. la nota precedente; i guadagni e le perdite da inflazione sono in rapporto al reddito del 2022. Il tasso di inflazione applicato è lo stesso per tutte le famiglie e corrisponde al 12,3 per cento.

¹ Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Statistiche.

a). Le attività non finanziarie costituivano la principale componente del patrimonio (più del 75 per cento) anche per i nuclei con bassa ricchezza, indipendentemente dal livello di reddito. L'incidenza dell'indebitamento era relativamente contenuta tranne che per le famiglie con bassa ricchezza e alto reddito, generalmente composte da persone più giovani (per le quali tale incidenza superava il 40 per cento del patrimonio lordo)².

Una misura dell'erosione da inflazione è data dalla quota di reddito che sarebbe necessario risparmiare per preservare il valore reale delle componenti delle attività maggiormente esposte all'aumento dei prezzi, al netto dei guadagni provenienti dalla riduzione di valore reale dei debiti. Nel 2022, ultimo anno per cui è possibile integrare le informazioni sulla ricchezza con quelle sul reddito, l'erosione è stata marcata per tutte le famiglie con ricchezza elevata, ma in rapporto al reddito annuo più intensa per quelle che avevano redditi inferiori alla mediana (-16 per cento; -11 per le famiglie con redditi superiori alla mediana); i nuclei con bassi livelli sia di ricchezza sia di reddito hanno subito perdite proporzionalmente più contenute (-5 per cento). Per contro, le famiglie meno ricche ma ad alto reddito, nell'insieme maggiormente indebitate, hanno realizzato guadagni dall'inflazione per quasi un decimo del reddito annuo (figura, pannello b).

² L. Infante, D. Loschiavo, A. Neri, M. Spuri e F. Vercelli, *The heterogeneous impact of inflation across the joint distribution of household income and wealth*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 817, 2023. L'analisi utilizza le nuove statistiche sui Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie, integrate con informazioni sui redditi complessivi, e copre l'insieme delle famiglie italiane indipendentemente dalla fonte di reddito. La definizione di famiglie utilizzata nel calcolo della ricchezza include sia le famiglie consumatrici sia quelle produttrici. Queste ultime possono detenere attività non finanziarie diverse dalle abitazioni, come ad esempio impianti e macchinari oppure immobili non residenziali, per l'esercizio delle attività di produzione.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 MAGGIO 2024

DIRETTORIO

Fabio PANETTA	- GOVERNATORE
Luigi Federico SIGNORINI	- DIRETTORE GENERALE
Alessandra PERRAZZELLI	- VICE DIRETTRICE GENERALE
Paolo ANGELINI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Chiara SCOTTI	- VICE DIRETTRICE 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 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	- SEGRETARIO DEL DIRETTORIO
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)

