



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 29 maggio 2018

CENTOVENTIQUATTRESIMO ESERCIZIO

anno 2017

esercizio

CXXIV



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2017 – centoventiquattresimo esercizio

Roma, 29 maggio 2018

© Banca d'Italia, 2018

Indirizzo

Via Nazionale, 91
00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati.

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

ISSN 1972-845X (stampa)

ISSN 2280-4129 (online)

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

Stampato nel mese di maggio 2018

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

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

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

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'evoluzione congiunturale e il commercio internazionale	3
La congiuntura e le politiche macroeconomiche	3
Riquadro: <i>Gli effetti della riforma fiscale statunitense</i>	6
Riquadro: <i>Gli sviluppi del negoziato per la Brexit</i>	8
Riquadro: <i>Il dibattito sul potenziamento della capacità di prestito delle banche multilaterali di sviluppo</i>	12
Il commercio internazionale e gli squilibri globali di parte corrente	14
I prezzi e i mercati delle materie prime	16
I mercati finanziari internazionali	18

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro	23
La fase ciclica	23
I prezzi e i costi	25
Riquadro: <i>La bassa inflazione nell'area dell'euro e l'economia globale</i>	26
Riquadro: <i>La crescita dei salari nell'area dell'euro durante la doppia recessione</i>	27
I mercati finanziari	29
Le politiche di bilancio	31
La governance europea	34
Riquadro: <i>Il debito pubblico nell'area dell'euro: alcune recenti proposte</i>	34
3. La politica monetaria nell'area dell'euro	40
L'azione di politica monetaria	40
Riquadro: <i>La ricalibrazione della politica monetaria</i>	42
Le operazioni di politica monetaria	44
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	45
La moneta e il credito	46

L'ECONOMIA ITALIANA

4. Il quadro di insieme	51
<i>Riquadro: I cicli economici in Italia</i>	51
<i>Riquadro: Le determinanti dell'attività economica nel 2017 secondo il modello della Banca d'Italia</i>	54
<i>Riquadro: Gli andamenti territoriali</i>	56
<i>Riquadro: La normalizzazione delle condizioni finanziarie e l'economia italiana</i>	60
5. Le famiglie	63
Il reddito e la sua distribuzione	63
<i>Riquadro: Disuguaglianza e povertà: generazioni a confronto prima e dopo la Grande recessione</i>	66
<i>Riquadro: La disuguaglianza dei redditi tra Centro Nord e Mezzogiorno</i>	68
I consumi	70
<i>Riquadro: Incertezza sulle politiche economiche e consumi delle famiglie</i>	72
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni	74
6. Le imprese	75
Gli andamenti economici	75
<i>Riquadro: Gli indicatori di incertezza delle imprese italiane</i>	79
<i>Riquadro: Le start up innovative in Italia: alcune evidenze sulle recenti misure di sostegno</i>	81
<i>Riquadro: Le imprese italiane innovative: sviluppo di brevetti e struttura finanziaria</i>	83
<i>Riquadro: Il potenziale di crescita e la produttività sulla base dei dati di impresa</i>	85
<i>Riquadro: L'efficienza dell'allocazione dei fattori produttivi in Italia e le condizioni del credito</i>	88
7. Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese	91
LE FAMIGLIE	91
La ricchezza finanziaria e gli investimenti	91
L'indebitamento	93
LE IMPRESE	95
La redditività e il saldo finanziario	95
Le fonti di finanziamento	95
<i>Riquadro: Ripresa economica e credito alle imprese</i>	97
<i>Riquadro: Gli investitori istituzionali nel mercato obbligazionario italiano</i>	100
<i>Riquadro: La struttura finanziaria delle nuove imprese</i>	101

8. Il mercato del lavoro	104
L'occupazione e le ore lavorate	104
Riquadro: <i>Le variazioni della struttura dell'occupazione in Italia negli ultimi dieci anni</i>	105
La disoccupazione e l'offerta di lavoro	109
Riquadro: <i>L'evoluzione dell'indennità di disoccupazione in Italia</i>	110
Riquadro: <i>Disallineamento tra domanda di lavoro e livello di istruzione</i>	113
La contrattazione e le relazioni industriali	115
9. I prezzi, i costi e la competitività	117
I prezzi al consumo	117
Riquadro: <i>La debolezza dell'inflazione di fondo e le condizioni del mercato del lavoro</i>	118
Riquadro: <i>Le aspettative di inflazione delle imprese italiane e il mercato del lavoro</i>	120
I prezzi alla produzione e dei beni importati	122
Il costo del lavoro	122
La competitività di prezzo	123
10. La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	125
Le esportazioni e le importazioni	125
Il conto corrente e il conto capitale	127
Riquadro: <i>La spesa dei turisti stranieri in Italia</i>	129
Il conto finanziario	131
Riquadro: <i>Gli investimenti in fondi comuni esteri e la composizione delle attività di portafoglio dei residenti</i>	131
Riquadro: <i>Il recente andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2</i>	134
La posizione patrimoniale sull'estero	137
Riquadro: <i>Il miglioramento della posizione netta sull'estero</i>	137
11. La finanza pubblica	141
La finanza pubblica nel 2017	141
Riquadro: <i>L'impatto sui conti pubblici delle misure di sostegno al settore finanziario</i>	144
Le entrate	147
Riquadro: <i>Effetti su incentivi e redistribuzione di una ricomposizione della tassazione sulle famiglie</i>	149
Le spese	151

Il debito delle Amministrazioni pubbliche	152
Riquadro: <i>I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche</i>	154
Le prospettive	155
12. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale	158
La concorrenza e la regolamentazione dei mercati	158
Riquadro: <i>Regolamentazione delle professioni e mobilità intergenerazionale</i>	160
La regolamentazione dell'attività di impresa	161
I fattori di contesto	162
Riquadro: <i>La durata delle procedure esecutive: effetti di alcune recenti riforme</i>	163
Riquadro: <i>Regolamentazione sugli appalti: alcuni possibili costi della discrezionalità</i>	167
13. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali	169
La struttura dell'industria bancaria italiana	169
Riquadro: <i>La riforma del credito cooperativo</i>	170
La soluzione delle situazioni di difficoltà di alcuni gruppi bancari	172
Le attività	172
Riquadro: <i>Gli strumenti finanziari complessi nei bilanci delle banche significative dell'SSM</i>	174
I crediti deteriorati	176
La raccolta	178
La redditività e il patrimonio	179
Riquadro: <i>I cambiamenti della regolamentazione e della supervisione bancaria, l'offerta di credito e l'economia</i>	182
GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI	184
GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	184
Riquadro: <i>Il costo dell'investimento in fondi comuni</i>	186
14. I mercati monetari e finanziari	189
Il mercato monetario	189
Il mercato dei titoli pubblici	190
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	192
Il mercato azionario	194
Riquadro: <i>Il legame tra le quotazioni azionarie e quelle dei titoli di Stato lungo il ciclo economico</i>	194
Le infrastrutture di mercato	197

SEZIONE MONOGRAFICA

15. Le esportazioni di beni dell'Italia nell'ultimo ventennio: andamento e determinanti	201
L'andamento delle esportazioni di beni	201
Riquadro: <i>Strategie di impresa e dinamica delle esportazioni italiane di beni</i>	204
Le principali determinanti delle esportazioni di beni	207
Riquadro: <i>Valuta di fatturazione ed effetti delle fluttuazioni del cambio sull'attività delle imprese</i>	210
16. Il rischio cibernetico nell'economia italiana	214
La rilevanza economica del rischio cibernetico	215
La misurazione dell'incidenza e del costo del rischio cibernetico in Italia	216
Riquadro: <i>Misurare l'impatto economico degli attacchi informatici</i>	216
Le risposte di policy	222
Riquadro: <i>Iniziative internazionali per la sicurezza cibernetica del settore finanziario</i>	223
Riquadro: <i>I computer emergency response teams (CERT) nel settore finanziario italiano</i>	225
AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA	229
CONSIDERAZIONI FINALI <i>(in fascicolo separato)</i>	

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
- :: i dati sono statisticamente non significativi.

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

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E IL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Nel 2017 l'espansione dell'economia mondiale è stata sostenuta (3,8 per cento) e superiore alle attese; sospinta dalla ripresa degli investimenti, si è estesa sia alle principali economie avanzate sia a quelle emergenti e in via di sviluppo.

Il commercio mondiale ha segnato un marcato recupero, tornando a crescere a un ritmo superiore a quello del prodotto. L'espansione degli scambi internazionali sarebbe rimasta vivace anche nei primi mesi del 2018, particolarmente nelle economie emergenti; gli indicatori qualitativi degli ordini esteri prospettano tuttavia un possibile indebolimento nel corso dell'anno, che interesserebbe tutte le aree. Questi segnali, sebbene ancora marginali, potrebbero riflettere anche un deterioramento della fiducia delle imprese indotto dalle crescenti tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e i suoi principali partner.

Lo scorso anno le condizioni cicliche favorevoli hanno sospinto i prezzi delle materie prime. Gli accordi tra i maggiori paesi produttori di petrolio hanno favorito il riassorbimento dell'eccesso di offerta che perdurava da un triennio, sostenendo le quotazioni del greggio. A maggio del 2018 il timore di una sensibile riduzione dell'offerta nel medio termine, connesso con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, ha impresso un ulteriore rialzo ai corsi petroliferi, che hanno raggiunto i valori più elevati dal 2014.

L'inflazione globale è lievemente aumentata, principalmente per effetto del rialzo dei prezzi delle materie prime, mentre la componente di fondo è rimasta moderata. La Riserva federale ha proseguito il percorso di normalizzazione della politica monetaria intrapreso nell'ultimo biennio, con effetti limitati sui mercati.

Nel corso del 2017 le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono state distese. Nei primi mesi di quest'anno gli indici azionari hanno subito forti oscillazioni e la volatilità è rapidamente aumentata, rispecchiando timori di una più rapida restrizione delle condizioni monetarie e l'annuncio di nuove misure protezionistiche negli Stati Uniti.

La congiuntura e le politiche macroeconomiche

I principali paesi avanzati. – L'attività economica nelle economie avanzate ha accelerato nel 2017 al 2,3 per cento, quasi mezzo punto in più rispetto a quanto previsto dal Fondo monetario internazionale (FMI) all'inizio dello scorso anno (tav. 1.1).

Tavola 1.1

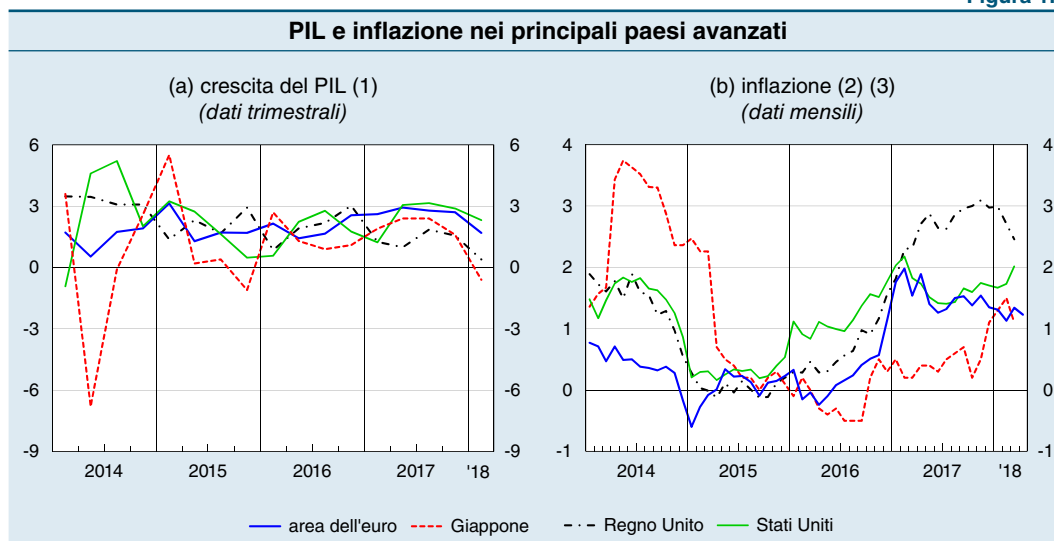
PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
PAESI	PIL		Inflazione (1)	
	2016	2017	2016	2017
Paesi avanzati	1,7	2,3	0,8	1,7
Giappone	0,9	1,7	-0,1	0,5
Regno Unito	1,9	1,8	0,7	2,7
Stati Uniti	1,5	2,3	1,2	1,7
Paesi emergenti e in via di sviluppo	4,4	4,8	4,3	4,0
Brasile	-3,5	1,0	8,7	3,7
Cina	6,7	6,9	2,0	1,6
India	7,1	6,7	4,5	3,6
Russia	-0,2	1,5	7,1	3,7
Paesi in via di sviluppo a basso reddito	3,5	4,7	8,7	9,5

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

L'espansione, sostenuta dagli investimenti e dalle esportazioni, si è accompagnata a significativi incrementi dell'occupazione. È rimasta invece moderata l'inflazione, all'1,7 per cento nella media dell'anno, trainata soprattutto dalle componenti più volatili.

Negli Stati Uniti il prodotto ha accelerato rispetto all'anno precedente (fig. 1.1.a), in linea con le previsioni formulate dall'FMI in gennaio. Alla robusta dinamica dei consumi privati si è aggiunta una crescita più decisa degli investimenti.

Figura 1.1



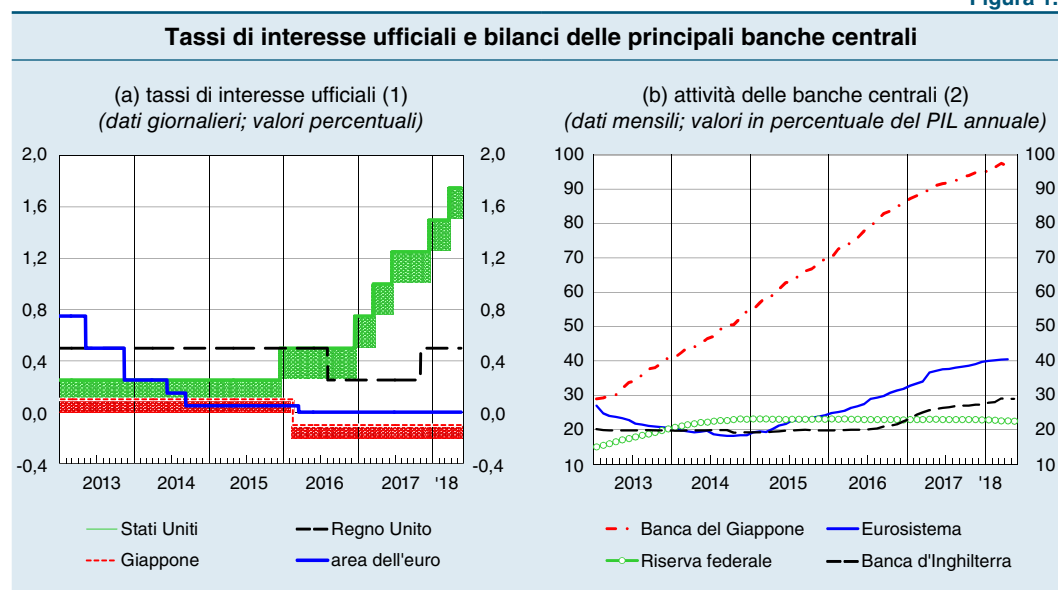
Fonte: statistiche nazionali.

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

Il tasso di disoccupazione, sceso al 4,1 per cento, ha toccato il livello più basso da 17 anni, di quasi mezzo punto al di sotto di quello che è considerato di equilibrio nel lungo periodo secondo le valutazioni dei membri del Federal Open Market Committee della Riserva Federale. Anche una misura della sottoccupazione – che oltre ai disoccupati include gli occupati a tempo parziale disponibili a lavorare più ore e le persone che si dichiarano interessate a un'occupazione ma non la cercano attivamente – è scesa al livello minimo toccato prima della crisi (8 per cento). Il rapido miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro non ha finora determinato pressioni significative sui salari e sui prezzi: l'inflazione, calcolata con il deflatore dei consumi, è solo lievemente aumentata nella media del 2017, portandosi all'1,7 per cento (1,5 escludendo i prezzi dei beni energetici e alimentari; fig. 1.1.b).

La Riserva federale ha proseguito la graduale normalizzazione della politica monetaria: con tre interventi nel corso del 2017 e uno lo scorso marzo ha innalzato di 100 punti base l'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds, all'1,50-1,75 per cento (fig. 1.2.a); da ottobre ha avviato un graduale ridimensionamento del proprio bilancio, riducendo progressivamente il reinvestimento dei proventi dei titoli in scadenza (fig. 1.2.b).

Figura 1.2



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

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

Lo scorso dicembre è stata introdotta la riforma della tassazione (cfr. il riquadro: *Gli effetti della riforma fiscale statunitense*), un provvedimento preannunciato dalla nuova amministrazione, ma sulla cui effettiva adozione vi era un'elevata incertezza¹;

¹ A. Anzuini e L. Rossi, *Fiscal policy uncertainty in the US: a new measure and its recent development*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

con l'approvazione della legge di bilancio a marzo di quest'anno è stato inoltre autorizzato un incremento della spesa discrezionale di oltre 500 miliardi di dollari nel biennio in corso (circa il 2,5 per cento del PIL). Secondo le più recenti valutazioni del Congressional Budget Office, questi due provvedimenti contribuirebbero ad ampliare il disavanzo del bilancio federale, che dal 3,5 per cento del PIL nel 2017 salirebbe a oltre il 5 nel triennio 2020-22, accentuando la tendenza crescente del rapporto tra debito pubblico e PIL.

GLI EFFETTI DELLA RIFORMA FISCALE STATUNITENSE

La riforma approvata nel dicembre 2017 comporta una consistente riduzione del carico fiscale sulle persone fisiche e sulle imprese. Le principali disposizioni, alcune delle quali hanno carattere transitorio, sono le seguenti: (a) fino al 2025, riduzione delle aliquote sui redditi delle persone fisiche (la massima scende dal 39,6 al 37 per cento) e deduzione del 20 per cento sui redditi derivanti da imprese individuali o dalla partecipazione a società di persone; (b) introduzione permanente, per i redditi delle società, di un'aliquota unica del 21 per cento in luogo dei precedenti scaglioni che stabilivano una percentuale massima del 35; (c) fino al 2022, immediata e integrale deducibilità della spesa per investimenti in beni materiali e introduzione di un limite alla deducibilità degli interessi passivi; (d) eliminazione in via permanente dell'imposizione sui profitti delle partecipate estere, salvo un pagamento *tantum* per il rimpatrio di quelli detenuti all'estero. Secondo le stime del Congressional Budget Office (CBO), la riforma si tradurrà in minori entrate per il bilancio federale per circa 2.300 miliardi di dollari nel decennio 2018-2027 (inclusi 400 miliardi di maggiore spesa per interessi); tenendo conto delle ricadute positive sull'attività economica il suo costo complessivo si ridurrebbe a circa 1.800 miliardi.

Vi è un ampio consenso tra gli analisti privati e le istituzioni internazionali sugli effetti espansivi, nel breve periodo, della riforma sull'attività economica statunitense: la riduzione del carico fiscale stimolerebbe infatti gli investimenti, i consumi e l'offerta di lavoro. Gli effetti di medio termine sono invece più incerti e comunque attenuati dalla natura temporanea di alcuni provvedimenti. In prospettiva, a parità di altre condizioni, la riduzione permanente delle aliquote sui profitti societari dovrebbe accrescere il livello desiderato dello stock di capitale e, di conseguenza, la capacità produttiva nell'economia; questo effetto sarebbe tuttavia compensato almeno in parte dall'aumento dei tassi di interesse che, in equilibrio, scaturirebbe dal maggiore indebitamento del governo federale (il CBO quantifica in due decimi di punto l'impatto della riforma nei prossimi cinque anni sul livello medio dei tassi sui titoli del Tesoro a lunga scadenza).

Secondo la maggior parte delle stime prese in considerazione, la riforma si tradurrebbe in un incremento del PIL degli Stati Uniti di circa un punto percentuale dopo tre anni; secondo quelle dell'OCSE, che incorporano anche l'impulso espansivo della recente legge di bilancio, l'effetto complessivo ammonterebbe a 1,4 punti percentuali dopo soli due anni. Per il medio periodo le previsioni sono assai più variabili: nel 2027 l'effetto sul PIL statunitense sarebbe pressoché nullo secondo il Fondo monetario internazionale (FMI), che dopo i primi cinque anni ipotizza un'azione correttiva sul bilancio federale per ridurre il disavanzo; secondo il CBO, le cui valutazioni si basano invece sull'attuale quadro legislativo, l'aumento del PIL sarebbe di 0,6 punti percentuali (equivalente alla stima del maggiore prodotto

Effetti della riforma sul livello del PIL
(punti percentuali)

	(a) PIL degli Stati Uniti: stime degli analisti privati e istituzionali					(b) PIL delle principali economie			
	1 anno	2 anni	3 anni	10 anni		1 anno	2 anni	3 anni	10 anni
CBO	0,3	0,6	0,8	0,6	Stati Uniti (CBO)	0,30	0,60	0,80	0,60
FMI	0,3	0,9	1,2	-0,1	Area dell'euro	0,02	0,04	0,05	0,05
JCT	...	...	...	0,1-0,2	Giappone	0,07	0,14	0,19	0,15
OCSE	0,7	1,4	...	...	Regno Unito	0,08	0,15	0,21	0,17
TF	0,4	0,9	1,3	2,9	Canada	0,16	0,36	0,51	0,42
TPC	0,8	0,7	0,5	0	Cina	0,01	0,02	0,02	0,01

Fonte: CBO, FMI, Joint Committee on Taxation (JCT), OCSE, Tax Policy Center (TPC), Tax Foundation (TF).

potenziale); per la Tax Foundation arriverebbe, a leggi invariate, a quasi 3 punti (tavola, pannello a).

Gli effetti sul resto del mondo dovrebbero essere complessivamente modesti; sarebbero relativamente più forti per le economie più integrate con gli Stati Uniti (come il Canada), quasi nulli per l'area dell'euro. Tale conclusione è corroborata dai risultati di un'analisi che si basa su un modello empirico a più paesi¹. A partire da tale modello, e ipotizzando un impatto sugli Stati Uniti pari a quello individuato dal CBO, sono stimati gli effetti sulle altre economie (tavola, pannello b). Il principale canale di trasmissione al resto del mondo è quello del commercio: le esportazioni degli altri paesi crescono sia per l'incremento della domanda aggregata negli Stati Uniti, sia a causa dell'apprezzamento del dollaro. Questi effetti sono attenuati da un aumento dei tassi di interesse a livello globale.

¹ L. Metelli e F. Natoli, *The international transmission of US fiscal shocks: a proxy-SVAR approach*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

In Giappone il PIL ha accelerato all'1,7 per cento, grazie al contributo dei consumi privati e degli investimenti. Nell'anno in corso si prevede un rallentamento del prodotto, su valori più in linea con il potenziale di crescita, stimato dalla Banca del Giappone intorno all'1,0 per cento.

La dinamica assai modesta dei prezzi resta uno dei principali problemi per l'economia giapponese. Nel corso del 2017 l'inflazione è risalita, superando l'1,0 per cento a fine anno, grazie soprattutto all'aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari; l'inflazione di fondo invece è rimasta attorno allo zero. A fronte di aspettative di medio e lungo termine ancora ben al di sotto dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento, la Banca centrale non ha modificato l'orientamento fortemente accomodante della politica monetaria adottato nell'ottobre 2016.

Nel Regno Unito la crescita del PIL nel 2017 si è marginalmente ridotta rispetto all'anno precedente, molto meno di quanto temuto all'indomani del referendum del 2016 sull'uscita del paese dell'Unione europea (Brexit; tav. 1.1), beneficiando del sostegno

di politiche economiche molto espansive e del favorevole contributo della congiuntura internazionale. All'accelerazione degli investimenti e soprattutto delle esportazioni ha fatto però riscontro un netto rallentamento dei consumi privati.

A causa del forte deprezzamento della sterlina, l'inflazione è salita a circa il 3,0 per cento nello scorcio del 2017. La Banca d'Inghilterra, pur mantenendo un orientamento decisamente accomodante, nello scorso novembre ha aumentato di 25 punti base il tasso di riferimento, riportandolo allo 0,5 per cento, il livello precedente il referendum.

Sul fronte dei negoziati con l'Unione europea (UE) vi sono stati importanti progressi, ma l'incertezza sui futuri rapporti economici rimane molto elevata (cfr. il riquadro: *Gli sviluppi del negoziato per la Brexit*).

GLI SVILUPPI DEL NEGOZIATO PER LA BREXIT

Il 29 marzo 2017 il Regno Unito ha formalmente avviato il processo di uscita dall'Unione europea (UE); i negoziati sono iniziati nel successivo mese di giugno. In linea con gli orientamenti del Consiglio europeo del 29 aprile 2017, la prima fase delle trattative ha affrontato i temi del recesso, in particolare i diritti dei cittadini europei residenti nel Regno Unito e dei britannici residenti nella UE, la liquidazione delle obbligazioni finanziarie britanniche derivanti dalla partecipazione del Regno Unito all'Unione e il mantenimento di un confine aperto tra l'Irlanda e l'Irlanda del Nord. Lo scorso 15 dicembre il Consiglio europeo ha stabilito che la prima fase dei negoziati aveva raggiunto progressi sufficienti; ha quindi avviato le trattative sui futuri rapporti bilaterali e, come richiesto dal governo britannico, anche su un eventuale periodo di transizione successivo all'uscita.

Nel marzo di quest'anno i negoziatori europei e britannici hanno raggiunto un'intesa su alcune parti della bozza dell'accordo di recesso, relative tra l'altro ai diritti dei cittadini, alla liquidazione finanziaria e alla transizione; non è stata ancora raggiunta invece una convergenza sulla questione del confine irlandese. Durante il periodo transitorio, che inizierebbe il 30 marzo 2019 e terminerebbe alla fine del 2020, il Regno Unito non parteciperebbe ai meccanismi decisionali della UE, in quanto non più Stato membro, ma godrebbe dei benefici della partecipazione al mercato unico e sarebbe tenuto al rispetto dell'ordinamento europeo. Vi sarà tuttavia certezza riguardo al periodo transitorio solo quando l'intero accordo di recesso verrà ratificato da entrambe le parti, in base al principio, più volte ribadito dalla UE, che "nulla è concordato finché tutto non è concordato".

Il 23 marzo 2018 il Consiglio europeo ha emanato ulteriori orientamenti per il negoziato sulle future relazioni tra UE e Regno Unito, stabilendo che un qualsiasi accordo dovrà salvaguardare la stabilità finanziaria nella UE, nonché il rispetto della sua normativa e del suo sistema di vigilanza. L'esplicita opposizione del Regno Unito a un'adesione allo Spazio economico europeo, che consentirebbe al paese di continuare a partecipare al mercato unico, e l'inscindibilità, dal punto di vista della UE, delle quattro libertà fondamentali (libera circolazione di persone, beni, servizi e capitali) fanno sì che da nessuna intesa commerciale potranno derivare per il Regno Unito prerogative simili a quelle connesse con l'appartenenza alla UE, incluse quelle che nel settore finanziario discendono dal passaporto unico.

In un eventuale accordo di libero scambio, così come delineato negli orientamenti del Consiglio europeo, il commercio di beni non sarebbe totalmente libero in quanto, pur non essendo applicati dazi, potrebbe essere introdotta una serie di barriere non tariffarie. Inoltre nel commercio dei servizi sarebbero applicate le limitazioni poste dalla normativa del paese ospitante, invece dell'attuale libera circolazione. Gli orientamenti non contengono riferimenti ai servizi finanziari che, al pari degli altri servizi, sarebbero soggetti ai principi generali della regolamentazione del paese ospitante e alle garanzie di parità concorrenziale. Permane comunque elevata l'incertezza circa i futuri rapporti, in quanto le trattative sono appena iniziate.

Qualora non si giungesse a un accordo di libero scambio, i rapporti commerciali sarebbero regolati dalle norme dell'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO) e i dazi relativi alla nazione più favorita (*most favoured nation*, MFN) sarebbero applicati alle importazioni bilaterali. Ciò danneggerebbe l'economia britannica più di quella dell'area dell'euro, soprattutto se la minore apertura commerciale dovesse ripercuotersi sulla produttività del paese¹.

L'effetto di eventuali dazi sarebbe amplificato dal fatto che, considerata la forte integrazione produttiva tra le due aree, i beni intermedi in molti casi attraversano più volte il Canale della Manica. Nell'ipotesi che il Regno Unito adotti un sistema di tariffe identico a quelle MFN applicate dalla UE nei confronti dei paesi terzi, si stima che i costi complessivi di produzione delle imprese britanniche aumenterebbero di circa un punto percentuale, tenendo conto delle catene del valore nazionali e internazionali². Per le imprese europee invece l'aggravio dei costi sarebbe marginale (0,1 punti percentuali), con differenze tra i paesi a seconda del grado di dipendenza dagli input manifatturieri importati dal Regno Unito; per l'Italia le ricadute sarebbero ancora più esigue rispetto alla media europea. Tutto ciò è ascrivibile alla marcata asimmetria nei rapporti bilaterali nell'approvvigionamento di beni intermedi: un quinto degli input utilizzati nel Regno Unito proviene dalla UE, mentre la corrispondente quota per l'Unione è solo l'1,5 per cento (0,7 per l'Italia).

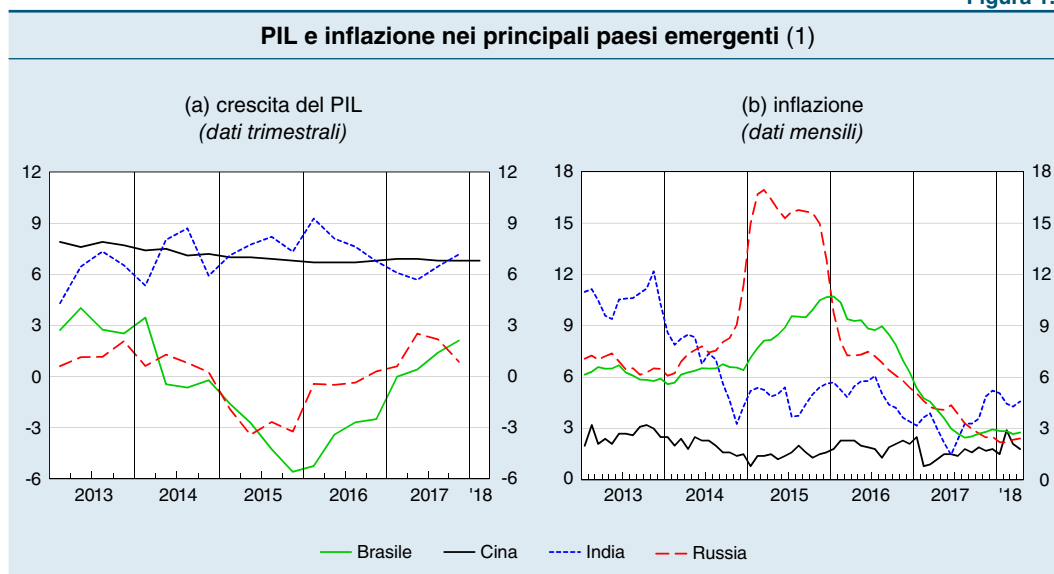
¹ M. Pisani e F. Vergara Caffarelli, *What will Brexit mean for the British and euro-area economies? A model-based assessment of trade regimes*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1163, 2018.

² R. Cappariello, M. Damianovic, M. Mancini e F. Vergara Caffarelli, *EU-UK Global Value Chain trade and the indirect costs of Brexit*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Le principali economie emergenti. – Nei paesi emergenti e in via di sviluppo l'attività economica ha accelerato al 4,8 per cento nel 2017, beneficiando della ripresa della domanda estera e della risalita dei prezzi delle materie prime (tav. 1.1).

In Cina il PIL è aumentato del 6,9 per cento (fig. 1.3.a), quasi mezzo punto in più rispetto a quanto previsto dall'FMI all'inizio dello scorso anno. Le esportazioni nette sono tornate a fornire un contributo positivo al prodotto, ma non si è interrotto il processo di ribilanciamento dell'economia verso un modello più incentrato sui consumi interni. Questi ultimi hanno continuato a fornire il principale apporto alla crescita (4,1 punti percentuali), mentre si è lievemente ridotto quello degli investimenti, che hanno risentito sia del ridimensionamento della capacità produttiva nel settore estrattivo e nell'industria pesante, sia del progressivo inasprimento della

Figura 1.3



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

politica monetaria e macroprudenziale, volto a contenere il crescente indebitamento dell'economia cinese.

L'indebitamento privato, quasi raddoppiato in rapporto al PIL nello scorso decennio, è stato alimentato negli ultimi anni anche attraverso canali di finanziamento alternativi al credito bancario e alla raccolta obbligazionaria – gestiti direttamente o indirettamente dalle banche, ma assai meno regolati – che costituiscono una rilevante vulnerabilità per l'economia cinese². Nel 2017 le autorità hanno introdotto misure per rafforzare la regolamentazione e la supervisione dei diversi comparti del settore finanziario con l'obiettivo di contenere i rischi di instabilità, frenando la crescita dell'indebitamento delle imprese.

Il debito pubblico ha raggiunto nel 2017 quasi la metà del PIL; secondo le stime dell'FMI, il rapporto sarebbe tuttavia assai più elevato se si tenesse conto anche delle passività fuori bilancio delle Amministrazioni locali³.

Nel 2017 le autorità cinesi hanno limitato gli interventi sul cambio e hanno avviato nuove iniziative di apertura economica, in particolare ampliando la lista dei settori in cui è possibile effettuare investimenti diretti, da e verso l'estero, senza necessità di autorizzazione preventiva; in novembre hanno annunciato la progressiva liberalizzazione alle partecipazioni straniere nel settore finanziario. Sono stati inoltre adottati interventi in materia di investimenti esteri dei residenti, con l'obiettivo di riorientarli dai settori ritenuti speculativi (quali sport, intrattenimento e immobiliare) a quelli considerati di natura più strategica (come la *Belt and Road Initiative*, che si propone di favorire l'integrazione infrastrutturale euroasiatica, o l'iniziativa *Made in China 2025*, lanciata per migliorare la qualità della produzione industriale).

² FMI, *Global Financial Stability Report*, aprile 2018.

³ FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2018.

Nel 2017 in Cina è stata rivolta una crescente attenzione all'esigenza di favorire uno sviluppo sostenibile anche sul piano ambientale. Sono state adottate misure finalizzate a contenere l'inquinamento, tra cui l'imposizione di una nuova tassa sulle emissioni industriali, l'introduzione di maggiori limitazioni all'uso del carbone e il divieto all'importazione di alcune tipologie di prodotti inquinanti.

In India l'attività economica ha rallentato nel 2017, al 6,7 per cento, frenata dagli effetti negativi della sostituzione forzata delle banconote in circolazione alla fine del 2016 (cfr. *Relazione annuale* sul 2016) e dalle difficoltà incontrate nell'introduzione del nuovo sistema di tassazione indiretta, in vigore dallo scorso luglio. Nella seconda parte dello scorso anno i rincari dei beni energetici e di quelli alimentari hanno sospinto l'inflazione oltre il 5 per cento (fig. 1.3.b), un valore prossimo al limite superiore dell'intervallo di riferimento della Banca centrale, che a partire da agosto ha lasciato invariati i tassi di politica monetaria, interrompendo il ciclo espansivo in atto dal 2015.

Dall'autunno il governo indiano ha intrapreso un ingente piano di ricapitalizzazione delle banche pubbliche, su cui gravano circa i tre quarti dei crediti deteriorati del sistema, per riavviare i prestiti al settore privato; alla Banca centrale sono stati attribuiti maggiori poteri per indurre le banche ad accelerare le procedure di recupero dei crediti in sofferenza.

In Brasile e Russia il rialzo dei corsi delle materie prime ha favorito una più rapida ripresa dell'attività economica, che in entrambi i paesi ha beneficiato anche del recupero dei consumi, sostenuti dal calo dell'inflazione e dal miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. L'attività economica continua però a risentire delle incertezze connesse con la situazione politica in Brasile e con le tensioni internazionali in Russia; in quest'ultimo paese il settore bancario mostra inoltre ancora segnali di fragilità.

I paesi in via di sviluppo a basso reddito. – L'attività economica nei paesi in via di sviluppo a basso reddito, che rappresentano il 4 per cento circa del PIL mondiale, nel 2017 si è rafforzata (tav. 1.1), grazie anche alla ripresa dei prezzi delle materie prime di cui molti di questi paesi sono esportatori.

Negli ultimi cinque anni lo stock del loro debito pubblico è aumentato di circa 15 punti percentuali rispetto al prodotto, collocandosi in media attorno al 55 per cento del PIL nel 2017; il debito pubblico o garantito dal settore pubblico verso l'estero era pari a circa il 30 per cento del prodotto. Molte di queste economie avevano già usufruito, nello scorso decennio, di programmi di cancellazione del debito coordinati dall'FMI e dalla Banca Mondiale. Negli anni passati la crescita dell'indebitamento è stata determinata principalmente dagli effetti avversi del calo del prezzo delle materie prime sulle entrate, dall'adozione di politiche fiscali accomodanti e dal deprezzamento delle valute locali nei confronti del dollaro, valuta in cui è denominata una quota consistente del debito.

Con l'incremento del debito registrato negli ultimi anni è aumentata anche la vulnerabilità finanziaria; secondo le stime del *Debt Sustainability Framework* (DSF), sviluppato congiuntamente dall'FMI e dalla Banca Mondiale, il 40 per cento circa di questi paesi è attualmente in una situazione di crisi debitoria o a elevato rischio di entrarvi.

Il DSF, introdotto nel 2005 con lo scopo di valutare la sostenibilità del debito estero e di quello pubblico nei paesi a basso reddito, è stato recentemente rivisto per rendere più trasparente la situazione dei paesi e consentire una migliore valutazione della loro capacità debitoria. Altri interventi di natura simile includono l'approvazione da parte del G20 nel marzo dello scorso anno delle *Operational Guidelines for Sustainable Financing*, che promuovono anche una maggiore trasparenza delle politiche fiscali e di gestione del debito.

In un quadro di crescenti vulnerabilità finanziarie, gli investimenti pubblici nei paesi a basso reddito dipendono in misura sostanziale dai finanziamenti delle banche multilaterali di sviluppo, il cui rafforzamento della capacità di prestito è attualmente al centro dell'attenzione della comunità internazionale (cfr. riquadro: *Il dibattito sul potenziamento della capacità di prestito delle banche multilaterali di sviluppo*).

IL DIBATTITO SUL POTENZIAMENTO DELLA CAPACITÀ DI PRESTITO DELLE BANCHE MULTILATERALI DI SVILUPPO

Il raggiungimento degli Obiettivi di sviluppo sostenibile, fissati dalle Nazioni Unite nel 2015 (la cosiddetta Agenda 2030), richiede l'impiego di risorse finanziarie imponenti. Con riferimento alle sole necessità infrastrutturali nei paesi a reddito medio e basso, alcuni studi stimano un'esigenza di investimenti aggiuntivi – rispetto a quelli già previsti – nell'ordine di 1-1,5 trilioni di dollari all'anno fino al 2030¹.

In previsione di un forte incremento della domanda di prestiti rivolta alle banche multilaterali di sviluppo, anche in considerazione del ruolo rilevante giocato da queste istituzioni nel finanziamento dei progetti infrastrutturali nelle economie emergenti e in via di sviluppo, la comunità internazionale ha avviato iniziative finalizzate a incrementarne la capacità di prestito. Data la limitata quantità di nuove risorse che i paesi membri sono disposti a concedere a queste banche attraverso incrementi di capitale (dopo negoziati durati due anni la Banca Mondiale è riuscita a ottenere di recente un aumento di capitale versato di 7,5 miliardi di dollari), la maggiore capacità di prestito dovrebbe scaturire principalmente da un migliore sfruttamento dei margini offerti dai bilanci di queste istituzioni, preservando nel contempo i rispettivi equilibri patrimoniali.

Nel biennio 2016-17, seguendo le indicazioni dell'*Action Plan to Optimize Multilateral Development Banks' Balance Sheets*, approvato dal G20 alla fine del 2015, le maggiori banche multilaterali di sviluppo² hanno avviato iniziative che mirano, tra l'altro, a: (a) incrementare la leva finanziaria preservando il rating AAA; (b) scambiarsi alcune esposizioni creditizie per migliorare la diversificazione dei propri portafogli; (c) rafforzare la capacità di autofinanziamento attraverso il contenimento delle spese operative, la revisione al rialzo dei tassi attivi per le scadenze più lunghe e i beneficiari con reddito pro capite più elevato, la riforma delle politiche di trasferimento degli utili ai fondi dedicati ai paesi più poveri.

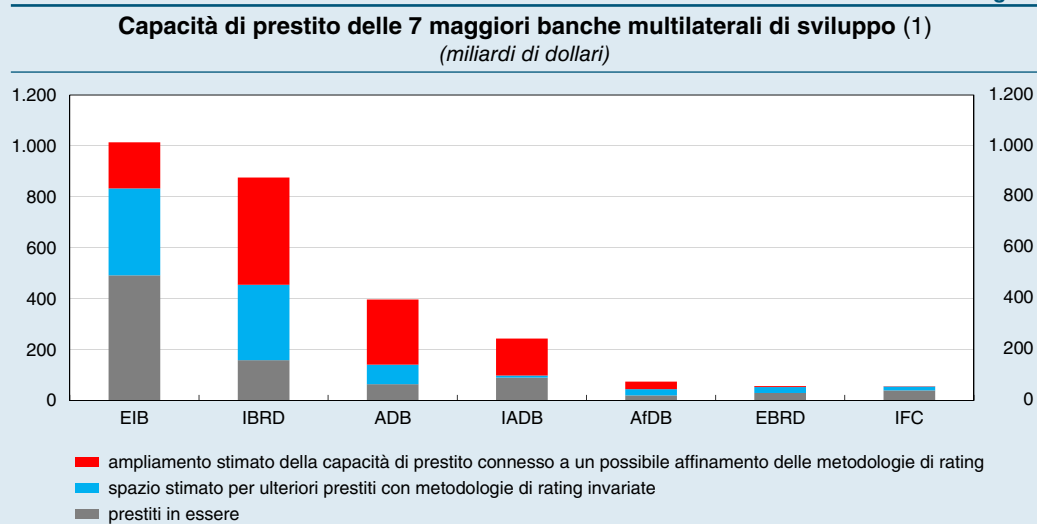
¹ A. Bhattacharya, J. Oppenheim e N. Stern, *Driving sustainable development through better infrastructure: key elements of a transformation program*, Global Economy & Development Working Paper, 91, luglio 2015.

² African Development Bank (AfDB), Asian Development Bank (ADB), European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), European Investment Bank (EIB), Inter-American Development Bank (IDB), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD) e International Finance Corporation (IFC).

L'agenzia di rating Standard and Poor's (S&P) stima che le 19 istituzioni finanziarie multilaterali da essa valutate potrebbero accrescere l'esposizione creditizia complessiva per ulteriori 1.000 miliardi di dollari, mantenendo invariati i rispettivi livelli di rating³.

Sostanzialmente in linea con questo risultato, uno studio condotto in Banca d'Italia stima che le 7 maggiori banche multilaterali di sviluppo (tutte aventi un rating AAA), cui fa capo il 90 per cento circa dell'esposizione complessiva delle 19 istituzioni valutate da S&P, potrebbero accrescere la propria esposizione creditizia complessiva dagli attuali 894 a 1.680 miliardi di dollari preservando il proprio rating (figura)⁴.

Figura



Fonte: R. Settimo, 2017, op. cit.

(1) Dati al 2015. La capacità di prestito è vincolata all'obiettivo di preservare un rating AAA.

Alcune ricerche hanno messo in luce tuttavia come le metodologie utilizzate dalle agenzie di rating per valutare la rischiosità delle istituzioni finanziarie multilaterali non considerino in modo adeguato le peculiarità delle banche multilaterali di sviluppo. In particolare queste metodologie sottostimerebbero i benefici provenienti dallo status di creditore privilegiato "di fatto", e sovrastimerebbero le penalizzazioni associate alla concentrazione del portafoglio prestiti per singolo prenditore⁵.

Secondo lo studio della Banca sopra accennato, una più appropriata considerazione di queste peculiarità potrebbe ridurre in misura sensibile

³ S&P Global Ratings' Credit Research, *How much can multilateral lending institutions up the ante?*, New York, Alacra Store, 2016.

⁴ R. Settimo, *Towards a more efficient use of multilateral development banks' capital*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 393, 2017. Stime su dati al 2015. Risultati molto simili nell'aggregato si ottengono aggiornando i dati al 2016. Le quantificazioni sono basate sulla metodologia attualmente utilizzata dall'agenzia S&P per valutare la rischiosità delle istituzioni finanziarie multilaterali.

⁵ W. Perraudin, A. Powell e P. Yang, *Multilateral development bank ratings and preferred creditor status*, IDB Working Paper Series, 697, 2016; C. Humphrey, *Are credit rating agencies limiting the operational capacity of multilateral development banks? Paper commissioned by the G24 as part of its work program on enhancing the role of MDBs in infrastructure finance*, 30 ottobre 2015.

l'assorbimento di capitale e, per questa via, ampliare la capacità di prestito complessiva delle 7 maggiori banche multilaterali di sviluppo fino a 2.716 miliardi di dollari, preservando un rating AAA (figura). Tali stime vanno però considerate con cautela poiché effettuate ipotizzando un'allocazione costante delle risorse e l'invarianza del merito di credito sia dei paesi beneficiari, sia dei paesi azionisti.

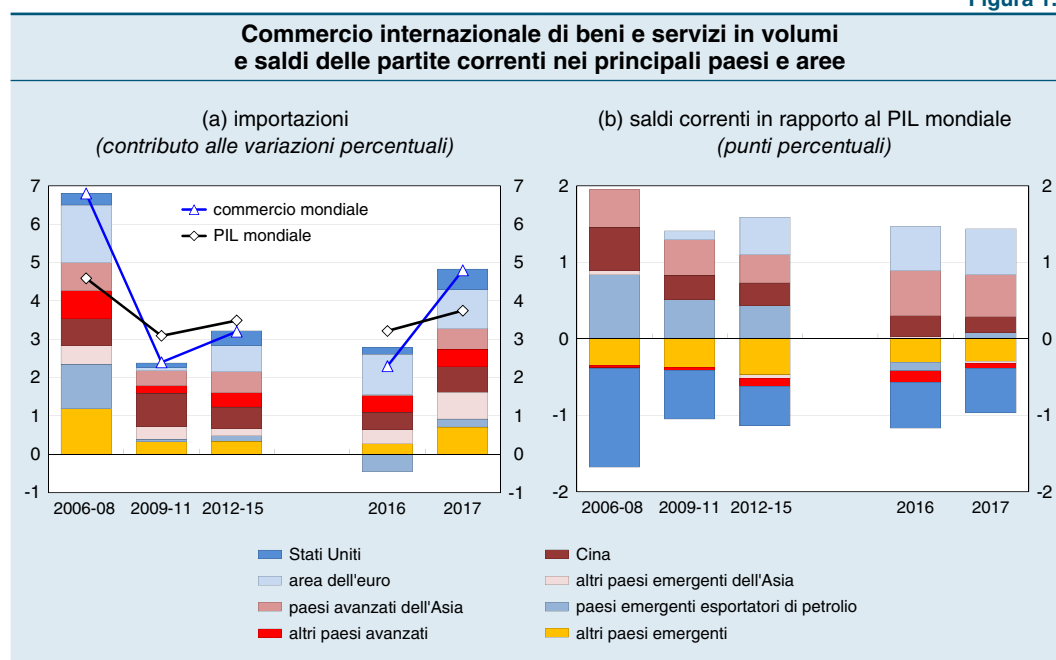
Il commercio internazionale e gli squilibri globali di parte corrente

L'accelerazione dell'attività economica globale si è associata a una notevole ripresa degli scambi commerciali che, dopo un quinquennio di crescita modesta, sono tornati a espandersi a un ritmo superiore a quello del PIL (fig. 1.4.a).

La fase fortemente espansiva si sarebbe protratta ai primi mesi del 2018. Prime indicazioni qualitative provenienti dagli ordinativi dall'estero segnalano tuttavia la possibilità di un rallentamento a partire dal secondo trimestre. Tali andamenti, che rappresentano una parziale correzione rispetto agli alti livelli raggiunti in precedenza, potrebbero anche segnalare un deterioramento della fiducia delle imprese che operano sui mercati internazionali in seguito all'accentuarsi dell'incertezza sull'evoluzione delle politiche commerciali statunitensi nei confronti dei suoi principali partner.

Nel 2017 la crescita degli scambi di beni e servizi è raddoppiata rispetto all'anno precedente, sfiorando il 5 per cento, il tasso più elevato dal 2012. La dinamica del commercio è stata stimolata principalmente dalla ripresa dell'accumulazione di capitale, la componente della domanda a più elevato contenuto di importazioni, e dall'aumento dei prezzi delle materie prime, che ha sostenuto la capacità di spesa dei paesi ricchi di risorse naturali e gli investimenti nel settore energetico.

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018.

L'espansione delle importazioni è stata più marcata nei paesi emergenti (6,4 per cento), ma è nettamente risalita anche in quelli avanzati (4,2). A tale dinamica hanno principalmente contribuito i paesi asiatici (inclusa la Cina), l'area dell'euro e, in misura inferiore, gli Stati Uniti; è tornato positivo l'apporto dei paesi esportatori di petrolio, che hanno beneficiato del recupero delle ragioni di scambio. In Cina l'accelerazione delle importazioni (6,9 per cento) è stata inferiore a quella delle esportazioni (9,2), anche per effetto del rallentamento degli investimenti nel paese.

Gli squilibri globali di parte corrente sono risultati nel complesso stabili rispetto al 2016, mantenendosi su livelli più contenuti di quelli prevalenti nel periodo 2006-08. La risalita dei prezzi del petrolio ha favorito il riassorbimento del disavanzo dei paesi esportatori di greggio; è proseguita la riduzione dell'avanzo della Cina (sceso all'1,3 per cento del PIL), dovuta sia a un minor surplus nel commercio di beni sia a un ampliamento del deficit nella bilancia dei servizi. Al contrario si è ampliato l'avanzo del Giappone (al 4 per cento del PIL) e, in misura minore, quello dell'area dell'euro (al 3,5). Negli Stati Uniti il disavanzo è rimasto stabile al 2,4 per cento del prodotto (fig. 1.4.b).

Il processo di integrazione commerciale globale ha continuato a subire spinte contrapposte, una tendenza in atto sin dall'avvio della crisi finanziaria globale. Da un lato sono stati avviati numerosi negoziati per accordi di liberalizzazione su base bilaterale e regionale, con l'obiettivo non solo di rimuovere gli ostacoli al libero scambio di beni e servizi, ma anche di facilitare la produzione e gli investimenti oltre i confini nazionali attraverso l'eliminazione di pratiche discriminatorie e la definizione di standard tecnici e normativi condivisi. Dall'altro lato si sono accentuate, soprattutto nel periodo più recente, le spinte protezionistiche, in particolare da parte degli Stati Uniti.

Lo scorso settembre è entrato in vigore in via provvisoria, in attesa dell'approvazione definitiva da parte dei parlamenti nazionali, l'accordo economico e commerciale tra l'Unione europea e il Canada (*Comprehensive Economic and Trade Agreement*, CETA), che comporta l'abbattimento pressoché completo delle barriere tariffarie sul commercio di beni, l'apertura reciproca del comparto dei servizi e la facilitazione nell'accesso agli appalti pubblici e agli investimenti. Nel 2017 è stata anche definita la bozza di accordo tra la UE e il Giappone (*Economic Partnership Agreement*, EPA), finalizzata prevalentemente ad abbattere le barriere commerciali sui prodotti alimentari. All'inizio del 2018 è stato sottoscritto da 11 paesi affacciati sul Pacifico, tra cui il Canada e il Messico, il *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership* (CPTPP), nonostante l'abbandono dei negoziati da parte degli Stati Uniti.

Sul fronte opposto, secondo le recenti analisi dell'FMI, dopo la crisi finanziaria globale sono aumentate le misure restrittive al commercio da parte dei paesi G20, soprattutto di quelli emergenti, dove le barriere commerciali già erano sensibilmente più elevate rispetto ai paesi avanzati⁴.

Nel 2018 si sono fortemente accentuati gli impulsi protezionistici provenienti dagli Stati Uniti. Mentre rimangono ancora incerti gli esiti dei negoziati per la revisione del trattato di libero scambio denominato *North American Free Trade Agreement* (NAFTA), all'inizio dell'anno l'amministrazione statunitense ha innalzato i dazi sulle importazioni

⁴ FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018.

di alcuni prodotti, tra cui l'alluminio e l'acciaio (rispettivamente del 10 e del 25 per cento); la UE, il Canada e il Messico sono stati temporaneamente esentati da queste misure, mentre altri paesi (Argentina, Australia, Brasile e Corea del Sud) hanno ottenuto un'esenzione permanente in cambio di una restrizione volontaria delle loro esportazioni di alluminio e acciaio verso gli Stati Uniti. L'amministrazione statunitense ha inoltre manifestato l'intenzione di imporre dazi aggiuntivi del 25 per cento su numerosi prodotti importati dalla Cina, per un controvalore di circa 50 miliardi di dollari (pari a circa un decimo delle importazioni complessive dal paese). Le misure restrittive entrerebbero in vigore in base agli esiti di una consultazione pubblica che terminerà alla fine di maggio; la Cina ha già annunciato ritorsioni di analoga entità sulle importazioni dagli Stati Uniti, soprattutto di prodotti alimentari, se fallissero le trattative in corso tra i due paesi.

Secondo le valutazioni delle principali istituzioni e centri di ricerca internazionali, gli effetti diretti di tutti questi provvedimenti sarebbero nel complesso limitati e comunque più negativi sull'attività economica negli Stati Uniti; gli effetti indiretti, che deriverebbero da eventuali ritorsioni bilaterali, sono difficili da valutare, ma sarebbero più pervasivi e di natura globale, a causa delle interconnessioni nelle catene globali del valore e dei riflessi negativi dell'aumento dell'incertezza sulle decisioni di investimento delle imprese multinazionali.

La persistenza del disavanzo commerciale statunitense (al 4,2 per cento del PIL), particolarmente accentuato nei confronti della Cina, è uno dei principali fattori con cui l'amministrazione statunitense ha motivato il ricorso ai dazi. L'andamento del disavanzo complessivo di un paese dipende tuttavia soprattutto da fattori macroeconomici e strutturali; inoltre i saldi bilaterali non rispecchiano appieno l'origine del valore aggiunto incorporato nei beni scambiati tra due paesi e quindi potrebbero risultare notevolmente diversi se venissero corretti per tenere conto di questo aspetto. Nello specifico, il disavanzo commerciale degli Stati Uniti nei confronti della Cina si ridurrebbe di circa un terzo se fosse calcolato sulla base dell'origine del valore aggiunto incorporato nei beni⁵.

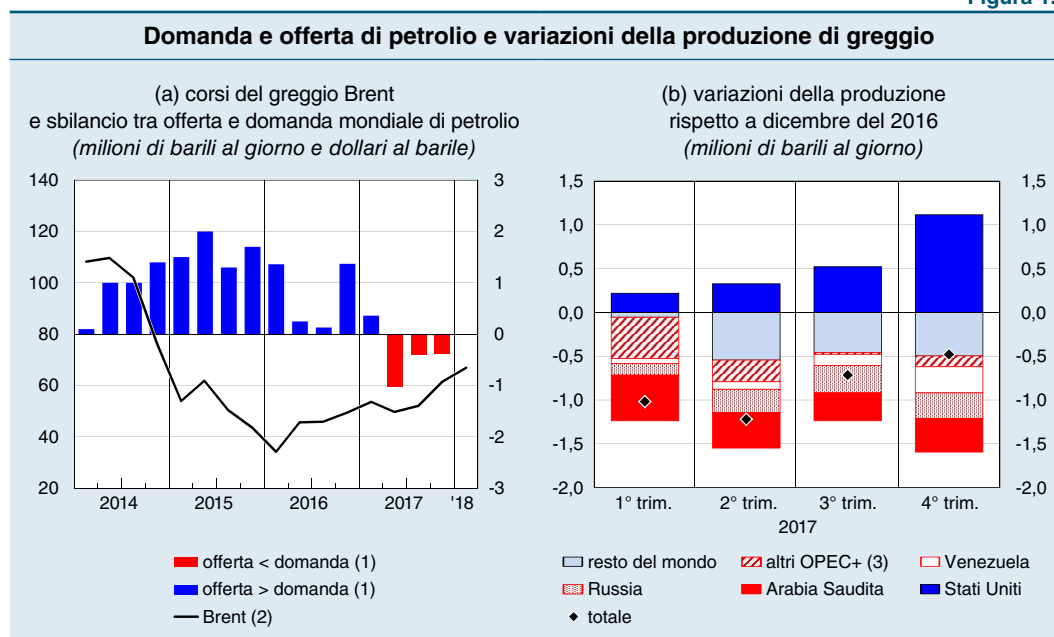
I prezzi e i mercati delle materie prime

I prezzi del petrolio. – Nel 2017 le quotazioni del petrolio sono salite, superando in dicembre i 60 dollari al barile, grazie al riassorbimento dell'eccesso di offerta che aveva contraddistinto il mercato nel triennio precedente (fig. 1.5.a). La domanda mondiale di petrolio, ripetutamente rivista al rialzo dall'International Energy Agency (IEA), è aumentata di 1,5 milioni di barili al giorno (MBG) sull'anno precedente, mentre l'offerta si è ampliata solo di poco (0,4 MBG); le scorte, misurate dall'IEA per i soli paesi dell'OCSE, sono scese e in marzo di quest'anno si sono collocate su valori inferiori alla media dell'ultimo quinquennio.

Le quotazioni hanno continuato a salire anche nei primi mesi del 2018, sulla spinta della crescita della domanda globale e della riduzione dell'offerta complessiva, solo parzialmente compensata dalla maggiore produzione negli Stati Uniti. In questo contesto l'acuirsi dei rischi geopolitici – anche in seguito all'annuncio dell'uscita degli

⁵ OCSE e WTO, *Trade in value-added: concepts, methodologies and challenges (joint OECD-WTO note)*, 2012.

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati EIA, IEA e Thomson Reuters Datastream.

(1) Scala di destra; milioni di barili al giorno. – (2) Dollari al barile. – (3) OPEC+ esclusi Arabia Saudita, Venezuela e Russia.

Stati Uniti dall'accordo sul nucleare con l'Iran, terzo produttore dell'OPEC – ha accentuato i timori di una più marcata contrazione della produzione globale di greggio. In maggio i corsi petroliferi hanno superato i 75 dollari al barile e le quotazioni dei futures prefigurano un calo solo lieve dei prezzi nel medio periodo.

Dall'inizio dello scorso anno viene applicato l'accordo concluso alla fine del 2016 tra i paesi membri dell'OPEC e altri paesi produttori, tra cui la Russia (il cosiddetto OPEC+), finalizzato a ridurre le scorte globali e a favorire il riequilibrio del mercato del petrolio. Per raggiungere questi obiettivi, l'accordo prevedeva il contenimento dell'offerta di greggio entro limiti concordati per un periodo di sei mesi, poi progressivamente prorogato a tutto il 2018. La sostanziale adesione agli impegni ha comportato, nella media del 2017, una riduzione dell'offerta dei paesi OPEC+ di circa 1,0 MBG rispetto a dicembre del 2016 (fig. 1.5.b).

A contrarre l'offerta di greggio hanno contribuito anche interruzioni inattese e temporanee della produzione, come quelle nel Mare del Nord e nel Golfo del Messico. Effetti di carattere più duraturo sono invece legati al calo degli investimenti registrato negli ultimi anni nei giacimenti convenzionali più maturi e in misura maggiore in Venezuela, dove, anche a seguito dell'acuirsi delle tensioni politiche interne, si è verificato un crollo della produzione.

Negli Stati Uniti invece è proseguita la crescita della produzione, trainata dall'aumento superiore alle attese di quella da fonti non convenzionali. Nei primi mesi di quest'anno l'offerta statunitense di greggio ha superato quella dell'Arabia Saudita, appena 0,6 MBG circa inferiore a quella della Russia, che rimane il maggiore produttore mondiale. Con la cancellazione da parte del Congresso del divieto di esportare greggio, si è registrato un rapido incremento delle vendite all'estero degli Stati Uniti, accompagnato da quello degli investimenti in infrastrutture di stoccaggio e trasporto.

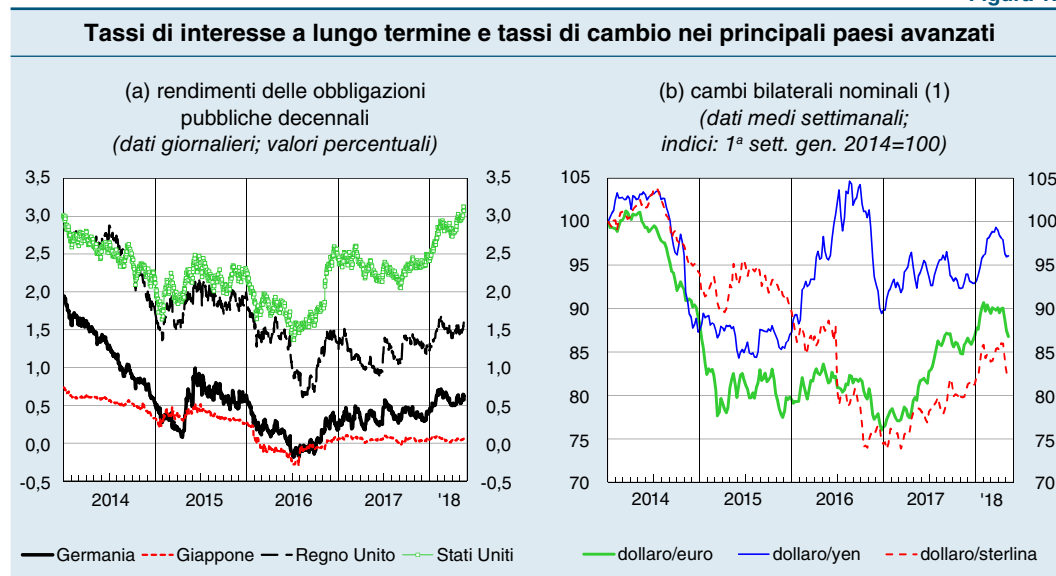
I corsi delle altre materie prime. – I prezzi delle materie prime non petrolifere, in ripresa dal 2016, si sono ulteriormente rafforzati nel 2017, in linea con la crescita superiore alle attese delle principali economie. Le quotazioni dei metalli industriali hanno beneficiato dell'ampliarsi del deficit di offerta⁶: la produzione in Cina si è ridotta in seguito ai tagli operati per limitare l'inquinamento durante la stagione invernale, determinando un aumento del ricorso alle importazioni a fronte di una contrazione dell'offerta globale.

I mercati finanziari internazionali

Nel 2017 le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono state distese. I rendimenti a lungo termine nelle economie avanzate si sono mantenuti contenuti e i prezzi delle attività finanziarie più rischiose sono aumentati, in un contesto di bassa volatilità. Dall'inizio dell'anno in corso tuttavia la volatilità è risalita e i corsi azionari hanno subito brusche oscillazioni.

Nella prima parte del 2017 i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti sono diminuiti, in concomitanza con il debole andamento dell'inflazione (fig. 1.6.a); dalla fine di agosto i rendimenti hanno ripreso ad aumentare, incorporando aspettative di maggiore crescita e inflazione. La risalita dei tassi di interesse si è accentuata all'inizio del 2018 in seguito alla diffusione di dati macroeconomici su salari e inflazione superiori alle attese, che hanno determinato una revisione al rialzo delle aspettative sui tassi di politica monetaria. Negli altri principali paesi avanzati i tassi a lunga scadenza sono rimasti stabili per gran parte del 2017, ma hanno cominciato a risalire nello scorcio dell'anno, anticipando un orientamento meno accomodante delle politiche monetarie; ha fatto eccezione il Giappone, dove i rendimenti a dieci anni sono rimasti pressoché nulli.

Figura 1.6



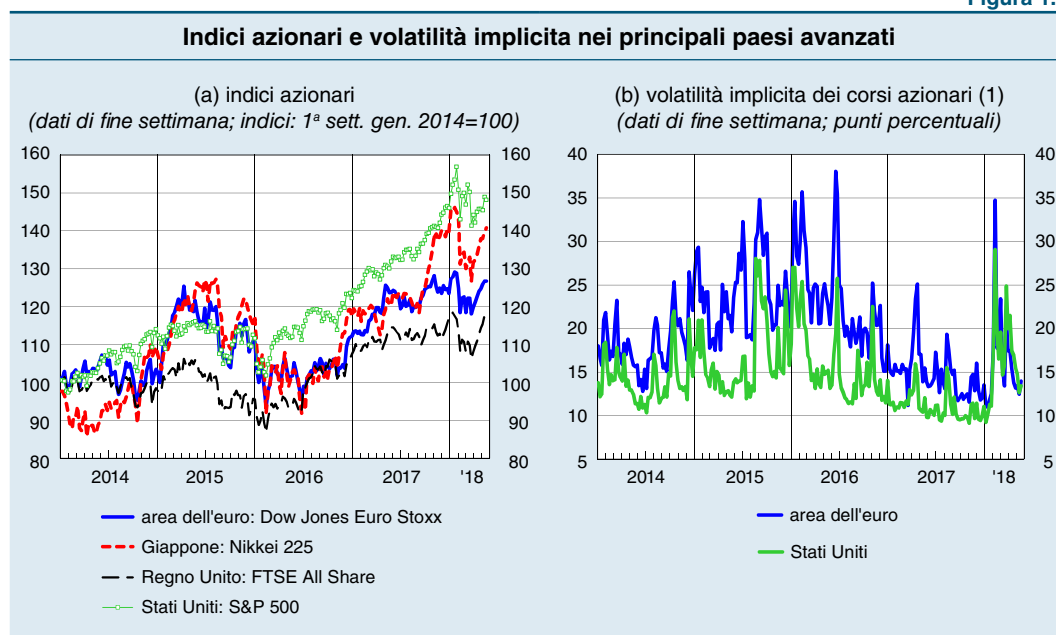
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento.

⁶ FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018.

Gli indici azionari hanno continuato ad aumentare nel 2017, raggiungendo nuovi massimi storici (fig. 1.7.a). La volatilità sui mercati finanziari si è ridotta, collocandosi ai livelli più bassi dalla crisi finanziaria (fig. 1.7.b). Dal febbraio 2018 le quotazioni hanno subito però brusche oscillazioni e la volatilità è risalita, in connessione con la revisione al rialzo delle aspettative sui tassi di interesse e l'inasprirsi delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina. L'incremento della volatilità è stato amplificato da fattori tecnici di mercato, tra cui la chiusura di posizioni speculative sui derivati finanziari (cfr. il riquadro: *L'aumento della volatilità sui mercati finanziari*, in *Bollettino economico*, 2, 2018). È salita anche l'incertezza sulle politiche economiche, che nel 2017 si era fortemente ridotta.

Figura 1.7



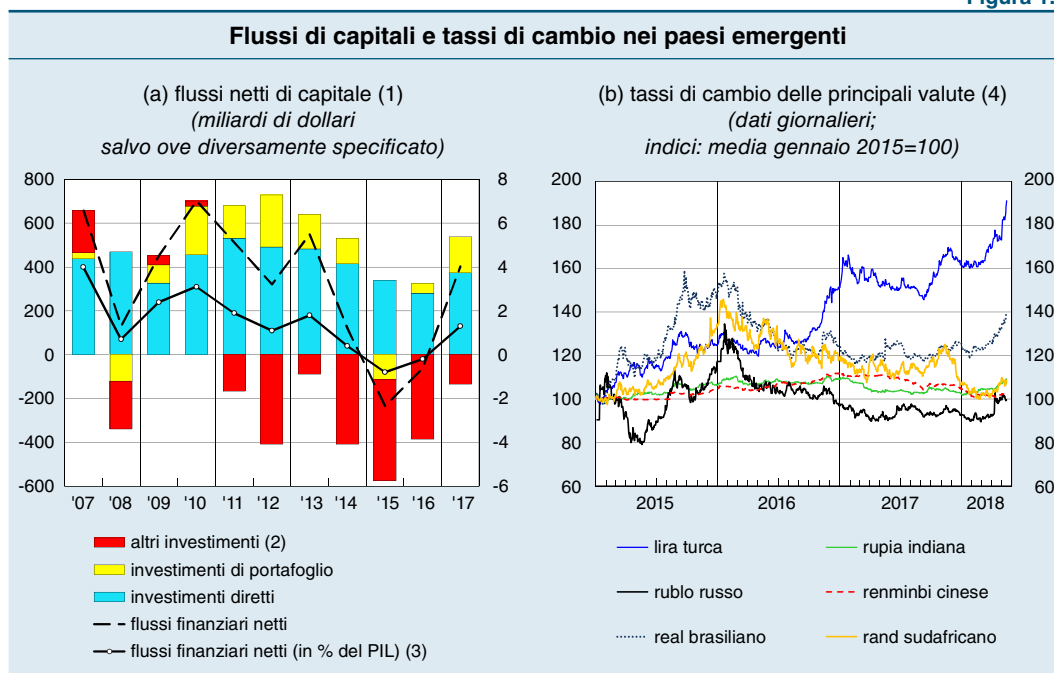
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

Lo scorso anno e nei primi mesi del 2018 il dollaro si è deprezzato nei confronti delle principali valute. Nonostante il progressivo aumento dei tassi di interesse deciso dalla Riserva federale, l'indebolimento della valuta statunitense sembra aver risentito dell'incertezza circa gli effetti delle politiche economiche negli Stati Uniti, del miglioramento delle prospettive di crescita nelle altre maggiori economie avanzate e, nei confronti dell'euro, del venir meno di rischi politici dopo le elezioni francesi e tedesche. Dalla fine di marzo il dollaro ha tuttavia iniziato ad apprezzarsi, anche beneficiando di un'evoluzione del quadro macroeconomico migliore delle attese negli Stati Uniti (fig. 1.6.b).

Le condizioni finanziarie per le economie emergenti sono rimaste nel complesso accomodanti. Nel corso del 2017 sono tornati positivi i flussi netti di capitali, per effetto del sensibile e generalizzato incremento degli afflussi dall'estero e della sostanziale riduzione dei deflussi di capitale dalla Cina (fig. 1.8.a). La dinamica complessiva ha riflesso la crescita degli investimenti diretti e quella, più marcata, dei flussi di portafoglio, nonché i minori deflussi delle altre componenti, tra cui quelle bancarie. È aumentata l'emissione di obbligazioni in dollari da parte di emittenti sovrani e privati

Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Thomson Reuters Datastream.

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

dei principali paesi emergenti. Durante lo scorso anno e all'inizio del 2018 gli indici azionari hanno registrato rialzi diffusi, solo in parte frenati dal recente riacutizzarsi delle tensioni sui mercati internazionali.

Nel 2017 le valute delle economie emergenti hanno avuto andamenti differenziati (fig. 1.8.b). In Cina il renminbi si è apprezzato del 10 per cento, grazie all'andamento dei flussi netti di capitale, che ha anche favorito un recupero delle riserve ufficiali del paese (a 3.089 miliardi di dollari), dopo il minimo storico toccato all'inizio dell'anno. Dall'inizio del 2018 le valute dei paesi emergenti si sono generalmente deprezzate nei confronti del dollaro, in risposta all'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti. L'indebolimento è stato più accentuato per il real brasiliano e, soprattutto, per la lira turca; su quest'ultima valuta pesano le incertezze politiche interne, che hanno contribuito a spingere il suo valore ai minimi storici.

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

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

La ripresa dell'attività economica dell'area dell'euro, in atto dalla primavera del 2013, si è rafforzata, diffondendosi a tutti i paesi. Nel primo trimestre di quest'anno la crescita ha lievemente ripiegato, tornando in linea con quella media dell'ultimo triennio.

Dopo il venire meno dei timori di deflazione all'inizio del 2017, l'inflazione è gradualmente aumentata; resta però ancora lontana dai valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dall'Eurosistema, soprattutto nella componente di fondo. Una progressiva ripresa dell'inflazione è prevista per i prossimi anni: essa dipende dal riassorbimento delle risorse lavorative inutilizzate, la cui misurazione è comunque incerta, e dal recupero delle aspettative di riferimento per imprese e lavoratori nella fissazione di prezzi e salari.

Si mantiene significativo il sostegno fornito dalle politiche economiche, in particolare dalle condizioni monetarie molto favorevoli. Secondo le stime della Commissione europea, l'orientamento della politica di bilancio dell'area è stato neutrale nel 2017 e diventerebbe leggermente espansivo nell'anno in corso.

Nel 2017 la Commissione ha presentato alcune iniziative per la riforma della governance dell'Unione economica e monetaria, tra le quali le proposte per il completamento dell'Unione bancaria e di quella dei mercati dei capitali e il progetto per il potenziamento del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM), che verrebbe a configurarsi come una sorta di Fondo monetario europeo.

La fase ciclica

Nel 2017 il prodotto interno lordo dell'area dell'euro è aumentato del 2,4 per cento, un ritmo prossimo a quello degli Stati Uniti e superiore a quello di Regno Unito e Giappone. L'accelerazione rispetto al 2016 è riconducibile soprattutto alle vendite nei mercati esteri, cui ha corrisposto un marcato incremento della produzione industriale; l'apporto della domanda interna si è lievemente ridotto, pur rimanendo sostenuto.

La dispersione dei tassi di crescita tra le economie dell'area è scesa ai valori minimi dall'avvio dell'Unione monetaria (tav. 2.1). L'*output gap* resta invece ampiamente differenziato; secondo le stime della Commissione europea l'anno scorso si era ridotto nell'area a -0,5 per cento (da -1,3 nel 2016), calcolato come media di paesi in cui era ancora negativo (quali la Grecia, l'Italia e il Lussemburgo) e altri in cui aveva raggiunto valori di sostanziale equilibrio (come la Germania, la Spagna e l'Austria).

Tavola 2.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) <i>(valori concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)</i>								
PAESI	2015	2016	2017	2017				2018
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Francia (2)	1,1	1,2	2,2	0,7	0,6	0,5	0,7	0,3
Germania	1,7	1,9	2,2	0,9	0,6	0,7	0,6	0,3
Italia	1,0	0,9	1,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Spagna	3,4	3,3	3,1	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7
Area dell'euro (3)	2,1	1,8	2,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,4

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
 (1) Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) I dati trimestrali non includono la revisione dei dati annuali diffusa il 15 maggio. – (3) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19 paesi.

Le esportazioni sono aumentate del 5,1 per cento, favorite in tutti i maggiori paesi dall'accelerazione del commercio internazionale (cfr. il capitolo 1: *L'evoluzione congiunturale e il commercio internazionale*) e indirizzate in particolare verso le economie europee esterne all'area e verso la Cina. Le importazioni hanno invece rallentato, al 4,3 per cento. Il surplus di conto corrente, in aumento dal 2013, è rimasto sostanzialmente stabile (al 3,5 per cento in rapporto al PIL); all'evoluzione favorevole delle quantità si è contrapposto il peggioramento delle ragioni di scambio, dovuto soprattutto al rincaro dei corsi petroliferi.

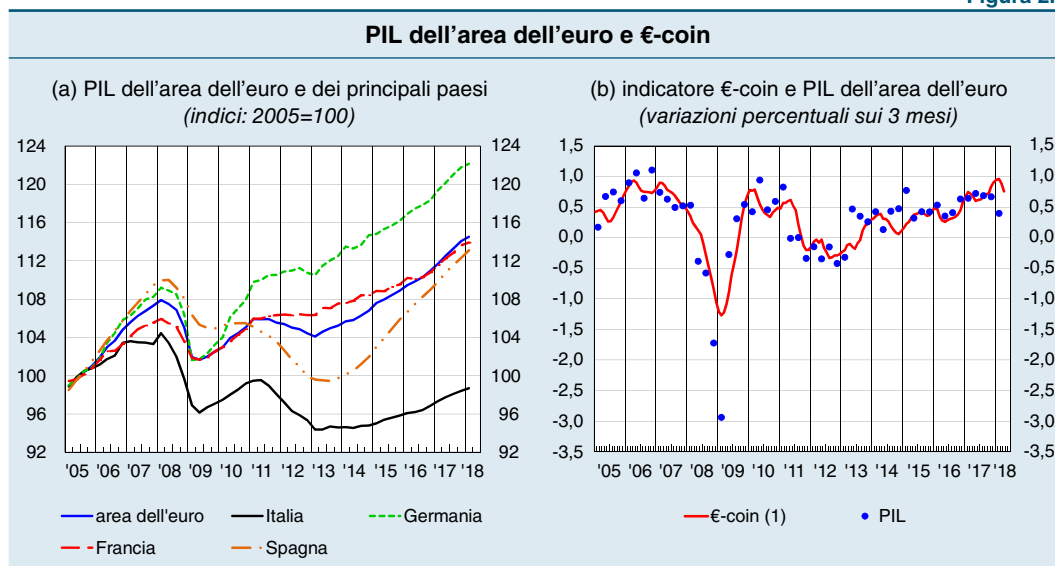
La spesa delle famiglie nel 2017 ha registrato un incremento dell'1,7 per cento, pressoché in linea con il biennio precedente; la propensione al risparmio è rimasta sostanzialmente invariata (al 12,0 per cento). Il reddito delle famiglie ha beneficiato dell'ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro: l'occupazione è aumentata dell'1,6 per cento, accelerando per il terzo anno consecutivo. Il tasso di disoccupazione, che aveva toccato il 12,0 per cento nel 2013, è sceso al 9,1, un valore che rimane comunque superiore di 1,5 punti percentuali rispetto a quello precedente la crisi.

Gli investimenti fissi lordi sono cresciuti del 2,9 per cento nella media dell'area e in misura maggiore nelle quattro grandi economie; nel complesso restano inferiori, di quasi cinque punti percentuali, al livello del 2007.

All'inizio del 2018 sono emersi alcuni segnali, che per ora appaiono temporanei, di rallentamento. Nel primo trimestre il PIL dell'area è cresciuto dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 2.1.a), al di sotto di quanto atteso dalla maggior parte degli analisti. L'indicatore €-coin della Banca d'Italia, che fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, si era progressivamente rafforzato nel 2017 e ha raggiunto nel febbraio scorso il livello massimo dalla primavera del 2000; si è indebolito negli ultimi due mesi, pur rimanendo elevato nel confronto storico (0,76 in aprile; fig. 2.1.b)¹.

¹ Cfr. la metodologia descritta in F. Altissimo, R. Cristadoro, M. Forni, M. Lippi e G. Veronese, *New eurocoin: Tracking economic growth in real time*, "The Review of Economics and Statistics", 92, 4, 2010, pp. 1024-1034, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 631, 2007. Gli aggiornamenti mensili dell'indice sono pubblicati sul sito della Banca d'Italia e del CEPR.

Figura 2.1



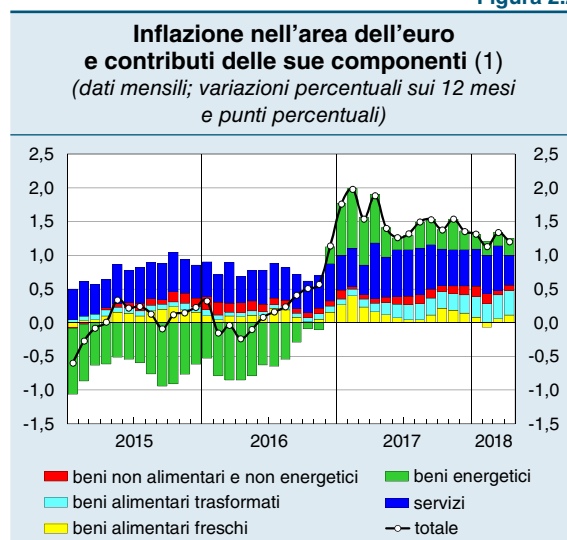
Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori coincidenti del ciclo economico dell'area dell'euro (€-coin) e dell'Italia (Ita-coin)* e sul sito della Banca d'Italia: [€-coin: aprile 2018](#). La stima dell'indicatore di aprile 2018 precede la diffusione del dato di PIL relativo al 1° trimestre.

I prezzi e i costi

L'anno scorso l'inflazione al consumo dell'area dell'euro è salita all'1,5 per cento, dai valori quasi nulli del biennio precedente; è stata più elevata in Spagna e Germania (rispettivamente al 2,0 e all'1,7 per cento), più contenuta in Italia e Francia (1,3 e 1,2 per cento). La dispersione tra tutti i paesi si è mantenuta sui valori dell'anno precedente. La dinamica dei prezzi è tuttavia ancora bassa nel confronto storico, soprattutto nella componente di fondo, che nel marzo scorso era inferiore alla media del periodo 1999-2017 in 16 dei 19 paesi dell'Unione monetaria.

Il recupero dell'inflazione nel 2017 è stato quasi interamente determinato dalle componenti più volatili (beni energetici e alimentari; i prezzi di questi ultimi sono stati influenzati dalle condizioni climatiche particolarmente sfavorevoli nei primi mesi dell'anno; fig. 2.2). L'inflazione di fondo è stata pari all'1,0 per cento, appena al di sopra della media dei quattro anni precedenti (cfr. il riquadro: *La bassa inflazione nell'area dell'euro e l'economia globale*). Nonostante l'accelerazione dell'attività economica le pressioni salariali rimangono molto contenute, frenate da un grado di utilizzo delle risorse

Figura 2.2



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

produttive ancora moderato (cfr. il riquadro: *La crescita dei salari nell'area dell'euro durante la doppia recessione*).

Secondo le aspettative di medio termine degli operatori, censiti da Consensus Economics in aprile, nel complesso del 2018 l'inflazione dell'area resterebbe all'1,5 per cento e aumenterebbe gradualmente nel corso del prossimo quinquennio. Indicazioni analoghe sono desumibili dalle quotazioni delle attività finanziarie. Le attese di inflazione ricavate dai rendimenti degli *inflation swaps* sull'orizzonte a due anni e su quello tra cinque e dieci anni nei primi mesi di quest'anno si sono attestate, rispettivamente, all'1,3 e all'1,7 per cento. Le opzioni sul tasso di inflazione segnalano, dall'inizio del 2017, una probabilità pressoché nulla che sull'orizzonte a cinque anni si registrino valori negativi dell'inflazione.

LA BASSA INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E L'ECONOMIA GLOBALE

Alla bassa inflazione che ha caratterizzato l'economia globale nell'ultimo quinquennio hanno contribuito vari fattori, messi in luce da diversi studi elaborati anche in Banca d'Italia. Con riferimento all'area dell'euro, hanno assunto particolare rilievo il contenimento del costo del lavoro e dei margini di profitto delle imprese in un contesto di marcato sottoutilizzo della capacità produttiva e della forza lavoro, nonché il deterioramento delle aspettative di inflazione, che si è riflesso sia nella dinamica salariale sia in quella dei prezzi¹.

Secondo le analisi di alcune istituzioni internazionali, con la crescente integrazione economica sarebbe aumentato anche il ruolo delle condizioni cicliche globali nel determinare l'inflazione nelle principali economie avanzate, con uno speculare indebolimento della relazione tra la dinamica dei prezzi e la situazione ciclica (curva di Phillips), e quindi dell'efficacia della politica economica di ciascun paese. L'evidenza empirica disponibile per l'area dell'euro non è tuttavia concorde nel supportare questa tesi².

Un'analisi dell'andamento dell'inflazione nelle principali economie avanzate, condotta in Banca d'Italia tramite un modello econometrico che tiene conto delle interdipendenze e delle specificità dei singoli paesi³, conferma che una porzione rilevante della dinamica dei prezzi può essere descritta da una componente comune (fattore globale); tuttavia l'analisi indica anche che tale fattore è strettamente correlato con le componenti più volatili dell'inflazione al consumo, come i prezzi delle materie prime energetiche, e in misura modesta

¹ Per una rassegna di studi condotti dalla Banca d'Italia e dalle altre banche centrali dell'Eurosistema sul tema della bassa inflazione nell'area dell'euro cfr. S. Neri e S. Siviero, *Low inflation in the Eurozone*, "Vox", 15 agosto 2015; M. Ciccarelli e C. Osbat (a cura di), *Low inflation in the euro area: Causes and consequences*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 181, 2017.

² L'effetto diretto dell'*output gap* globale sull'inflazione sarebbe dovuto: alla crescente integrazione internazionale dei canali commerciali e dei processi produttivi indotta dalle catene globali del valore, alla mobilità dei capitali e all'aumentata sostituibilità tra i fattori di produzione; cfr. R. Auer, C. Borio e A. Filardo, *The globalization of inflation: the growing importance of global value chains*, BIS Working Papers, 602, 2017; BCE, *L'inflazione nell'area dell'euro e le sue determinanti interne e globali*, in *Bollettino economico*, 4, 2017, pp. 68-95.

³ A. Carriero, F. Corsello e M. Marcellino, *The global component of inflation volatility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1170, 2018.

con l'inflazione di fondo, il cui andamento è poco associato a quello di una componente globale.

Una valutazione effettuata mediante l'ausilio di un modello di equilibrio economico generale⁴ suggerisce conclusioni simili: nell'area dell'euro i fattori internazionali, e in particolare la rapida discesa del prezzo del petrolio, avrebbero svolto un ruolo rilevante nel determinare la caduta dell'inflazione sia durante la crisi finanziaria globale sia nel biennio 2014-15. Per quanto riguarda l'inflazione di fondo, negli ultimi anni questa è stata tuttavia contenuta soprattutto dal calo della domanda aggregata e dell'occupazione – seguito alle recessioni del 2008-09 e del 2012-13 – e dalla debolezza della successiva ripresa, quando il permanere in diversi paesi di margini di capacità produttiva e forza lavoro inutilizzate ha continuato a frenare l'andamento dei salari e dei prezzi. La politica monetaria ha mantenuto la propria capacità di incidere sull'inflazione: nel 2014-15 l'avvio delle misure non convenzionali ha sostenuto la crescita dei prezzi, traducendosi nel deprezzamento dell'euro e in un miglioramento delle aspettative di inflazione⁵.

Nel complesso i risultati di queste analisi suggeriscono che, pur in presenza di pressioni disinflazionistiche a livello globale, la debolezza dell'inflazione nell'area dell'euro negli ultimi anni è attribuibile soprattutto a fattori interni; in tale contesto il mantenimento della stabilità dei prezzi ha reso necessaria una risposta vigorosa della politica monetaria.

⁴ L. Burlon, A. Notarpietro e M. Pisani, *Exchange rate pass-through into euro-area inflation. An estimated structural model*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁵ G. Bulligan, *The effect of the Eurosystem Expanded Asset Purchase Programme on inflation expectations: evidence from the ECB Survey of Professional Forecasters*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; G. Bulligan e D. Delle Monache, *Financial market effects of the ECB unconventional monetary policy announcements*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 424, 2018.

LA CRESCITA DEI SALARI NELL'AREA DELL'EURO DURANTE LA DOPPIA RECESSIONE

La crescita dei salari nominali del settore privato non agricolo nell'area dell'euro, che era stata attorno al 2,5 per cento annuo tra il 2000 e il 2008, si è portata su valori particolarmente bassi nel corso delle ultime due recessioni, contribuendo alla debolezza dell'inflazione. Anche dopo l'avvio dell'attuale fase ciclica espansiva, nel 2013, la dinamica salariale è rimasta contenuta, in media pari all'1,7 per cento l'anno. Ciò è avvenuto nonostante il numero di occupati sia tornato in prossimità dei valori massimi precedenti la crisi e il tasso di disoccupazione si sia ridotto di circa tre punti tra il 2013 e il 2017 (al 9,1 per cento nella media del 2017).

L'andamento dei salari è stato eterogeneo tra i paesi dell'area, anche in relazione alla diversa intensità della ripresa ciclica. In Italia e in Spagna, a fronte di una disoccupazione superiore a quella dell'area (11,9 e 21,9 per cento, rispettivamente, nella media del periodo), i salari sono cresciuti di appena l'1,0 per cento l'anno. L'aumento delle retribuzioni in Germania, benché più sostenuto (2,5 per cento),

appare modesto nel confronto storico se rapportato al tasso di disoccupazione, sceso l'anno scorso al 3,6 per cento, il dato più basso dall'inizio delle serie nel 1991.

Secondo una stima della relazione tra dinamica dei salari e ciclo economico (curva di Phillips salariale) per l'area dell'euro, il salario orario nel settore privato non agricolo risponde significativamente alle condizioni nel mercato del lavoro misurate dal tasso di disoccupazione, alla produttività oraria e alle aspettative di inflazione¹.

L'accostamento del modello ai dati è però spesso impreciso (figura, pannello a): in particolare il rallentamento dei salari in seguito alla crisi globale del 2008-09 è stato più forte rispetto a quanto predetto dal modello; l'accelerazione dall'avvio della ripresa nel 2013 è invece risultata più debole. Questi andamenti possono dipendere dal fatto che il tasso di disoccupazione non sempre costituisce una misura esaustiva delle risorse lavorative inutilizzate. In particolare dalla crisi finanziaria globale del 2008-09 in tutti i principali paesi dell'area dell'euro, inclusa la Germania, si è osservato, in concomitanza con la perdita di posti di lavoro (margine estensivo), anche un considerevole aumento del part-time involontario, con una riduzione delle ore lavorate per addetto (margine intensivo)² decisamente più pronunciata rispetto alla tendenza decrescente precedentemente in atto (figura, pannello b). Nel corso della recente ripresa le ore lavorate hanno sostanzialmente ristagnato e solo nel 2017 la loro componente ciclica ha iniziato a segnalare un'espansione.

L'inclusione della componente ciclica del margine intensivo di utilizzo del lavoro nel modello di stima consente di migliorarne considerevolmente la capacità esplicativa (figura, pannello a) e di spiegare più accuratamente le forti fluttuazioni salariali osservate a partire dalla crisi finanziaria globale³.

Rilevano però anche altri fattori. Negli ultimi due anni la debolezza del mercato del lavoro spiega solo in parte la modesta dinamica salariale. A questa hanno verosimilmente contribuito le aspettative di inflazione, risultate molto contenute; in alcuni paesi, come in Italia, ciò si è tradotto anche in un ritorno a forme implicite di indicizzazione all'inflazione passata, particolarmente bassa negli ultimi anni.

Il recente miglioramento della componente ciclica delle ore lavorate suggerisce che la dinamica salariale nell'area dell'euro potrebbe rafforzarsi nel prossimo biennio, confermando quanto incorporato nelle ultime proiezioni dell'Eurosistema⁴.

¹ La dinamica salariale incorpora le attese di inflazione poiché i lavoratori sono interessati al salario reale, cioè al loro potere d'acquisto per un dato livello dei prezzi. Il modello stimato approssima le aspettative con l'inflazione ritardata, ma è robusto all'utilizzo di misure diverse di inflazione attesa, quali ad esempio le aspettative censite da Consensus Economics.

² La scelta può essere ottimale per la necessità di non disperdere capitale umano specifico. In alcuni paesi dell'area esistono appositi schemi (Cassa integrazione guadagni in Italia e *Kurzarbeitergeld* in Germania) che agevolano l'aggiustamento lungo il margine intensivo per salvaguardare i livelli occupazionali.

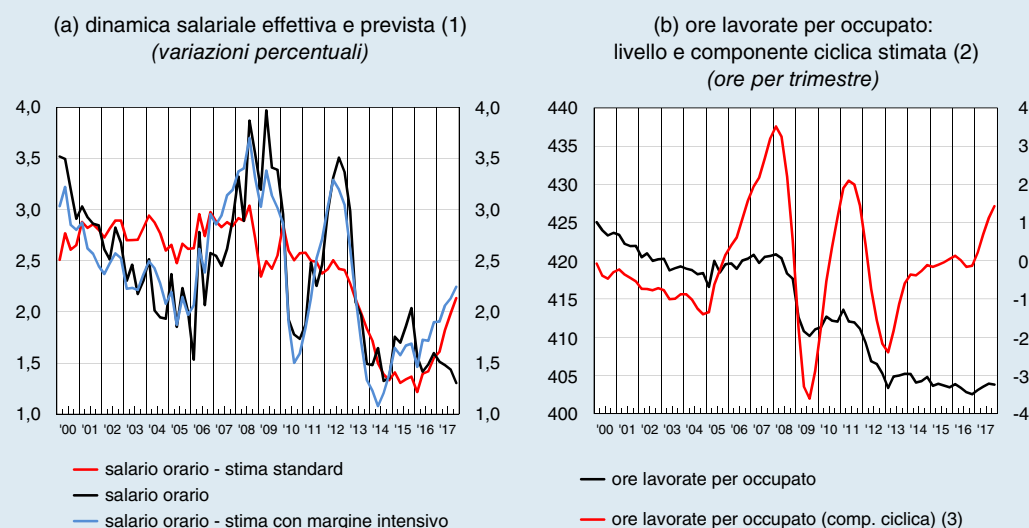
³ G. Bulligan, E. Guglielminetti e E. Viviano, *Wage growth in the euro area: where do we stand?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 413, 2017.

⁴ BCE, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, dicembre 2017.

Tuttavia l'incertezza che circonda la sua misurazione è una delle ragioni che rendono opportuno un aggiustamento cauto e graduale della politica monetaria.

Figura

**Dinamica salariale e andamento delle ore lavorate per occupato
nel settore privato non agricolo
(dati trimestrali)**



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Stima standard: $\pi_t^w = c + \beta_1 \cdot \pi_{t-1}^w + \beta_2 \cdot U_{t-4} + \beta_3 \cdot \Delta PROD_t + \beta_4 \cdot \pi_{t-1}^p$. Stima con margine intensivo: $\pi_t^w = c + \beta_1 \cdot \pi_{t-1}^w + \beta_2 \cdot U_{t-4} + \beta_3 \cdot \Delta PROD_t + \beta_4 \cdot \pi_{t-1}^p + \beta_5 \cdot HOURGAP_{t-3}$, dove: π_t^w tasso di crescita del salario orario; U_t : tasso di disoccupazione; $\Delta PROD_t$: tasso di crescita della produttività oraria; π_t^p : inflazione al consumo, usata come proxy delle aspettative di inflazione; $HOURGAP_t$: componente ciclica del numero di ore lavorate per occupato. Periodo di stima: 1° trim. 2000-4° trim. 2017. – (2) Ore lavorate per occupato. – (3) Scala di destra.

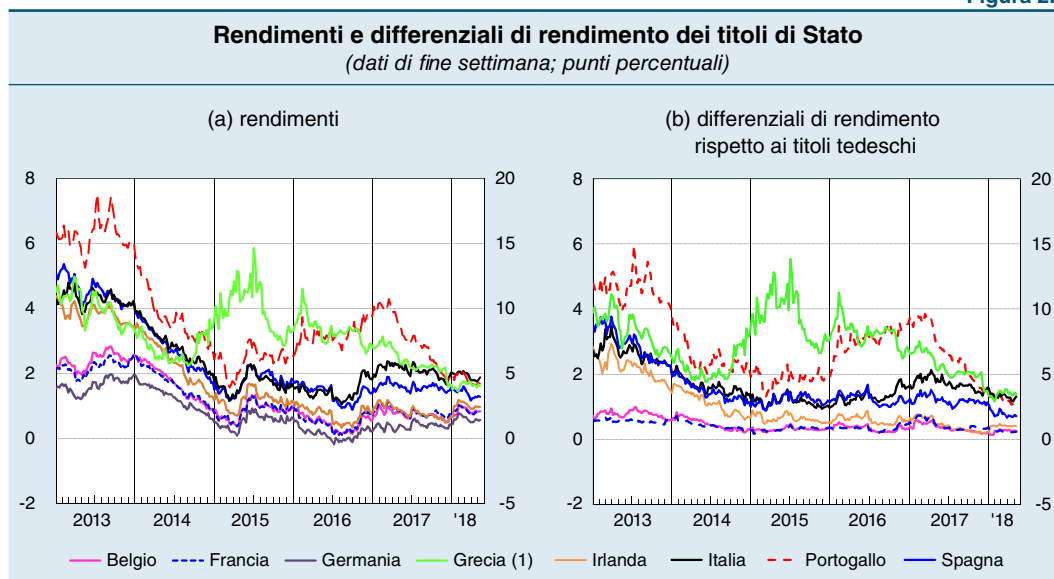
I mercati finanziari

Nel 2017 le condizioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono migliorate; vi hanno contribuito il rafforzamento della ripresa economica, l'attenuarsi delle preoccupazioni circa il settore bancario, l'esito delle elezioni francesi in primavera, che ha dissipato i timori di instabilità nel paese, e l'orientamento ancora fortemente espansivo della politica monetaria.

Nello scorso anno il rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi è aumentato di circa 25 punti base (fig. 2.3). Secondo nostre stime l'aumento ha risentito delle attese di incremento dei tassi a breve termine nel corso del prossimo decennio, indotte dal consolidamento della crescita economica e dalla graduale risalita dell'inflazione nell'area dell'euro; sarebbe invece sensibilmente diminuito il premio per scadenza (cfr. il riquadro: *Il livello dei rendimenti a lungo termine e i premi per scadenza* del capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2016).

Nel complesso del periodo gli spread decennali rispetto ai titoli tedeschi sono rimasti pressoché invariati in Italia e Spagna, mentre sono diminuiti nel resto dei paesi dell'area, in particolare in Portogallo (di 200 punti base), a seguito dell'uscita dalla Procedura per disavanzo eccessivo, e in Grecia (di 325 punti base),

Figura 2.3



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

soprattutto per effetto dell'accordo con l'Unione europea sulla concessione di un nuovo prestito.

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie in euro sono scesi in misura marcata sia nel comparto *investment grade* sia in quello *high yield*, continuando a beneficiare anche del programma di acquisti di obbligazioni emesse da società non bancarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) da parte dell'Eurosistema. La discesa dei premi è avvenuta principalmente nella prima metà dell'anno; negli ultimi mesi del 2017 l'inasprimento di fattori di incertezza globale ha innescato una ricomposizione dei portafogli degli operatori che ha penalizzato le attività più rischiose, tra cui le obbligazioni *high yield* dell'area dell'euro.

I corsi azionari dell'area sono stati sostenuti dal buon andamento delle aspettative sugli utili societari e dal consolidamento della ripresa economica. Nell'arco dell'anno sono saliti dell'8 per cento, seppure con andamenti eterogenei per paesi, e la loro volatilità si è ridotta.

All'inizio di febbraio di quest'anno la pubblicazione negli Stati Uniti di alcuni dati macroeconomici che segnalavano pressioni inflazionistiche superiori alle attese ha alimentato timori di una stretta monetaria da parte della Riserva federale più intensa e veloce di quanto in precedenza previsto dagli operatori di mercato; ne è conseguito un forte calo degli indici azionari statunitensi, cui si è accompagnato un marcato aumento della loro volatilità; la correzione al ribasso dei corsi azionari è stata amplificata da alcune strategie di copertura di posizioni corte sulla volatilità (cfr. il riquadro: *L'aumento della volatilità sui mercati finanziari*, in *Bollettino economico*, 2, 2018). Le tensioni si sono rapidamente estese ai mercati internazionali, tra cui quelli azionari e quelli delle obbligazioni *high yield* dell'area dell'euro, che dopo un parziale recupero hanno risentito dell'acuirsi dei timori collegati alle politiche del commercio internazionale; i corsi azionari sono tornati a crescere dalla fine di marzo,

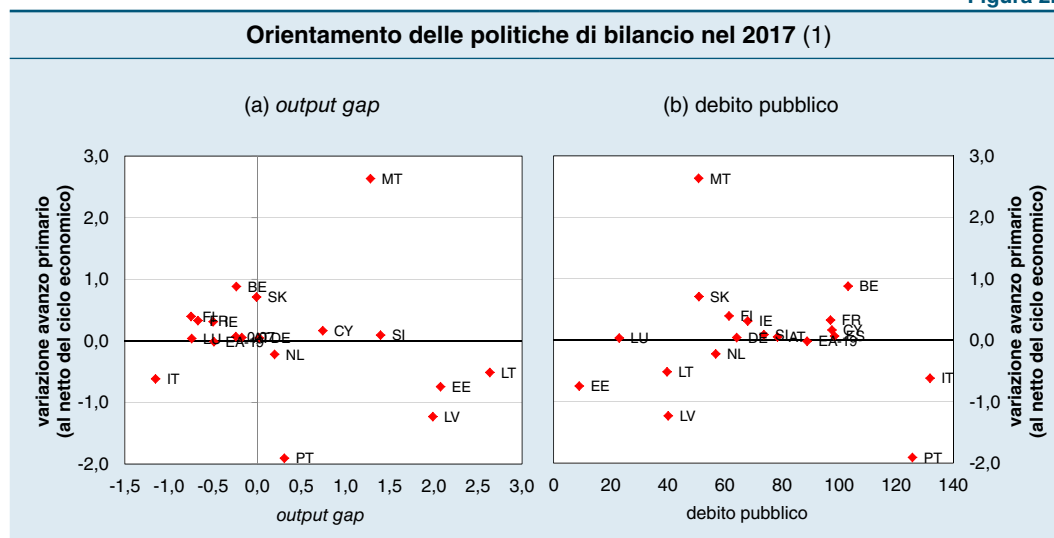
più che recuperando le perdite di inizio anno. Il rendimento del titolo decennale tedesco, dopo essere aumentato sensibilmente nei primi due mesi del 2018, si è ridotto in seguito alla pubblicazione di dati congiunturali sull'area dell'euro inferiori alle attese.

Le politiche di bilancio

L'orientamento della politica di bilancio. – Sulla base delle più recenti stime della Commissione europea², nel 2017 a fronte di un *output gap* negativo pari a 0,5 punti percentuali del PIL l'orientamento della politica di bilancio dell'area, misurato dalla variazione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, è stato neutrale. Nel novembre 2016 la Commissione aveva suggerito per il 2017 un orientamento espansivo fino a 0,5 punti del prodotto, come punto di equilibrio fra l'obiettivo della stabilizzazione macroeconomica e quello della sostenibilità delle finanze pubbliche³.

Con riferimento alle maggiori economie, la politica di bilancio sarebbe stata neutrale in Germania e Spagna, restrittiva in Francia per 0,3 punti percentuali del PIL ed espansiva in Italia per 0,6 punti. Tra questi paesi, l'*output gap* sarebbe stato ormai nullo in Germania e si sarebbe significativamente ridotto rispetto al 2016 negli altri (fig. 2.4). In generale l'orientamento della politica di bilancio dei singoli Stati non ha riflesso la loro specifica situazione ciclica (cfr. il riquadro: *La politica di bilancio nell'area dell'euro negli anni della crisi* del capitolo 3 nella *Relazione annuale* sul 2016).

Figura 2.4



Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2018.

(1) Dati in percentuale del prodotto; il dato della Grecia è escluso in quanto il paese è ancora sottoposto al programma di aiuti; una variazione positiva (negativa) dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico indica una politica di bilancio restrittiva (espansiva).

² Se non diversamente indicato, i dati considerati sono desunti da Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2018.

³ Commissione europea, *Raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2016) 726 final, 2016.

Per il 2018 le stime della Commissione indicano un orientamento della politica di bilancio dell'area leggermente espansivo. Per quanto riguarda i principali paesi, l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico si ridurrebbe di 0,2 punti percentuali in Italia, di 0,3 in Francia e Germania, di 0,5 in Spagna. Lo scorso novembre la Commissione ha proposto al Consiglio una bozza di raccomandazione in cui ha auspicato per il 2018 un orientamento sostanzialmente neutrale per la politica di bilancio media dell'area⁴. La Commissione ha raccomandato inoltre che le politiche di bilancio nazionali, nel rispetto del Patto di stabilità e crescita, mirino a favorire gli investimenti e a migliorare la composizione dei conti pubblici. Il Consiglio ha condiviso queste indicazioni⁵.

I risultati di bilancio. – Nel 2017 è proseguito il miglioramento dei conti pubblici: nella media dei paesi dell'area il disavanzo è risultato pari allo 0,9 per cento del PIL, 0,6 punti percentuali in meno dell'anno precedente e 5,4 al di sotto del picco del 2009. Il miglioramento è dovuto per due terzi all'incremento dell'avanzo primario e per la parte residua alla diminuzione delle erogazioni per interessi. Per il 2018 la Commissione prevede che il disavanzo si riduca lievemente.

Lo scorso anno il rapporto tra il debito pubblico e il PIL dell'area è sceso per il terzo anno consecutivo, risultando pari all'86,7 per cento. Il calo, pari a 2,3 punti percentuali, riflette l'avanzo primario (1,1 punti) e l'effetto della crescita nominale del prodotto superiore all'onere medio del debito (1,1 punti). Il rapporto tra il debito e il PIL è diminuito in Germania, in Italia e in Spagna (-4,1, -0,2 e -0,7 punti, rispettivamente) ed è salito in Francia (0,4 punti); continuerebbe a ridursi nell'anno in corso nel complesso dell'area (-2,2 punti).

Il disavanzo strutturale, ossia corretto oltre che per gli effetti del ciclo economico anche per quelli delle misure temporanee, si sarebbe lievemente ridotto, allo 0,6 per cento del prodotto. Nel 2018 aumenterebbe allo 0,8 per cento.

La Procedura per i disavanzi eccessivi e gli squilibri macroeconomici. – Nel corso del 2017, sulla base dei risultati di bilancio del 2016, la Procedura per i disavanzi eccessivi è stata chiusa nei confronti della Grecia e del Portogallo. Quella nei confronti della Francia è stata chiusa nel maggio dell'anno in corso a seguito dei risultati di bilancio del 2017. Rimane aperta quella nei confronti della Spagna, per la quale la Commissione prevede un livello di indebitamento netto inferiore al 3 per cento del PIL nel 2018.

In novembre, sulla base dei Documenti programmatici di bilancio (DPB) per il 2018, la Commissione ha indicato rischi di violazione delle regole di bilancio europee, con riferimento al 2018, in sei paesi: Austria, Belgio, Italia, Portogallo, Slovenia (per la parte preventiva del Patto), Francia (per la parte correttiva del

⁴ Commissione europea, *Raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2017) 770 final, 2017.

⁵ Consiglio della UE, *Raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, comunicato stampa del 23 gennaio 2018.

Patto)⁶. Lo scorso aprile la Commissione ha valutato che l'aggiornamento del DPB inviato a seguito dell'insediamento del nuovo Governo dell'Austria fosse sostanzialmente in linea con le regole di bilancio⁷.

Secondo le valutazioni della Commissione europea effettuate nell'ambito della Procedura per gli squilibri macroeconomici e rese note in marzo, fra i paesi dell'area Cipro e Italia presentano squilibri macroeconomici eccessivi. Per l'Italia tali squilibri sono dovuti all'insufficiente dinamica della produttività, all'elevato debito pubblico, all'ammontare di crediti deteriorati e all'alto tasso di disoccupazione. La Commissione ritiene che – fra gli altri grandi paesi dell'area – anche la Francia, la Germania e la Spagna presentino squilibri, sebbene non ritenuti eccessivi. Per la Francia tali squilibri sono dovuti alla bassa produttività e all'elevato debito pubblico, per la Germania derivano principalmente dal modesto livello degli investimenti e dai persistenti e ampi avanzi delle partite correnti, mentre per la Spagna dipendono dal tasso di disoccupazione e dalle dimensioni del debito pubblico e privato.

Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà. – Nel 2017 l'ESM ha erogato alla Grecia la terza tranche del terzo programma di assistenza finanziaria avviato nell'estate del 2015, pari a 8,5 miliardi (tav. 2.2). Il versamento era condizionato all'approvazione di un memorandum di intesa supplementare, siglato a luglio dell'anno scorso, che richiedeva tra l'altro ulteriori progressi in termini di sostenibilità delle finanze pubbliche, stabilità finanziaria, competitività e modernizzazione della Pubblica amministrazione.

Tavola 2.2

Sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (1) (miliardi di euro)									
PAESI	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Totale fino a maggio 2018 (2)	Totale del piano di sostegno
Irlanda	34,7	21,1	10,9	0,8	–	–	–	67,6	67,5
Portogallo	34,0	27,5	10,0	5,2	–	–	–	76,6	78,0
Grecia	41,5	109,9	32,0	11,7	10,5 (3)	10,3	8,5	261,6 (3)	331,7
Spagna	–	39,5	1,9	–	–	–	–	41,3	41,3
Cipro	–	–	4,9	1,3	1,0	0,1	–	7,3	10,0
Totale	110,2	197,9	59,7	18,9	11,5	10,4	8,5	454,3	528,5

Fonte: per i prestiti bilaterali all'Irlanda, National Treasury Management Agency; per i prestiti concessi dallo European Financial Stability Facility (EFSF), dallo European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) e dall'ESM, rispettivi siti internet; per il primo piano di sostegno alla Grecia, Commissione europea, *The second economic adjustment programme for Greece*, European Economy. Occasional paper, 94, 2012; per i prestiti del Fondo monetario internazionale non inclusi in tale piano, comunicati stampa diffusi in occasione di ogni erogazione.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali e alla fluttuazione dei tassi di cambio tra la valuta di erogazione del prestito e l'euro. – (2) Dati aggiornati al 18 maggio 2018. – (3) Il dato tiene conto della restituzione all'EFSF, nel febbraio 2015, di fondi stanziati e non utilizzati (10,9 miliardi).

⁶ Commissione europea, *Documenti programmatici di bilancio per il 2018: valutazione globale*, COM(2017) 800 final, 2017.

⁷ Commissione europea, *Commission opinion of 12.4.2018 on the updated Draft Budgetary Plan of Austria*, C(2018) 2224 final, 2018.

Nei primi mesi del 2018, dopo aver verificato il conseguimento di sufficienti progressi⁸, sono stati erogati alla Grecia 5,7 miliardi, corrispondenti alla prima parte della quarta tranche del terzo piano di sostegno⁹. La chiusura del programma è prevista per il prossimo agosto¹⁰.

L'avanzo di bilancio della Grecia è salito dallo 0,6 per cento del PIL del 2016 allo 0,8 nel 2017. Secondo le previsioni della Commissione europea nel 2018 l'avanzo scenderebbe allo 0,4 per cento del prodotto, anche per effetto delle manovre concordate con le autorità europee durante l'ultimo programma e valutate positivamente dall'Eurogruppo. L'avanzo primario nel 2018 sarebbe comunque superiore all'obiettivo richiesto dalla Commissione europea (3,7 punti percentuali del PIL, contro 3,5).

La governance europea

Nel corso del 2017 sono state intraprese diverse iniziative in ambito comunitario in tema di riforma della governance europea, che tuttavia nel complesso presenta sviluppi limitati. La lentezza nei progressi risente delle divergenze tra chi ritiene prioritaria la riduzione dei rischi nelle singole economie, quali quelli connessi con l'elevato debito pubblico detenuto dagli intermediari finanziari nei singoli paesi o con la bassa qualità del credito bancario, e coloro che invece considerano più importante la creazione di strumenti condivisi per fronteggiare i rischi cui sono esposti gli Stati membri e l'area nel suo insieme (per alcune possibili alternative cfr. il riquadro: *Il debito pubblico nell'area dell'euro: alcune recenti proposte*)¹¹.

IL DEBITO PUBBLICO NELL'AREA DELL'EURO: ALCUNE RECENTI PROPOSTE

Nel 2017 il debito pubblico dell'area dell'euro è risultato pari all'86,7 per cento del PIL, circa 22 punti sopra il valore di dieci anni prima. L'aumento, registrato in quasi tutti i paesi, è in larga parte attribuibile agli effetti della crisi economica; in alcuni Stati membri il debito era tuttavia elevato già prima del suo inizio (figura).

La presenza di paesi con alto debito pubblico in un'area monetaria è fonte di rischi sistemici. Anche se fondamentalmente solvibili, tali paesi sono comunque più soggetti al rischio di crisi di liquidità, con effetti che, dati gli stretti nessi di natura economica e finanziaria, tendono a ripercuotersi negativamente anche sugli altri Stati membri.

Per affrontare tali rischi sono stati di recente suggeriti meccanismi che, affiancando le regole di bilancio già in vigore, mirano a disincentivare ulteriori aumenti del debito e a facilitare un ordinato e veloce abbattimento dello stock esistente.

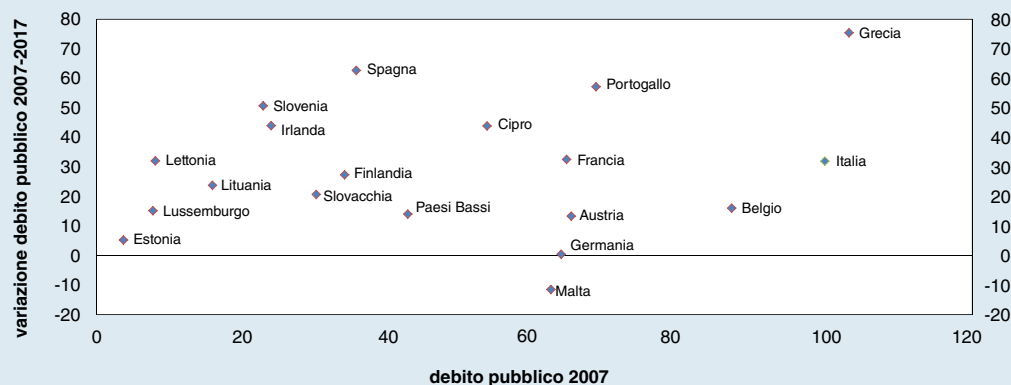
⁸ Commissione europea, *Compliance report: ESM stability support programme for Greece. Third review*, marzo 2018.

⁹ Lo scorso 27 marzo, l'ESM ha approvato l'erogazione della quarta tranche del terzo programma di aiuti per un ammontare di 6,7 miliardi: 5,7 di essi sono stati conferiti il 28 marzo e il miliardo restante sarà versato entro il prossimo 15 giugno.

¹⁰ Consiglio dell'Unione europea, *Eurogroup statement on Greece*, comunicato stampa del 22 gennaio 2018.

¹¹ Per un contributo particolarmente influente nel dibattito pubblico, redatto da un gruppo di economisti francesi e tedeschi, cfr. A. Bénassy-Quéré et al., *Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform*, CEPR Policy Insight, 91, 2018.

Debiti pubblici e loro evoluzione nell'area dell'euro



Per quanto riguarda il primo aspetto, è stato proposto di introdurre a livello europeo un quadro di regole per la ristrutturazione dei debiti sovrani considerati insostenibili (*European sovereign debt restructuring mechanism*)¹: esplicitando le regole che stabiliscono condizioni e procedure della ristrutturazione, si ridurrebbe infatti quella parte dei costi di un default sovrano legata all'incertezza su modi e tempi della sua soluzione e si renderebbe più credibile la clausola di divieto di salvataggio presente nei Trattati europei²; si faciliterebbe inoltre la formazione sui mercati di prezzi dei titoli pubblici coerenti con il rischio di credito dell'emittente, con effetti positivi sulla disciplina di bilancio.

Appare tuttavia controproducente legare in maniera automatica la ristrutturazione al superamento di soglie predeterminate di debito o alla richiesta di aiuto finanziario da parte di un paese, eliminando gli spazi di discrezionalità delle autorità europee, come previsto in alcune proposte³. Per distinguere tra un paese insolvente e uno temporaneamente illiquido bisogna considerare, in modo non meccanico, un ampio ventaglio di informazioni di varia natura. Basarsi esclusivamente su specifici valori soglia genera il rischio che crisi di liquidità si autorealizzino o che si accentuino dinamiche procicliche: ad esempio, un rallentamento dell'economia indotto da

¹ La prima proposta in questo senso è quella di F. Gianviti, A.O. Krueger, J. Pisani-Ferry, A. Sapir, e J. von Hagen, *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*, Bruegel, Bruxelles, 2010. Per un'ampia rassegna cfr. M. Committeri e P. Tommasino, *Managing sovereign debt restructurings in the Eurozone. A note on old and current debates*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

² L'articolo 125 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea recita: "L'Unione non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell'amministrazione statale, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico".

³ Cfr. come caso estremo Deutsche Bundesbank, *Approaches to resolving debt crises in the euro area*, in *Monthly Report*, 68, 7, pp. 41-62, ove si immagina che la richiesta di aiuto al Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) da parte di un paese europeo faccia scattare automaticamente un'estensione di tre anni della scadenza dei titoli del debito sovrano del paese in oggetto.

fattori esogeni, che determini un avvicinamento del debito al valore soglia, potrebbe innescare un aumento del premio per il rischio, rendendo ancor più probabile il superamento della soglia stessa. Il rischio che si verifichino tali spirali perverse è maggiore in un contesto, come quello europeo attuale, in cui diversi paesi hanno livelli elevati di debito.

In ogni caso l'introduzione di un quadro di regole per la ristrutturazione del debito sovrano potrebbe avere un'utilità limitata. L'incertezza circa l'esito e i tempi di un'eventuale ristrutturazione rappresenta solo una parte dei costi di un'insolvenza. Date le elevate interconnessioni economiche e finanziarie tra paesi dell'area, le ricadute negative sia per il paese direttamente coinvolto sia per gli altri Stati membri rimarrebbero assai elevate, e molto difficilmente calcolabili ex ante anche dagli investitori.

Un secondo gruppo di proposte affronta direttamente il problema di come ridurre gli elevati livelli di debito attualmente registrati in molti paesi dell'area. Una condizione necessaria per raggiungere l'obiettivo è il mantenimento di rigorose politiche di bilancio a livello nazionale. Poiché tale strategia richiede tempi necessariamente lunghi⁴, c'è il rischio che il processo di miglioramento possa essere interrotto da una nuova crisi. È per questo motivo che è stata suggerita l'opportunità di affiancare il consolidamento delle finanze pubbliche a livello nazionale con azioni coordinate a livello europeo.

In particolare è stato proposto di costituire un fondo europeo al quale conferire una quota del debito pubblico di ciascun paese dell'area (European Redemption Fund, ERF)⁵. Alla loro scadenza parte dei titoli nazionali sarebbero sostituiti da titoli emessi dall'ERF (che provvederebbe al loro rimborso). Gli Stati partecipanti si impegnerebbero credibilmente⁶ a garantire al fondo risorse annuali sufficienti per il pagamento degli interessi e per il rimborso dei titoli dell'ERF in scadenza. Tale meccanismo avrebbe il vantaggio di ridurre drasticamente fin da subito la quantità di titoli nazionali collocati sul mercato ogni anno. Rispetto a quelle dell'ERF, queste emissioni risentono maggiormente dei rischi connessi con fluttuazioni nella fiducia degli investitori: sulla base delle disposizioni statutarie, introiti del fondo sarebbero infatti destinati esclusivamente al servizio del debito dell'ERF e i titoli da questi emessi sarebbero altamente liquidi. Il fondo potrebbe quindi indurre una riduzione del premio per il rischio sovrano nell'area dell'euro, rafforzando in questo modo la stabilità finanziaria dell'area a beneficio di tutti i paesi membri.

⁴ Per l'Italia, ad esempio, sarebbero necessari circa dieci anni, in un quadro macroeconomico realistico e mantenendo un avanzo primario dell'ordine di tre-quattro punti percentuali del prodotto, per riportare al di sotto del 100 per cento il rapporto tra debito pubblico e PIL; cfr. *Sviluppo dell'economia e stabilità finanziaria: il vincolo del debito pubblico*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco al 63° Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 21 settembre 2017.

⁵ La prima proposta in questo senso è stata avanzata dal Consiglio degli esperti economici tedeschi (cfr. German Council of Economic Experts, *Assume responsibility for Europe*, in *Annual Report 2011/12*, 2011). Per una rassegna cfr. M. Cioffi, M. Romanelli, P. Rizza e P. Tommasino, *How we learned to stop worrying and (almost) love debt redemption*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁶ La credibilità dello schema potrebbe essere garantita dall'impegno a riservare una quota fissa di un'entrata nazionale (ad es. il signoraggio o l'IVA) al bilancio dell'ERF.

La proposta è stata criticata per il timore che vengano a determinarsi trasferimenti sistematici di risorse a favore dei paesi con un minore merito di credito. Tale timore è accresciuto dal fatto che in alcune proposte l'ERF assume i connotati di un vero e proprio bilancio comune. È tuttavia possibile disegnare il meccanismo in maniera tale che non vi siano trasferimenti sistematici e circoscriverne il mandato alla sola gestione del debito trasferito dai paesi membri⁷.

⁷ Uno schema con tale caratteristiche è presentato e discusso in M. Cioffi, M. Romanelli, P. Rizza, e P. Tommasino, di prossima pubblicazione, op. cit.

Nel marzo dell'anno scorso, in coincidenza con il sessantesimo anniversario della firma del Trattato di Roma, la Commissione europea ha pubblicato un libro bianco sul futuro della UE, in cui sono elaborati scenari alternativi per l'ulteriore integrazione fra gli Stati membri e per il funzionamento dell'Unione (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro* nella *Relazione annuale* sul 2016).

In maggio la Commissione ha presentato un documento di riflessione sul futuro dell'Unione economica e monetaria¹², che riprende le linee guida tracciate dal rapporto dei cinque Presidenti del 2015¹³. Il documento propone in una prima fase (entro la fine del 2019) di portare a compimento l'Unione bancaria e quella del mercato dei capitali e in una seconda fase (entro il 2025) di rafforzare l'architettura dell'Unione economica e monetaria, anche dotandola di uno strumento comune per la stabilizzazione macroeconomica.

In dicembre la Commissione ha presentato un pacchetto di proposte di riforme tra le quali la trasformazione dell'attuale ESM nel Fondo monetario europeo e l'incardinamento di alcuni elementi del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'ordinamento dell'Unione¹⁴.

Per quanto riguarda la prima proposta, si prefigura la trasformazione dell'ESM in un soggetto giuridico ai sensi del diritto della UE. A tale istituzione sarebbe anche affidata la gestione di una rete di protezione pubblica di ultima istanza (*backstop*) da utilizzare in caso di crisi bancarie, qualora le risorse del Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM) si rivelassero insufficienti; i finanziamenti erogati sarebbero comunque in seguito gradualmente restituiti dal settore bancario. La Commissione propone inoltre che – in specifiche materie, per le quali nel Consiglio dell'ESM è attualmente richiesta l'unanimità – il Fondo possa decidere sulla base di una maggioranza qualificata, facendo così venir meno il potere di veto detenuto oggi dai singoli Stati aderenti al meccanismo.

La seconda proposta riguarda l'incorporazione nel diritto comunitario di parti del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance. Va rilevato

¹² Commissione europea, *Documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria*, COM(2017) 291 final, 2017.

¹³ Commissione europea, *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, 2015.

¹⁴ Commissione europea, *Ulteriori tappe verso il completamento dell'Unione economica e monetaria dell'Europa: tabella di marcia*, COM(2017) 821 final, 2017.

che, secondo la Commissione, gli Stati membri hanno nella sostanza già recepito i contenuti del *fiscal compact* (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio nella Relazione annuale* sul 2011).

Tra le altre proposte della Commissione, vi è anche l'inserimento nel bilancio dell'Unione di due strumenti: uno volto a fornire un sostegno finanziario ai paesi che si impegnano nella realizzazione di riforme strutturali e un altro per la stabilizzazione macroeconomica dell'area dell'euro in caso di forti shock asimmetrici¹⁵.

La Commissione è inoltre in procinto di presentare una proposta, annunciata nel 2017, per creare il quadro giuridico idoneo a sostenere la possibile emissione di titoli europei garantiti dalle obbligazioni sovrane degli Stati dell'area dell'euro.

Sono nella fase negoziale la gran parte delle proposte legislative della Commissione per promuovere l'Unione dei mercati dei capitali in Europa. Il progetto ha come obiettivo di integrare i mercati nazionali, attraverso l'armonizzazione delle normative rilevanti per le attività dei mercati stessi. Dopo l'adozione in dicembre del provvedimento sulle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, sono in discussione diverse misure tra cui: la creazione di un regime europeo per i prodotti pensionistici individuali che ne favorisca la portabilità transfrontaliera, aumentando la mobilità dei lavoratori nella UE; un trattamento prudenziale delle imprese di investimento differenziato, che sottopone le più grandi e complesse alla stessa vigilanza delle banche e assoggetta le più piccole a un regime semplificato; la riduzione degli ostacoli alla distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento; regole uniformi per la ristrutturazione preventiva di imprese in crisi, in modo da facilitarne il risanamento; la definizione di un regime armonizzato a livello europeo in materia di raccolta collettiva di fondi (crowdfunding) e di obbligazioni garantite (covered bond), per aumentarne la diffusione nell'Unione. La Commissione ha inoltre presentato un piano di azione per l'innovazione tecnologica finanziaria (FinTech) e uno sulla finanza sostenibile. I progressi nell'integrazione dei mercati sono tuttavia ostacolati dal permanere di normative nazionali molto differenziate, in particolare per quanto riguarda il diritto societario e fallimentare, la tassazione e le procedure di vigilanza.

Sul fronte dell'Unione bancaria nel 2017 il Consiglio della UE si è impegnato a ridurre gli elevati livelli di crediti deteriorati (*non-performing loans*) che caratterizzano diversi sistemi bancari¹⁶, cui ha fatto seguito nel marzo di quest'anno un pacchetto di proposte legislative della Commissione europea (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*); tali proposte si aggiungono alle iniziative legislative in ambito bancario in corso di negoziazione al Consiglio e al Parlamento. Queste ultime riguardano le misure per allineare la normativa europea agli standard internazionali con l'introduzione, tra l'altro, di nuovi requisiti in materia di leva finanziaria e di liquidità, nonché di quelli relativi alla capacità di assorbimento delle perdite¹⁷. Con riferimento

¹⁵ Commissione europea, *Nuovi strumenti di bilancio per una zona euro stabile nel quadro dell'Unione*, COM(2017) 822 final, 2017.

¹⁶ Consiglio dell'Unione europea, *Conclusioni del Consiglio sul piano d'azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa*, comunicato stampa dell'11 luglio 2017.

¹⁷ In particolare si tratta della capacità totale di assorbimento delle perdite (*total loss-absorbing capacity*, TLAC) per le banche globali e sistemiche e dei requisiti minimi di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) per le altre banche.

al requisito MREL, punto assai controverso, la Banca d'Italia si è espressa a favore di una calibrazione equilibrata e non eccessiva dei requisiti, in linea con le esigenze della risoluzione, nonché di una loro applicazione graduale (cfr. il riquadro: *Le nuove regole sul requisito MREL: effetti sulla raccolta delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Restano infine in una situazione di stallo i negoziati sullo schema di assicurazione dei depositi, pilastro mancante dell'Unione bancaria.

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2017 l'orientamento della politica monetaria è stato ricalibrato con molta gradualità. Le prospettive di crescita dell'economia si sono rafforzate e sono emersi primi segnali di ritorno dell'inflazione verso valori inferiori ma prossimi al 2 per cento; è tuttavia rimasta elevata l'incertezza attorno alla velocità di convergenza verso questo obiettivo, alla misurazione della forza lavoro inutilizzata che ancora frena la ripresa dei salari, alla velocità di recupero delle aspettative sulla dinamica dei prezzi; non si è inoltre ancora registrata una robusta tendenza al rialzo dell'inflazione di fondo.

La progressiva rimodulazione degli strumenti della politica monetaria è avvenuta senza ingenerare le tensioni sui mercati finanziari o le brusche variazioni dei tassi di interesse a lungo termine paventate da molti osservatori. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha costantemente sottolineato la necessità di un atteggiamento prudente, perseverante e paziente; ritiene necessario mantenere comunque, anche in prospettiva, un grado elevato di accomodamento monetario, la cui evoluzione resta condizionata alle informazioni che si renderanno via via disponibili e alle prospettive per i prezzi.

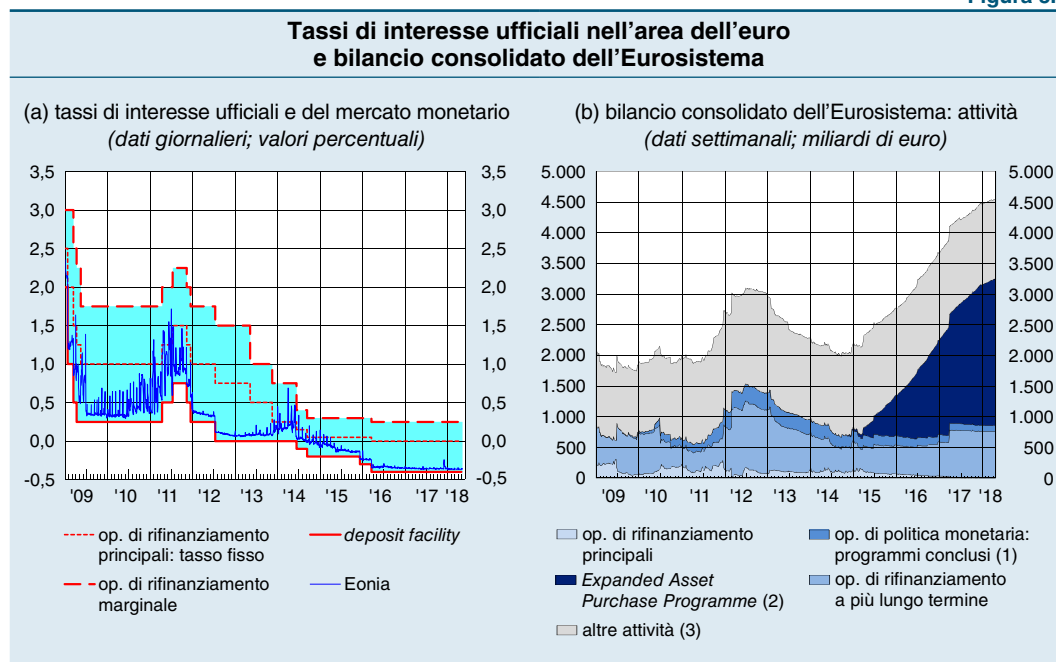
A determinare le condizioni monetarie espansive concorrono tutti gli strumenti a disposizione del Consiglio: gli acquisti netti di attività finanziarie, il mantenimento nel portafoglio dell'Eurosistema delle ampie consistenze di titoli acquistati, il reinvestimento del capitale rimborsato, le indicazioni prospettiche sull'andamento dei tassi ufficiali (*forward guidance*).

L'azione di politica monetaria

Nel corso del 2017 il Consiglio ha gradualmente ricalibrato le condizioni monetarie, pur mantenendo un grado molto elevato di accomodamento; ha risposto all'evoluzione delle prospettive dell'inflazione, che si sono mostrate in progressivo miglioramento ma ancora circondate da una notevole incertezza e caratterizzate dall'assenza di segnali di una robusta tendenza all'aumento della componente di fondo.

Da aprile, dando attuazione alle decisioni adottate a dicembre del 2016, il ritmo degli acquisti netti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) è stato ridotto da 80 a 60 miliardi al mese, con l'intenzione di proseguire gli acquisti almeno sino alla fine dell'anno. Il Consiglio ha nel contempo mantenuto i tassi ufficiali invariati (a 0,0 per cento per le operazioni di rifinanziamento principali e a -0,4 per cento per la *deposit facility*; fig. 3.1) e ha ribadito di attendersi che sarebbero restati su livelli uguali o inferiori a quelli in vigore per un periodo di tempo prolungato, comunque ben oltre il termine degli acquisti netti.

Figura 3.1



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

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

In giugno il Consiglio ha rimosso dalla sua comunicazione l'indicazione di una possibile ulteriore riduzione dei tassi ufficiali al di sotto del livello in vigore; ha ribadito comunque l'intenzione di mantenerli invariati per un periodo di tempo prolungato. Questa modifica nella comunicazione ha riflesso la più robusta crescita economica registrata dalla primavera, cui ha corrisposto una riduzione dell'incertezza sulla prosecuzione del graduale ritorno dell'inflazione verso valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.

Nella riunione di ottobre il Consiglio ha nuovamente ricalibrato gli strumenti di politica monetaria, riducendo il ritmo degli acquisti ma preservando un elevato livello di accomodamento monetario, in considerazione degli ancora ampi margini di sottoutilizzo del lavoro, della modesta dinamica dei salari e della lenta ripresa delle aspettative di inflazione. Gli acquisti netti nell'ambito dell'APP sono stati portati da 60 a 30 miliardi mensili a partire da gennaio del 2018, estendendo però la durata del programma almeno sino alla fine di settembre 2018 o anche oltre, se necessario. Il Consiglio ha nel contempo annunciato che l'Eurosistema continuerà a reinvestire il capitale rimborsato dei titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti e comunque fino a quando sarà opportuno; ha inoltre deciso che il pieno soddisfacimento della domanda di liquidità a tasso fisso, attraverso le operazioni di rifinanziamento, proseguirà almeno sino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento della riserva obbligatoria del 2019.

La progressiva ricalibrazione delle condizioni monetarie, grazie alla gradualità con cui è stata attuata e all'attenta comunicazione, è avvenuta senza ingenerare volatilità

o reazioni avverse nei mercati finanziari né aumenti repentini dei rendimenti a lungo termine (cfr. il riquadro: *La ricalibrazione della politica monetaria* e il paragrafo: *I tassi di interesse e il cambio dell'euro*); non si sono verificati i timori, espressi da alcuni osservatori, che si ripetessero episodi di tensione analoghi a quelli osservati negli Stati Uniti nel 2013 in occasione dell'avvio della strategia di uscita dai programmi di acquisto di titoli da parte della Riserva federale (*quantitative easing*).

LA RICALIBRAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Gli interventi di ricalibrazione delle misure di politica monetaria sono stati avviati dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea nel dicembre 2016, in un contesto di progressivo miglioramento delle prospettive macroeconomiche nell'area dell'euro e del ridimensionamento dei rischi di deflazione. Nel corso del 2017 si è rafforzata la fiducia del Consiglio in un graduale ritorno dell'inflazione verso valori coerenti con la stabilità dei prezzi; questo andamento rimane però circondato da incertezza, in particolare per quanto riguarda la stima e la velocità di riduzione della capacità produttiva e della forza lavoro ancora inutilizzate, nonché il ritmo di recupero delle aspettative di inflazione in un contesto di prolungata bassa crescita dei prezzi.

Il perdurare dell'incertezza sui tempi e sulla misura della trasmissione del rafforzamento congiunturale alla crescita dei salari e dei prezzi giustifica la prudenza che guida l'approccio seguito dal Consiglio nel rimodulare lo stimolo monetario. L'obiettivo di riportare l'inflazione su valori in linea con la stabilità dei prezzi deve essere inoltre perseguito con persistenza – in quanto la convergenza verso l'obiettivo fa tuttora leva su un ampio accomodamento monetario – e con pazienza, richiesta per attendere il pieno dispiegarsi degli effetti delle misure adottate¹.

Diverse analisi, condotte anche in Banca d'Italia, confermano la validità di un aggiustamento graduale dell'orientamento della politica monetaria e di una comunicazione attenta nell'attuale contesto di incertezza e di inflazione ancora bassa.

L'evidenza disponibile indica che gli annunci delle decisioni di politica monetaria nell'area dell'euro tra il 2014 e il 2017 hanno avuto effetti significativi nel sostenere l'economia e la dinamica dei prezzi attraverso la reazione del cambio e dei rendimenti a lungo termine e l'aumento delle attese di inflazione²; mostra anche che, nel corso del 2017, i gradualisti interventi di ricalibrazione non hanno indotto reazioni scomposte nei mercati. Analisi basate su modelli di equilibrio generale suggeriscono che la riconferma, anche durante la fase di rimodulazione dello stimolo monetario, del legame tra le prospettive della durata del programma di acquisto di

¹ *Monetary Policy in the Euro Area*, intervento del Presidente della Banca centrale europea M. Draghi alla 19ª conferenza *The ECB and Its Watchers* organizzata dall'Istituto per la stabilità monetaria e finanziaria, Francoforte sul Meno, 14 marzo 2018.

² G. Bulligan e D. Delle Monache, *Financial market effects of ECB unconventional monetary policy announcements*, *Questioni di economia e finanza*, 424, 2018.

attività finanziarie e l'evoluzione dell'inflazione può avere contribuito a favorirne l'aggiustamento verso livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi³.

Uno studio empirico⁴ valuta la risposta del prodotto e dei prezzi a un impulso di politica monetaria durante fasi di recessione e di espansione nell'area dell'euro. L'evidenza indica che politiche monetarie espansive hanno bisogno di un periodo più lungo per propagarsi pienamente alla dinamica dei prezzi rispetto a politiche restrittive adottate nelle condizioni di forte espansione ciclica, in quanto è necessario attendere che lo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*), fortemente negativo nelle fasi recessive, si riassorba prima che si manifestino pressioni significative sui prezzi. I risultati confermano che una condotta persistente e prudente nella rimodulazione delle misure di politica monetaria appare appropriata dopo una prolungata fase recessiva.

Nell'area dell'euro una risposta espansiva aggressiva ha contribuito in passato a contrastare la caduta delle aspettative di inflazione al di sotto di livelli coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi⁵; nell'attuale contesto macroeconomico un approccio progressivo alla rimodulazione della politica monetaria è però giustificato sia dalla ripresa molto lenta e graduale delle aspettative di inflazione (che negli ultimi anni si sono ridotte, sono più difficili da influenzare e rispondono, con ritardo, ai movimenti dell'inflazione effettivamente osservata)⁶, sia dall'incertezza che riguarda le misure di capacità inutilizzata ancora presente nell'economia, che potrebbe essere più ampia di quanto risulta dagli indicatori tradizionali (cfr. il riquadro: *La crescita dei salari nell'area dell'euro durante la doppia recessione* del capitolo 2). Un elevato grado di incertezza sulle condizioni dell'economia o sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria suggeriscono un atteggiamento cauto, come ampiamente argomentato dall'analisi economica in passato⁷.

³ L. Burlon, A. Notarpietro e M. Pisani, *Macroeconomic effects of an open-ended Asset Purchase Programme*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁴ M. Cecioni, *Asymmetric and state-dependent effects of ECB monetary policy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁵ F. Busetti, G. Ferrero, A. Gerali e A. Locarno, *Deflationary shocks and de-anchoring of inflation expectations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 252, 2014; G. Ferrero, M. Pietrunti e A. Tiseni, *Benefits of gradualism or costs of inaction? Monetary policy in a time of uncertainty*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁶ L. Bartiloro, M. Bottone e A. Rosolia, *What does the heterogeneity of the inflation expectations of Italian firms tell us?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 414, 2017.

⁷ Ad esempio W.C. Brainard, *Uncertainty and the effectiveness of policy*, "The American Economic Review", 57, 2, 1967, pp. 411-425.

Lo scorso marzo il Consiglio ha ulteriormente modificato la sua comunicazione, ritenendo non più necessario il riferimento alla eventualità di tornare ad aumentare il ritmo degli acquisti netti nel caso di scenari avversi; ha però confermato che il programma proseguirà almeno sino alla fine di settembre dell'anno in corso e comunque finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'inflazione verso l'obiettivo, e che si attende di lasciare i tassi ufficiali sugli attuali livelli ben oltre il termine degli acquisti netti. Il Consiglio ha ribadito che ritiene necessario mantenere un grado elevato di accomodamento monetario, cui possono concorrere vari strumenti: gli acquisti netti di attività, il mantenimento nel portafoglio dell'Eurosistema delle ampie consistenze di titoli acquistati, il reinvestimento del capitale rimborsato, le indicazioni prospettiche sull'andamento dei tassi ufficiali.

L'aggiustamento durevole dell'inflazione sarà valutato sulla base della convergenza delle previsioni di inflazione verso l'obiettivo, del grado di incertezza esistente attorno a questo andamento, della robustezza delle prospettive dei prezzi a una riduzione del grado di accomodamento monetario.

Le operazioni di politica monetaria

L'Eurosistema ha continuato a offrire fondi alle banche mediante aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi richiesti. A marzo del 2017 è stata effettuata l'ultima delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2), con la quale sono stati erogati 217 miliardi netti, di cui 65 alle controparti italiane (tav. 3.1). Nel complesso delle quattro operazioni, condotte a cadenza trimestrale da giugno del 2016, alle banche dell'area sono stati assegnati 330 miliardi netti, di cui 128 a quelle italiane.

Tavola 3.1

Fondi assegnati con le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO2) (milioni di euro)				
Data di regolamento dell'operazione	Area dell'euro		Italia	
	Importo lordo	Importo netto (1)	Importo lordo	Importo netto (1)
Giugno 2016	399.289	31.426	138.946	29.187
Settembre 2016	45.270	34.227	17.437	16.567
Dicembre 2016	62.161	48.001	17.808	17.714
Marzo 2017	233.474	216.734	67.167	64.971

Fonte: BCE e Banca d'Italia.
(1) L'importo netto dei fondi assegnati è calcolato tenendo conto dei rimborsi delle prime TLTRO, effettuati su base volontaria da parte degli intermediari.

Alla fine dello scorso aprile l'Eurosistema aveva acquistato attività finanziarie nell'ambito dell'APP per un ammontare pari a 2.400 miliardi, di cui 431 relativi ad attività private e 1.969 a titoli pubblici (di cui 301 acquistati dalla Banca d'Italia; fig. 3.1.b e tav. 3.2).

Tavola 3.2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria nell'ambito dell'APP (milioni di euro; aprile 2018)		
PROGRAMMA	Eurosistema	Banca d'Italia
CBPP3 (1)	252.228	39.286
ABSPP (2)	27.019	0
PSPP (3)	1.968.645	300.886
CSPP (4)	151.851	16.810

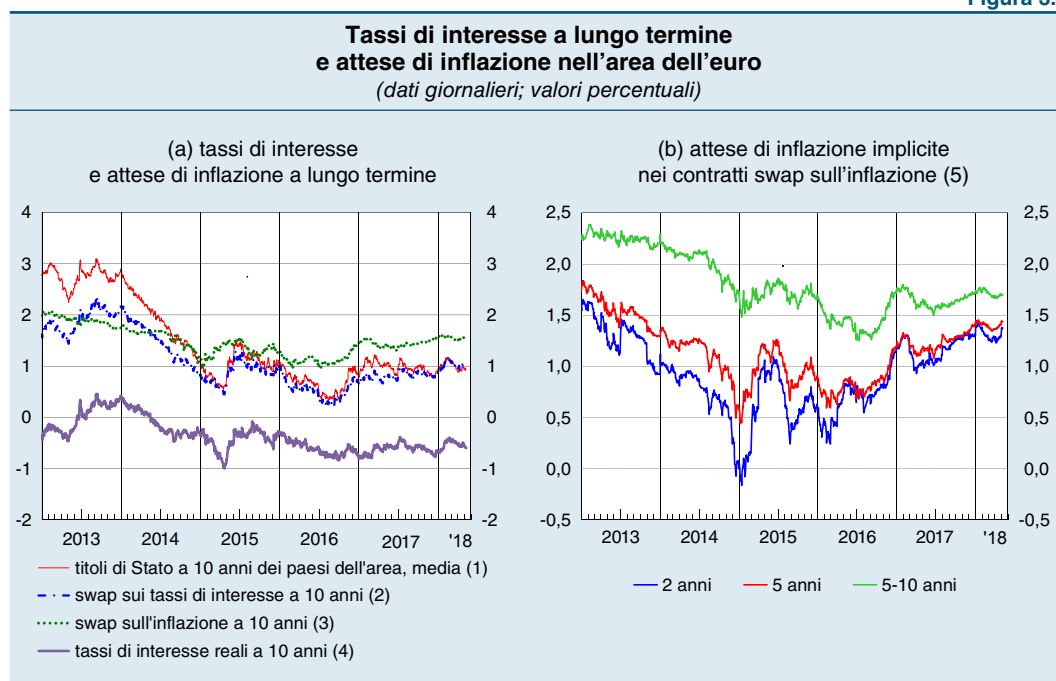
Fonte: BCE e Banca d'Italia.
(1) Terzo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*). – (2) Programma di acquisto di attività cartolarizzate (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*). – (3) Programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*). – (4) Programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*).

I tassi di interesse e il cambio dell'euro

A fronte dell'abbondante liquidità presente nel sistema bancario, nel 2017 e nei primi mesi di quest'anno, i tassi del mercato monetario sono rimasti stabili su valori prossimi a quello applicato sulla *deposit facility* (fig. 3.1.a).

La ricalibrazione della politica monetaria non ha determinato sensibili oscillazioni dei rendimenti nominali a lungo termine; alla fine dello scorso aprile i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni erano pari allo 0,9 per cento nella media dei principali paesi dell'area dell'euro (fig. 3.2.a). Anche i tassi di interesse reali a lungo termine hanno mostrato variazioni contenute (-0,5 per cento in aprile).

Figura 3.2



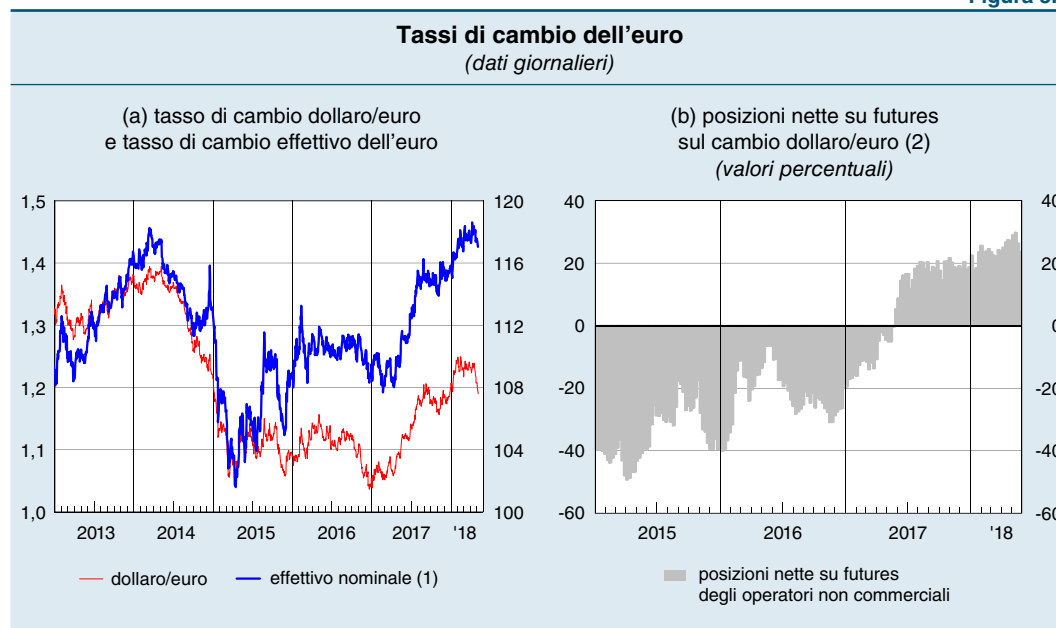
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2017. – (2) Tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro a 10 anni. – (3) Tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a 10 anni. – (4) Tasso fisso nei contratti swap di interesse a 10 anni deflazionato con il tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione a 10 anni. – (5) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swap* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

Dopo una fase di calo all'inizio del 2017, le aspettative di inflazione desunte dai contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi hanno mostrato una tendenza al rialzo, che si è però attenuata nei primi mesi dell'anno in corso (fig. 3.2.b); nella media di aprile quelle a due anni e quelle a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni sono state pari rispettivamente all'1,3 e all'1,7 per cento.

Nel 2017 il cambio dell'euro si è progressivamente rafforzato (del 5,6 per cento in termini nominali effettivi; 13,8 nei confronti del dollaro; fig. 3.3); l'apprezzamento più marcato è avvenuto tra aprile e agosto ed è stato verosimilmente connesso con il miglioramento delle prospettive di crescita delle economie dell'area e il venir meno di rischi politici dopo le elezioni in diversi paesi europei. Nel corso dell'anno le posizioni assunte dagli operatori sui mercati dei derivati hanno segnalato attese di un ulteriore rafforzamento della valuta

Figura 3.3



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento. Scala di destra. — (2) Differenza tra le posizioni lunghe e quelle corte degli operatori non commerciali su futures sul cambio dollaro/euro, in percentuale del totale delle posizioni in essere.

comune nei confronti di quella statunitense. Nelle ultime settimane queste tendenze sembrano essersi arrestate, in relazione a indicazioni di un'evoluzione del quadro macroeconomico migliore delle attese negli Stati Uniti e meno favorevole nell'area dell'euro.

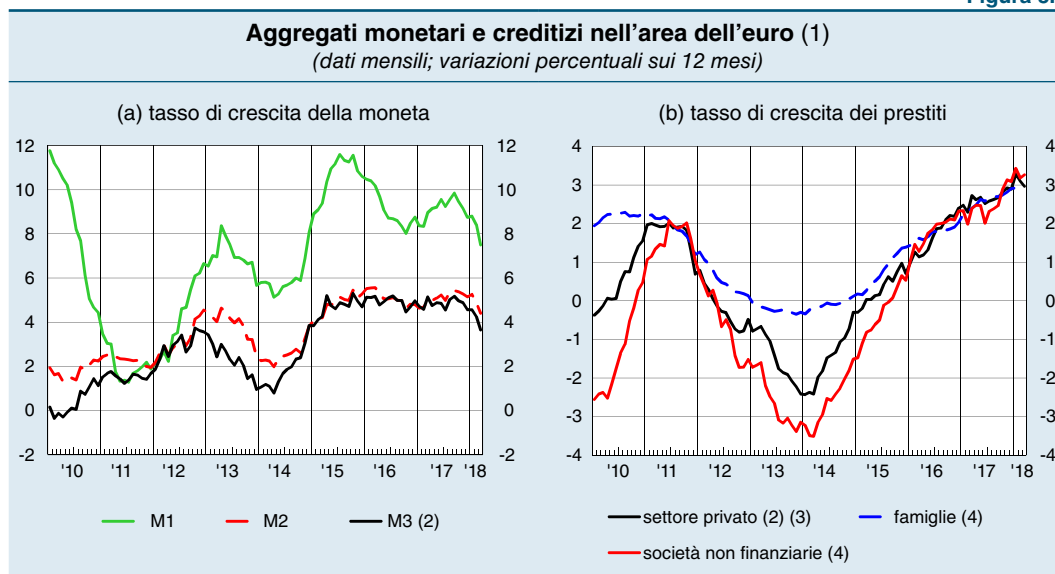
La moneta e il credito

La crescita sui dodici mesi della moneta M3 nel 2017 è rimasta pressoché stabile su valori intorno al 5 per cento, per poi diminuire nei primi mesi di quest'anno (3,7 per cento in marzo; fig. 3.4.a). A sostenere la dinamica dell'aggregato ha contribuito l'effetto dell'acquisto di titoli di Stato nell'ambito dell'APP e il basso costo-opportunità di detenere gli strumenti più liquidi.

Nello stesso periodo la crescita dei prestiti bancari al settore privato si è progressivamente rafforzata (3,0 per cento sui dodici mesi in marzo, da 2,4 alla fine del 2016; fig. 3.4.b), grazie al miglioramento del quadro congiunturale e alle favorevoli condizioni di finanziamento. Il credito ha accelerato sia per le famiglie (3,0 per cento, da 2,0) sia per le società non finanziarie (3,3 per cento, da 2,3).

Le condizioni di finanziamento sono rimaste molto espansive, con un'ulteriore riduzione del grado di frammentazione dei mercati del credito tra i paesi dell'area. Il tasso medio dei nuovi prestiti alle imprese si è mantenuto sostanzialmente invariato, su valori minimi nel confronto storico e prossimi all'1,6 per cento; anche il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie è rimasto su livelli molto bassi (1,9 per cento). La dispersione nella dinamica e nel costo dei prestiti alle imprese è tornata sui valori contenuti registrati prima dell'avvio della crisi del debito sovrano (fig. 3.5).

Figura 3.4

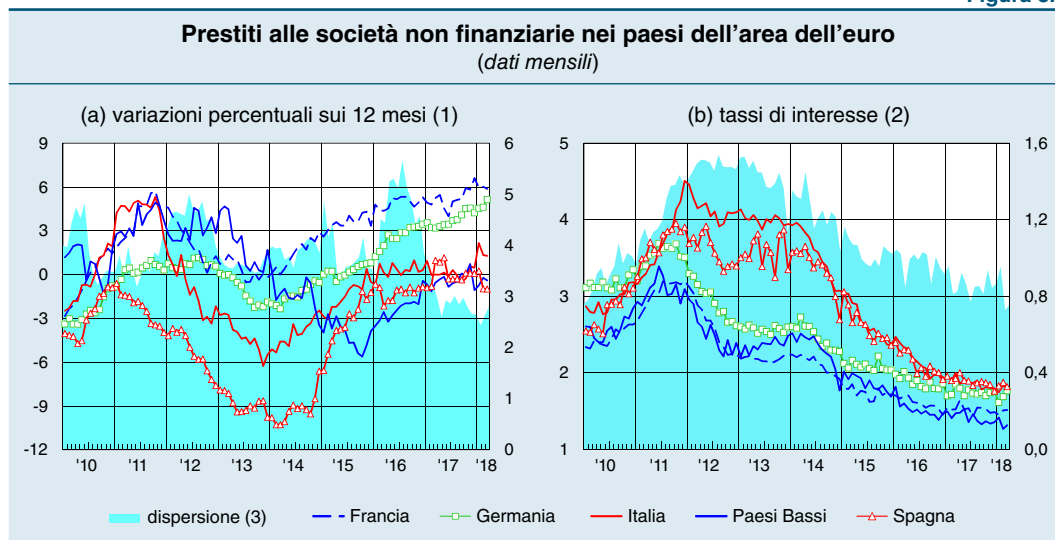


Fonte: BCE.

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

Secondo l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), i criteri di offerta del credito hanno registrato un miglioramento per le imprese e per le famiglie. Le misure non standard di politica monetaria avrebbero contribuito a sostenere l'erogazione di credito all'economia, nonché a migliorare la situazione patrimoniale e di liquidità degli intermediari. La domanda di credito è aumentata, beneficiando del basso livello dei tassi di interesse e della ripresa degli investimenti fissi.

Figura 3.5



Fonte: BCE.

(1) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (3) Deviazione standard non ponderata dei tassi di crescita e di interesse per 12 paesi dell'area dell'euro; scala di destra.

L'ECONOMIA ITALIANA

4. IL QUADRO DI INSIEME

Nel 2017 si è irrobustito il recupero dell'economia italiana, che prosegue pressoché ininterrotto dal secondo trimestre del 2013. La ripresa procede tuttavia a un passo più lento nel confronto con precedenti episodi e con le altre principali economie dell'area dell'euro, riflettendo anche l'eccezionale profondità e durata della recessione che l'ha preceduta (cfr. il riquadro: *I cicli economici in Italia*).

I CICLI ECONOMICI IN ITALIA

Il PIL italiano è in graduale espansione, quasi ininterrottamente, dal secondo trimestre del 2013. Le caratteristiche sia della ripresa sia della precedente contrazione dell'attività si differenziano tuttavia nettamente dalla maggior parte dei cicli economici osservati in passato nel nostro paese, presentando i tratti distintivi che si associano a una crisi finanziaria¹.

L'ultimo episodio recessivo, se considerato nel suo insieme come una *double-dip recession*², è stato eccezionale per durata (20 trimestri; tavola), per profondità della contrazione (quasi il 10 per cento del PIL in termini cumulati, contro cali del 5,6 e del 4 per cento registrati, rispettivamente, durante la Grande depressione del 1929 e lo shock petrolifero dei primi anni settanta), e infine per ampiezza dello scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*; negativo per quasi il 5 per cento)³.

La ripresa in corso è stata sin qui di durata simile (20 trimestri, a oggi; tavola) alle fasi espansive più recenti, ma il recupero del PIL è stato finora assai più lento, circa un terzo di quanto registrato in media nelle fasi di espansione successive al 1970; il livello del prodotto è ancora inferiore del 5,5 per cento a quello del primo trimestre del 2008 e resta al di sotto di quello potenziale di circa due punti percentuali (al picco delle precedenti fasi espansive segnava invece valori positivi).

L'espansione corrente è diversa dalle precedenti anche per composizione. Fra le principali componenti della domanda solo le esportazioni, che dipendono soprattutto dall'andamento dell'economia globale, hanno superato, già dal 2015, i livelli del picco precedente. Lo stock di capitale fisso, a valori concatenati e al netto degli ammortamenti,

¹ FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2009. Secondo il Fondo monetario internazionale le recessioni associate a crisi finanziarie sono di solito più intense e protratte di quelle causate da altri tipi di shock. Le fasi di ripresa sarebbero lente e caratterizzate da un debole recupero della domanda interna e da condizioni creditizie restrittive.

² Si considera l'ultimo episodio recessivo di tipo *double-dip*, caratterizzato da un minimo locale nel secondo trimestre del 2009 e un massimo locale nel secondo trimestre del 2011.

³ A. Bassanetti, M. Cecioni, A. Nobili e G. Zevi, *Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo*, "Rivista di Politica Economica", 3, 2011, pp. 281-318.

Cicli dell'economia italiana (1970-2018) (1)

DATAZIONE DEL CICLO		Durata (trimestri)		Intensità (variazione cumulata del PIL, in percentuale)		Intensità (livello dell'output gap nel trimestre indicato, in punti percentuali)	
minimo	massimo	espansione	recessione	espansione	recessione	minimo	massimo
1971 T4	1974 T1	9	5	14,3	-4,0		
1975 T2	1977 T2	8	2	10,9	-0,2		
1977 T4	1980 T1	9	12	14,2	-0,4		
1983 T1	1992 T1	36	6	27,6	-1,5	-3,1	1,2
1993 T3	1996 T1	10	3	7,1	-0,4	-2,4	0,4
1996 T4	2001 T1	17	9	11,4	-0,3	-1,4	2,7
2003 T2	2008 T1	19	20	7,5	-9,6	-0,3	3,8
2013 T1	a oggi	20 (a oggi)		4,6 (a oggi)		-4,8 (a oggi)	-1,9 (a oggi)

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Le recessioni sono individuate sulla base della datazione Istat fino al 2010 (cfr. Istat, *Rapporto annuale. La situazione del Paese nel 2010*, 2011) e di nostre valutazioni per il periodo successivo. La datazione dell'Istat, svolta in precedenza dall'ISCO e poi dall'ISAE, segue l'approccio metodologico del National Bureau of Economic Research (NBER), in cui "si definisce come recessione una diminuzione assoluta e prolungata dei livelli di attività, diffusa in vari settori dell'economia". L'analisi dei punti di svolta ciclici si fonda sugli andamenti di 6 variabili (l'incidenza delle ore di lavoro straordinario nelle grandi imprese, l'indice della produzione industriale, il trasporto ferroviario di merci, il valore aggiunto dei servizi di mercato, gli investimenti in macchinari e attrezzature e le importazioni di beni) sintetizzate da un indicatore composito coincidente; cfr. F. Altissimo, D.J. Marchetti e G.P. Oneto, *The Italian business cycle: coincident and leading indicators and some stylized facts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 377, 2000. L'ultimo ciclo completo individuato identifica una recessione *double-dip* caratterizzata da un minimo locale in 2009 T2 e da un massimo locale in 2011 T2. L'ultimo dato si riferisce al 2018 T1.

si è stabilizzato solo nel 2017, dopo quattro anni di moderate riduzioni (-0,9 per cento, cumulativamente), le prime di cui si ha evidenza statistica⁴. Sulla base di nostre stime, lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito bancario e prodotto (*credit-to-GDP gap*)⁵, che era sempre divenuto positivo al picco delle precedenti fasi cicliche, sarebbe ancora negativo, dell'ordine di dieci punti percentuali.

Anche nel caso dell'area dell'euro – sebbene il PIL abbia superato ampiamente i livelli pre-crisi e, come in Germania e in Francia, l'espansione si protragga da quasi nove anni – il recupero appare particolarmente lento nel confronto storico, a conferma delle ricadute severe per l'attività produttiva che conseguono a crisi finanziarie e bancarie. L'andamento per il complesso dell'area è in linea con quanto accaduto negli Stati Uniti successivamente alla crisi finanziaria globale, tenendo conto del ritardo con cui si è avviata la ripresa in Europa⁶.

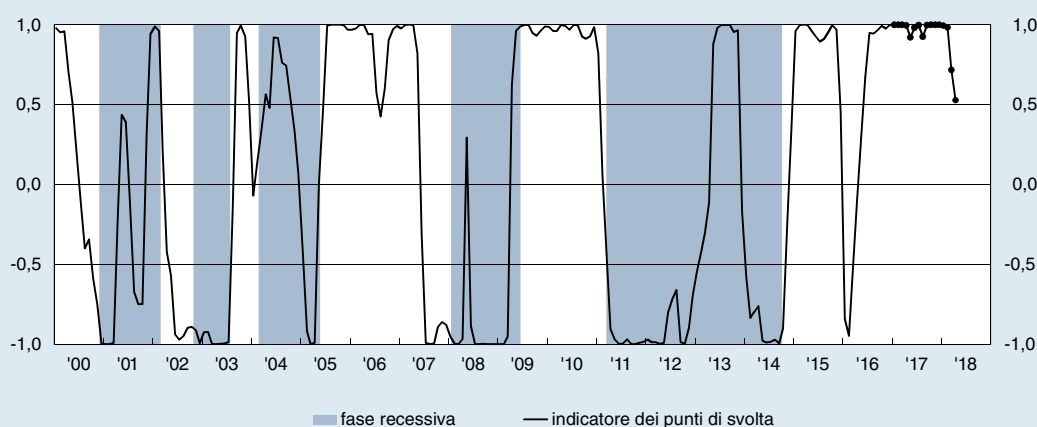
Vi è evidenza, confermata dai lavori di analisti e istituzioni, che a una recessione particolarmente protratta e profonda segua un periodo più prolungato di ripresa. Un indicatore dei punti di svolta della produzione industriale in Italia ad aprile del 2018

⁴ Al netto delle abitazioni il capitale netto ha continuato a ridursi (-0,2 per cento nel 2017; -3,4 cumulativamente dal 2011).

⁵ Il *credit-to-GDP gap* è identificato secondo il modello sviluppato dalla Banca d'Italia (cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015). Per il suo andamento recente e prospettico, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018.

⁶ CEPR, *Euro Area Business Cycle Dating Committee: a slow but steady euro area recovery*, 2017.

Indicatore dei punti di svolta della produzione industriale italiana (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) L'indicatore è dato dalla differenza fra le stime delle probabilità di espansione e di recessione del ciclo della crescita della produzione industriale, che differisce dalla datazione del ciclo economico italiano. Le aree blu evidenziano le fasi recessive (cfr. A. Baffigi e A. Bassanetti, *Turning-point indicators from business surveys: real-time detection for the euro area and its major member countries*, Temi di discussione, 500, 2004).

indica ancora una prevalenza della probabilità di espansione su quella di recessione, pur con qualche indebolimento nei mesi recenti (figura).

In prospettiva rischi provengono da un deterioramento del contesto internazionale, che potrebbe determinare severi peggioramenti del clima di fiducia di famiglie e imprese e un eccesso di volatilità sui mercati finanziari, oppure da bruschi cambiamenti nelle politiche economiche.

Nella media del 2017 il PIL ha accelerato all'1,5 per cento, da 0,9 l'anno prima (tav. 4.1). La crescita è stata superiore rispetto a quanto atteso all'inizio dell'anno dai principali previsori (cfr. il riquadro: *Le determinanti dell'attività economica nel 2017 secondo il modello della Banca d'Italia*) e ha riguardato tutte le macroaree; è stata tuttavia più sostenuta nelle regioni del Nord, che come di consueto hanno maggiormente beneficiato del rafforzamento degli scambi globali (cfr. il riquadro: *Gli andamenti territoriali*).

Nonostante il ristagno dell'attività manifatturiera, nel primo trimestre del 2018 la crescita è proseguita in Italia a ritmi analoghi a quelli della fine dello scorso anno (0,3 per cento sul periodo precedente, secondo la stima preliminare dell'Istat); la velocità di espansione del prodotto è rimasta invariata anche in Spagna, mentre si è decisamente ridotta in Francia e in Germania. Le informazioni congiunturali più recenti, in particolare le indagini presso le imprese e le famiglie e l'indicatore Ita-coin¹, prefigurano una prosecuzione dell'espansione nel nostro paese nel secondo trimestre.

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

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia (valori percentuali)							
VOCI	Peso sul PIL nel 2017 (1)	2016		Contri- buto alla crescita del PIL (2)	2017		Contri- buto alla crescita del PIL (2)
		Variazioni			Variazioni		
		Valori conca- tenati	Defla- tori		Valori conca- tenati	Defla- tori	
Risorse							
PIL	–	0,9	0,8	–	1,5	0,6	–
Importazioni di beni FOB e servizi (3)	27,6	3,5	-3,4	-1,0	5,3	3,1	-1,4
di cui: beni	21,7	3,6	-4,2	-0,8	5,1	3,6	-1,1
Impieghi							
Domanda nazionale	96,6	1,1	0,2	1,1	1,3	1,0	1,3
Spesa delle famiglie residenti (4)	60,7	1,4	0,1	0,9	1,4	1,2	0,8
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	18,6	0,6	1,0	0,1	0,1	0,8	0,0
Investimenti fissi lordi	17,5	3,2	-0,2	0,5	3,8	0,6	0,6
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	6,7	7,4	-0,6	0,4	8,2	0,4	0,5
prodotti di proprietà intellettuale	2,8	0,0	0,5	0,0	1,4	0,6	0,0
costruzioni	8,0	1,2	-0,1	0,1	1,1	0,6	0,1
Variazione delle scorte (5)	–	–	–	-0,4	–	–	-0,2
Esportazioni di beni FOB e servizi (6)	31,0	2,4	-1,1	0,7	5,4	1,7	1,6
di cui: beni	25,3	2,2	-1,1	0,5	5,2	1,9	1,3
Domanda estera netta	–	–	–	-0,2	–	–	0,2
Fonte: Istat, <i>Conti economici nazionali</i> ; cfr. nella sezione <i>Note metodologiche</i> dell'Appendice la voce <i>Conti nazionali: valori concatenati</i> .							
(1) Valori a prezzi dell'anno precedente. – (2) Valori concatenati. Punti percentuali. – (3) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (4) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Include gli oggetti di valore. – (6) Includono la spesa in Italia dei non residenti.							

LE DETERMINANTI DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL 2017 SECONDO IL MODELLO DELLA BANCA D'ITALIA

Nel 2017 l'Italia ha beneficiato dell'andamento favorevole dell'economia globale, oltre che del consolidamento della domanda nazionale per consumi e investimenti; il sostegno fornito dalle politiche economiche è stato rilevante ma più contenuto rispetto agli anni precedenti. Nel complesso la crescita è risultata più solida e bilanciata e più sostenuta di quanto inizialmente previsto da tutti i principali analisti e previsori istituzionali.

Sulla base di elaborazioni effettuate con il modello trimestrale dell'economia italiana¹, la tavola A mostra il contributo di diversi fattori allo scostamento della

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.

**Revisioni rispetto alle previsioni formulate nel gennaio 2017:
principali contributi alla crescita e all'inflazione**
(valori percentuali e differenze, in punti percentuali, nei tassi di crescita annuali)

VOCI	PIL	Investimenti	Esportazioni	Inflazione
Consuntivo sul 2017 (1)	1,6	3,9	6,0	1,3
Previsione di gennaio 2017 (1)	0,9	2,8	3,8	1,3
Differenza (2)	0,7	1,1	2,2	0,0
di cui: domanda estera	0,2	0,2	1,5	0,0
prezzi internazionali	0,4	0,3	1,1	0,1
tassi di cambio	-0,1	-0,1	-1,0	-0,1
prezzi dell'energia	0,1	0,0	0,1	0,0
minore incertezza	0,1	0,8	0,0	0,0
altro (3)	0,0	-0,1	0,5	0,0

(1) 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. – (2) I contributi alle revisioni di PIL, inflazione, esportazioni e investimenti derivano dalle variazioni negli andamenti di ciascun fattore indicato in riga rispetto a quanto ipotizzato nello scenario previsivo formulato in *Bollettino economico*, 1, 2017. – (3) Ricomprende alcuni fattori residuali.

dinamica del PIL e dell'inflazione rispetto al quadro che era stato elaborato all'inizio del 2017 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2017). Complessivamente il rialzo del prodotto è stato di oltre mezzo punto percentuale superiore a quanto allora atteso.

La più favorevole evoluzione del contesto internazionale ha contribuito in maniera significativa a rafforzare la dinamica del PIL: l'accelerazione della domanda mondiale e il maggiore aumento, in parte connesso, dei prezzi dei nostri principali partner commerciali hanno più che compensato gli effetti negativi dell'apprezzamento nominale del cambio dell'euro, stimolando le esportazioni.

La crescita degli investimenti in beni strumentali delle imprese italiane è stata anch'essa maggiore di quanto previsto all'inizio del 2017. Allo stimolo all'accumulazione derivante dalle migliorate prospettive sui mercati esteri si è aggiunto quello dovuto alla riduzione dell'incertezza e al miglioramento del clima di fiducia. Questi segnali sono desumibili dalle indagini presso le imprese rispettivamente da una minore dispersione delle aspettative sulla domanda e da valutazioni più ottimistiche sul livello degli ordini e della produzione attesa; in particolare gli indici di fiducia si sono portati ai livelli più elevati dal 2007.

L'andamento dell'inflazione, in aumento rispetto ai livelli lievemente negativi dell'anno precedente, è stato in linea con quanto prefigurato all'inizio del 2017: le pressioni al rialzo provenienti dall'accelerazione dei prezzi su scala globale sono state compensate dagli effetti dell'apprezzamento nominale del cambio dell'euro. Nel complesso si è confermata una tendenza a un graduale rafforzamento dell'inflazione, che resta però bassa.

Pur se il contributo fornito all'attività produttiva dalle politiche economiche (segnatamente il permanere di condizioni monetarie e finanziarie molto favorevoli e l'orientamento moderatamente espansivo della politica di bilancio) si mantiene significativo, la crescita appare progressivamente meno dipendente da tale sostegno.

La tavola B riporta nostre valutazioni, elaborate con il modello trimestrale dell'economia italiana, dei contributi delle politiche monetarie e di bilancio alla crescita del PIL nei tre anni dal 2016 al 2018². Secondo queste stime la crescita del PIL nel 2018 sarebbe attribuibile per circa due terzi alle politiche espansive, che invece spiegano per intero quella del 2016. Il contributo della politica monetaria sarebbe in media pari a circa la metà di quanto calcolato per il 2016, coerentemente con l'attenuazione dello stimolo monetario (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), mentre l'apporto della politica di bilancio rimarrebbe pressoché costante lungo il triennio.

Tavola B

Crescita del PIL e contributi delle politiche economiche
(tassi di variazione annuali e contributi in punti percentuali)

	2016	2017	2018
Crescita del PIL (1)	1,0	1,6	1,4
Contributo politiche economiche (2)	1,8	1,2	0,9
di cui: politica monetaria	1,5	0,9	0,7
politica di bilancio	0,3	0,3	0,2

(1) Per il 2018 stima pubblicata in *Bollettino economico*, 1, 2018. –
(2) Per la politica monetaria si tiene conto dell'insieme delle misure introdotte dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea a partire dal 2014. Il contributo della politica di bilancio è calcolato simulando gli effetti macroeconomici degli interventi inclusi nelle leggi di bilancio. Per il biennio 2017-18 le misure che forniscono il principale contributo espansivo sono le agevolazioni fiscali alle imprese per gli investimenti (super e iper ammortamento), gli aumenti degli investimenti pubblici, il rinnovo dei contratti del pubblico impiego.

² Questi fattori non sono evidenziati nella tavola A in quanto le informazioni necessarie a calcolarne l'impatto sull'attività economica dello scorso anno erano in larga parte già disponibili al momento della formulazione delle proiezioni di inizio 2017.

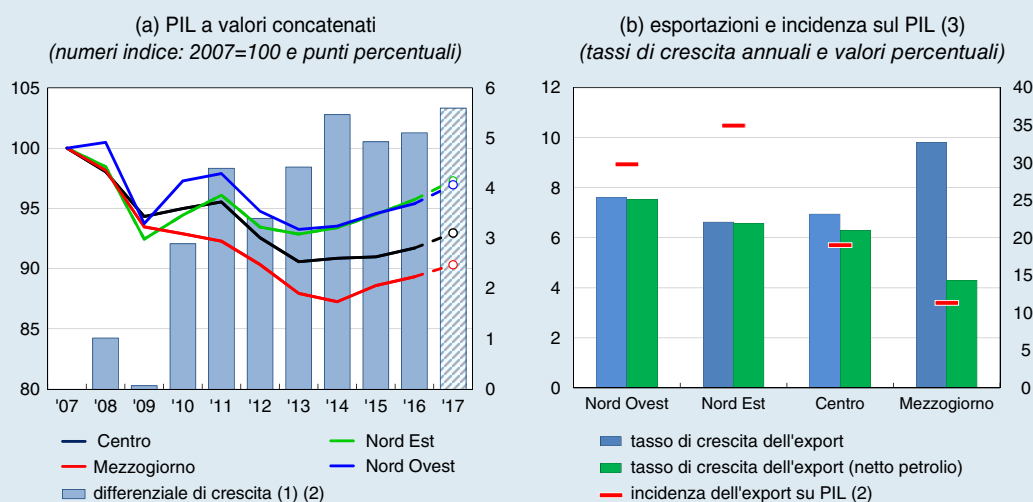
GLI ANDAMENTI TERRITORIALI

Il consolidamento della ripresa economica ha interessato nell'anno tutte le aree del Paese. Sulla base delle stime fornite da Prometeia, nel 2017, come già nell'anno precedente, la crescita è risultata maggiore nelle regioni del Centro Nord – in particolare nel Nord Ovest e nel Nord Est – rispetto a quelle del Mezzogiorno (figura, pannello a). La crescita più sostenuta del Centro Nord è confermata anche da un indicatore prodotto dalla Banca d'Italia che traccia a frequenza trimestrale l'attività economica delle macroaree¹. Secondo questo indicatore il PIL avrebbe rallentato lievemente nella seconda metà dell'anno nelle regioni del Mezzogiorno e del Nord Ovest.

Rispetto al 2007, anno del picco pre-crisi, nel 2017 il prodotto stimato da Prometeia sarebbe più basso di circa quattro punti percentuali nel Centro Nord e di quasi dieci nel Mezzogiorno (figura, pannello a). In termini pro capite questa divergenza è stata attenuata dalla dinamica della popolazione, aumentata nel

¹ L'indicatore trimestrale di attività economica territoriale è costruito a partire da un insieme parsimonioso di variabili che comprendono: (a) dati annuali sul PIL regionale diffusi dall'Istat; (b) la serie del PIL trimestrale dell'Italia; (c) indicatori territoriali trimestrali di varia fonte. Le informazioni vengono combinate, utilizzando tecniche di disaggregazione temporale delle serie storiche, nel rispetto sia dei vincoli di aggregazione in serie storica (tra i dati trimestrali e annuali territoriali), sia di quelli territoriali (tra dati nazionali e di macroarea); cfr. V. Di Giacinto, L. Monteforte, A. Filippone, F. Montaruli e T. Ropele, *A quarterly indicator of regional economic activity in Italy (ITER)*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

PIL ed esportazioni



Fonte: per il pannello a, Istat, *Conti economici territoriali* fino al 2016 e Prometeia per il 2017; per il pannello b, Istat.
 (1) Differenziale tra il tasso di crescita del PIL del Centro Nord e del Mezzogiorno. Il tasso di crescita è calcolato tra il 2007 e il tempo t. –
 (2) Scala di destra. – (3) Tasso di crescita dell'export al 2017; incidenza dell'export sul PIL al 2016.

Centro Nord molto più che nel Mezzogiorno per effetto delle migrazioni interne e dall'estero (cfr. il riquadro: *L'economia del Mezzogiorno dopo la recessione* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2016): tra il 2007 e il 2017 il PIL per abitante sarebbe diminuito di oltre otto punti percentuali nel Centro Nord e di dieci nel Mezzogiorno. Nel 2017 il prodotto pro capite meridionale era circa il 56,6 per cento di quello del Centro Nord (57,7 nel 2007).

La dinamica positiva dell'attività produttiva è proseguita all'inizio dell'anno in corso: nel primo trimestre del 2018 il saldo tra il numero di giudizi favorevoli e il numero di quelli sfavorevoli sulle prospettive economiche da parte delle imprese manifatturiere intervistate dall'Istat è cresciuto in tutte le aree, in maniera più pronunciata al Nord dove, a partire dalla seconda metà del 2017, era già stabilmente positivo.

Nel 2017 tutte le macroaree hanno beneficiato di una favorevole evoluzione delle esportazioni, il cui impatto sull'attività economica è risultato però più forte nelle regioni del Centro Nord in relazione alla maggiore incidenza dell'export sul valore aggiunto dell'area (figura, pannello b). Al netto del forte incremento dell'export dei prodotti petroliferi raffinati, concentrati nelle due Isole, la dinamica delle esportazioni del Mezzogiorno risulterebbe pari al 4,3 per cento, valore inferiore a quello delle altre macroaree. Il differenziale positivo nella crescita delle esportazioni rispetto alla domanda potenziale, che aveva già caratterizzato nella media del precedente quinquennio le aree del Centro Nord, si è esteso nel 2017 anche alle aree del Mezzogiorno, indicando che il rafforzamento della capacità di competere sui mercati internazionali è diffuso in tutte le aree del Paese (cfr. il riquadro: *Esportazioni, quote di mercato e domanda potenziale delle macroaree italiane*, in *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 23, 2017).

Secondo i risultati dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) la crescita degli investimenti nel settore industriale ha coinvolto tutte le aree del Paese. Le banche intervistate nell'ambito dell'Indagine regionale sul credito bancario hanno segnalato per il 2017 un aumento delle richieste di credito finalizzate all'accumulazione di capitale in tutte le aree, coerente con una crescita degli investimenti diffusa sul territorio (cfr. *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Banca d'Italia, Economie regionali, di prossima pubblicazione).

Anche la dinamica dei consumi è risultata più sostenuta nelle regioni del Centro Nord: secondo le stime di Prometeia nel 2017 la spesa per consumi delle famiglie sul territorio è cresciuta dell'1,6 per cento al Nord, in linea con il 2016, e, rispettivamente, dell'1,3 e 1,1 per cento al Centro e nel Mezzogiorno, in lieve rallentamento rispetto all'anno precedente.

L'incremento dell'occupazione è invece risultato simile tra le aree del Paese; per la prima volta dall'inizio della crisi si è arrestato il calo nel settore delle costruzioni: il numero di occupati è rimasto stabile nel Centro Nord ed è aumentato nel Mezzogiorno. Il tasso di disoccupazione è diminuito in tutte le aree e in maniera più significativa nel Centro Nord; nel Mezzogiorno la riduzione è stata in parte frenata da un'espansione, più elevata che nelle altre aree, della partecipazione al mercato del lavoro (cfr. *L'economia delle regioni italiane nel 2017*, Banca d'Italia, Economie regionali, di prossima pubblicazione).

Il PIL italiano resta ancora del 5,5 per cento al di sotto del livello del primo trimestre del 2008, prima del manifestarsi degli effetti della crisi finanziaria globale; in Spagna, in Francia e in Germania è stato invece superato di circa il 3, il 7 e il 12 per cento, rispettivamente; nel confronto con il picco del secondo trimestre del 2011, che ha preceduto la crisi del debito sovrano, il nostro prodotto è ancora inferiore dello 0,9 per cento.

Lo scorso anno la crescita è stata sostenuta sia dalla domanda nazionale, che ha accelerato rispetto al 2016, sia dall'interscambio con l'estero. È proseguito il recupero della spesa delle famiglie e si è significativamente rafforzata l'accumulazione in beni strumentali, che nelle prime fasi della ripresa era rimasta debole. Vi hanno contribuito il miglioramento della fiducia e delle prospettive delle imprese, indotto dal consolidamento della fase espansiva, e le favorevoli condizioni di accesso al credito, oltre al rinnovo degli incentivi fiscali e all'entrata in vigore del piano nazionale Industria 4.0, che comprende misure di sostegno all'investimento in nuove tecnologie digitali e dell'automazione.

È tornata ad aumentare l'accumulazione in beni immateriali, in particolare la spesa in ricerca e sviluppo, che ha beneficiato di agevolazioni fiscali mirate e di norme volte ad allentare i vincoli di finanziamento delle nuove attività imprenditoriali a carattere innovativo. Anche gli investimenti in costruzioni sono cresciuti, ma il loro divario rispetto ai valori precedenti la crisi rimane assai ampio; vi incide anche la ridotta attività di accumulazione delle Amministrazioni pubbliche, i cui investimenti nominali in rapporto al PIL restano sui minimi storici (2,0 per cento, dal 3,0 nel 2008).

L'incremento delle esportazioni (5,4 per cento) è stato superiore sia a quello segnato nel 2016 sia all'espansione della domanda nei principali mercati di sbocco delle merci italiane. L'accelerazione delle importazioni è stata meno accentuata, sebbene sospinta dalla forte dinamica delle esportazioni e della spesa in mezzi di trasporto (componenti che maggiormente attivano acquisti di input intermedi o beni finali dall'estero). Ne è scaturito, per la prima volta dal 2013, un contributo positivo alla crescita del PIL dell'interscambio con l'estero.

Il risparmio nazionale, valutato in rapporto al reddito disponibile, è tornato al 20,1 per cento, sui livelli medi del primo decennio di questo secolo (tav. 4.2). L'aumento del tasso di risparmio nazionale registrato nell'anno è interamente dipendente dal maggiore risparmio delle Amministrazioni pubbliche; la propensione al risparmio è scesa per il settore privato nel suo complesso e in particolare per le famiglie, continuando a riflettere il tentativo di ripristinare i livelli di consumo prevalenti prima della crisi. Gli investimenti lordi sono storicamente bassi in rapporto al reddito nazionale: nell'anno all'incremento della componente fissa si è contrapposta la riduzione delle giacenze di magazzino. È proseguito il sostenuto aumento del saldo delle partite correnti con l'estero, positivo per il quinto anno consecutivo, raggiungendo il valore più alto dalla metà degli anni novanta grazie al recupero della performance delle esportazioni italiane su molti mercati di sbocco (cfr. il capitolo 15: *Le esportazioni di beni dell'Italia nell'ultimo ventennio: andamento e determinanti*).

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	2013	2014	2015	2016	2017
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,7	0,2	0,3	1,2	0,5	1,2
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,4	18,0	18,8	17,8	19,2	18,8
di cui: famiglie consumatrici (1)	20,0	14,0	8,0	5,9	6,0	5,7	5,6	5,1
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	20,1	18,1	19,1	19,0	19,7	20,1
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,3	17,2	17,2	17,6	17,2	17,3
<i>Per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,3	1,0	1,9	1,5	2,5	2,8
Fonte: elaborazioni su dati Istat. (1) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.								

Lo scorso anno è inoltre proseguita l'espansione dell'occupazione (1,1 per cento), soprattutto di quella alle dipendenze a tempo determinato; l'impiego a tempo indeterminato ha risentito della rimodulazione degli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni. Il numero di occupati si è riportato in prossimità del livello medio del 2008, restandone ampiamente al di sotto nella manifattura (di circa il 15 per cento) ma superandolo nei servizi (di oltre il 5); in questo settore la domanda di lavoro continua a orientarsi verso le posizioni meno qualificate (cfr. il riquadro del capitolo 8: *Le variazioni della struttura dell'occupazione in Italia negli ultimi dieci anni*). Resta ancora bassa l'intensità di utilizzo della manodopera: le ore lavorate per addetto rimangono

di oltre il 5 per cento inferiori ai valori medi del 2007. È diminuita la disoccupazione, all'11,2 per cento dall'11,7 nel 2016, e al contempo è aumentata la partecipazione al mercato del lavoro a fronte dell'innalzamento dell'età pensionabile e del calo del numero di inoccupati scoraggiati, favorito dalle migliori condizioni cicliche.

Il valore aggiunto è cresciuto in tutti i principali settori, ad eccezione dell'agricoltura. La produttività del lavoro nella manifattura supera i livelli antecedenti la crisi di oltre il 10 per cento; li ha appena recuperati nei servizi privati, dove si è concentrata la ripresa dell'occupazione.

Nel 2017 sono state introdotte misure legislative per garantire una migliore regolamentazione dei mercati e dell'attività di impresa. Con un ritardo di oltre due anni, la prima legge annuale sulla concorrenza è intervenuta in numerosi settori, con disposizioni la cui portata appare tuttavia complessivamente limitata. La legge delega di riforma della disciplina delle crisi di impresa e dell'insolvenza, approvata lo scorso autunno e in attesa di attuazione, potrebbe consentire un'accelerazione delle procedure di recupero dei crediti e una maggiore efficienza nella definizione delle crisi aziendali, favorendo la competitività del nostro sistema produttivo.

Lo scorso anno la politica di bilancio ha mantenuto, per il quarto anno consecutivo, un orientamento moderatamente espansivo. Gli effetti sul gettito fiscale del consolidamento della ripresa economica e l'ulteriore flessione della spesa per interessi hanno tuttavia più che compensato l'impatto delle misure espansive: ne è disceso un modesto calo dell'indebitamento netto, al 2,3 per cento del PIL (dal 2,5 del 2016). Anche il rapporto fra debito e prodotto è diminuito, di 0,2 punti percentuali rispetto al 2016, portandosi al 131,8 per cento del PIL. Sull'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche del 2017 hanno pesato per 0,3 punti percentuali di prodotto gli interventi a sostegno delle banche in difficoltà (cfr. il riquadro del capitolo 11: *L'impatto sui conti pubblici delle misure di sostegno al settore finanziario*). Condizioni di finanziamento meno favorevoli non metterebbero a repentaglio la sostenibilità del debito pubblico e privato, purché si confermino gli attuali ritmi di crescita e la politica di bilancio resti prudente (cfr. il riquadro: *La normalizzazione delle condizioni finanziarie e l'economia italiana*).

LA NORMALIZZAZIONE DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE E L'ECONOMIA ITALIANA

Il rafforzamento dell'attività produttiva ha irrobustito la capacità dell'economia italiana di sostenere una progressiva normalizzazione della configurazione dei tassi di interesse di mercato, rispetto agli attuali livelli eccezionalmente bassi. Ciò richiede tuttavia che si confermino i ritmi di crescita attualmente previsti e che l'orientamento della politica di bilancio resti prudente e credibile. Questa valutazione è corroborata da diversi esercizi di simulazione che ipotizzano scenari di aumento dei rendimenti.

La capacità del settore privato di onorare il debito a fronte di incrementi inattesi dei tassi rimarrebbe elevata, anche grazie alla riduzione della leva finanziaria delle imprese registrata negli ultimi anni. Nell'ipotesi che nel 2018 i costi di finanziamento risultassero superiori di 100 punti base rispetto a quanto implicito nelle più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle famiglie e dalle

imprese vulnerabili sarebbe pari al 12 e al 28 per cento rispettivamente¹, valori ampiamente inferiori a quelli osservati durante la crisi del debito sovrano (19 e 47 per cento nel 2012). La vulnerabilità sarebbe maggiore, anche se comunque storicamente contenuta, solo per alcune categorie come le famiglie residenti nel Mezzogiorno e quelle che associano al mutuo altre forme di indebitamento, in particolare prestiti per finalità di consumo; le aziende più a rischio sarebbero quelle di minore dimensione e quelle operanti nel settore delle costruzioni.

Nell'ultimo triennio il rapporto tra debito pubblico e PIL è rimasto sostanzialmente stabile su valori assai elevati. In base all'attuale quadro macroeconomico², che già incorpora l'ipotesi di un progressivo aumento dei rendimenti di mercato, si avvierebbe nell'anno in corso una tendenza alla diminuzione del rapporto tra debito e PIL. Mantenendo costanti le ipotesi su crescita dell'attività e politiche di bilancio, un maggior livello dei rendimenti sui titoli di Stato di 100 punti base rispetto a questo scenario rallenterebbe, ma non comprometterebbe una graduale riduzione del debito pubblico in rapporto al PIL nominale³. A ciò contribuisce l'elevata vita media residua del debito, superiore a sette anni, che attenua e ritarda nel tempo la sensibilità del costo del debito a un aumento dei tassi di mercato: un rialzo permanente di 100 punti base del costo di emissione del debito si tradurrebbe in una maggiore spesa per interessi in rapporto al prodotto rispetto allo scenario di base di circa 0,1, 0,2 e 0,4 punti nell'arco rispettivamente di uno, due e tre anni. Gli stessi esercizi indicano tuttavia che la progressiva riduzione del debito richiede che si confermino gli attuali ritmi di crescita, che proseguano politiche di finanza pubblica credibili e prudenti e che prevalgano condizioni ordinate sui mercati finanziari.

¹ Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione. Per i dettagli sul modello delle famiglie vulnerabili, cfr. V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 225, 2014. Sono definite vulnerabili le imprese con margine operativo lordo (MOL) negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Per i dettagli sul modello delle imprese vulnerabili, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 293, 2015. Per dettagli sugli scenari considerati nell'analisi, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018.

² L'ultimo quadro macroeconomico della Banca d'Italia è stato pubblicato in *Bollettino economico*, 1, 2018. Le nuove previsioni, parte dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema, saranno pubblicate in giugno.

³ *La politica monetaria nell'area dell'euro: passato, presente e futuro prossimo*, intervento del Vice Direttore generale F. Panetta, Università Cattolica del Sacro Cuore, Roma, 6 aprile 2018. L'ipotesi che la crescita dell'attività e le politiche di bilancio rimangano invariate a fronte di un rialzo dei rendimenti per 100 punti base appare ragionevole tenuto conto delle regolarità del passato. Negli scenari considerati si esclude inoltre il concomitante manifestarsi di shock finanziari di natura globale.

Dopo avere oscillato dall'inizio del 2014 su valori prossimi allo zero, con una prevalenza di valori negativi nel 2016, l'inflazione armonizzata è tornata positiva nel 2017 (1,3 per cento in media); è stata sostenuta dalle voci più volatili, quali i beni alimentari e quelli energetici. L'inflazione di fondo, calcolata al netto di queste componenti, si è anch'essa rafforzata ma resta assai contenuta (0,8 per cento; 0,5 nel 2016). Oltre a riflettere effetti di natura temporanea, connessi con il taglio delle tasse universitarie alla fine del 2017, la bassa inflazione risente della modesta

crescita salariale, indotta sia dagli ampi margini di forza lavoro inutilizzata, sia dalla debolezza delle aspettative di inflazione prese in considerazione negli scorsi anni nella conclusione dei contratti collettivi di lavoro.

Le retribuzioni contrattuali hanno rallentato nel settore privato non agricolo, allo 0,6 per cento (0,8 nel 2016). Gli accordi stipulati negli ultimi mesi del 2017 prefigurano tuttavia un graduale incremento della dinamica salariale a partire dall'anno in corso.

Sono state risolte le crisi di alcuni gruppi bancari e la situazione economica e patrimoniale delle banche si è rafforzata. La qualità del credito ha continuato a migliorare, anche grazie all'irrobustimento della crescita economica.

Il credito al settore privato è aumentato, in misura ancora modesta per le imprese; la sua debole dinamica non si discosta tuttavia da quella osservata nelle fasi espansive che in passato hanno fatto seguito a recessioni profonde o a crisi finanziarie. Le condizioni di offerta rimangono accomodanti.

5. LE FAMIGLIE

Nel 2017 la crescita del reddito disponibile delle famiglie si è rafforzata – soprattutto grazie alla ripresa dell’occupazione dipendente – e ha sostenuto il proseguimento dell’aumento dei consumi in atto dalla metà del 2013. Anche la fiducia dei consumatori è decisamente migliorata nella seconda parte dell’anno, rispecchiando le più favorevoli attese sul mercato del lavoro. La propensione al risparmio è ulteriormente diminuita, nel confronto storico e internazionale; ciò potrebbe segnalare il tentativo di ripristinare i livelli di consumo prevalenti prima della fase ciclica negativa.

Nel biennio 2014-16 è lievemente aumentata la disuguaglianza, misurata dal quoziente interquintilico; nell’ultimo decennio ha risentito del peggioramento delle condizioni delle famiglie meno abbienti. Nel 2016 l’incidenza di individui in condizione di povertà assoluta era sui livelli massimi degli ultimi dieci anni.

Secondo nostre stime lo scorso anno si sarebbe arrestato il calo della ricchezza immobiliare delle famiglie, nonostante l’ulteriore lieve diminuzione dei prezzi delle abitazioni, su cui non si è ancora trasmesso il recupero della domanda.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2017 la crescita del reddito disponibile delle famiglie consumatrici ha lievemente accelerato a prezzi correnti (tav. 5.1), ma ha rallentato in termini reali allo 0,6 per cento, riflettendo la graduale risalita dell’inflazione (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*), cui non ha finora corrisposto un’analoga ripresa dei salari. La dinamica dei redditi da lavoro dipendente è stata infatti sospinta dall’incremento dell’occupazione, in linea con il rafforzamento ciclico; anche i redditi da lavoro autonomo sono aumentati, nonostante il netto calo delle posizioni lavorative (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*), così come i redditi netti da proprietà. L’azione redistributiva delle Amministrazioni pubbliche ha sostenuto il reddito delle famiglie, grazie soprattutto all’incremento delle prestazioni sociali.

Considerando il reddito equivalente¹ in termini reali, i dati dell’*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) relativi al 2016 segnalavano una crescita del 3,5 per cento rispetto al 2014 (tav. 5.2), un livello ancora inferiore del 10,9 per cento nel confronto con il 2006². Nelle valutazioni delle famiglie intervistate tra gennaio e ottobre del 2017, il reddito avrebbe continuato ad aumentare anche durante lo scorso anno.

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

² Secondo i dati di contabilità nazionale, nel periodo 2014-16 il reddito disponibile in termini reali delle famiglie consumatrici in rapporto alla popolazione è aumentato del 2,9 per cento ed è diminuito del 10,6 tra il 2006 e il 2016.

Tavola 5.1

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1) <i>(a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)</i>				
VOCI	Peso in % del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2017	2015	2016	2017
Variazioni percentuali				
Redditi da lavoro dipendente	61,3	2,2	2,4	2,3
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	—	1,1	0,4	0,2
Redditi da lavoro autonomo (2)	26,3	1,5	1,0	1,9
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	—	1,9	1,4	3,7
Redditi netti da proprietà (3)	22,0	1,1	-0,3	0,6
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	32,2	2,3	1,5	1,6
di cui: prestazioni sociali nette	33,2	2,0	1,2	1,7
Contributi sociali netti (-)	23,2	2,0	1,6	2,5
di cui: a carico del datore di lavoro	15,1	1,4	1,0	2,5
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,6	3,6	1,4	1,3
Reddito lordo disponibile	100,0	1,6	1,5	1,7
in termini reali (4)	—	1,4	1,3	0,6
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	—	1,8	1,1	-0,5
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	—	1,2	1,4	0,0
Rapporti percentuali				
Propensione media al risparmio (7)	—	8,2	8,1	7,4
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	—	8,2	7,9	6,2
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	—	7,9	7,8	6,5

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

Secondo i dati dell'IBF, nel 2016 il reddito equivalente complessivamente detenuto dal 20 per cento della popolazione più abbiente era 6,3 volte quello del 20 per cento con reddito più basso (6,0 nel 2014). Questo quoziente interquintile, che nel 2006 era pari a 5,3 (il valore più basso degli anni duemila), ha risentito nel decennio interessato dalla crisi economica globale del più accentuato calo dei redditi tra le famiglie meno abbienti³.

Anche la quota delle persone a rischio di povertà⁴ è ulteriormente cresciuta: nel 2016 era pari al 22,9 per cento, sei decimi di punto in più rispetto al 2014, risultando più pronunciata tra gli stranieri (55,0 per cento) e nel Mezzogiorno (39,4); nel decennio 2006-2016 l'incidenza della povertà è salita di 3,3 punti percentuali. Secondo la definizione dell'Eurostat, che oltre alle persone a rischio di povertà prende in considerazione anche quelle esposte a esclusione sociale⁵, tale quota era del 30,0 per cento, un valore più elevato di 4,1 punti percentuali rispetto

³ Nel periodo 2006-2016 il totale del reddito equivalente della popolazione con reddito più basso si è ridotto del 22,0 per cento contro il 7,0 di quella con reddito più elevato.

⁴ Sono esposte a tale rischio coloro che vivono con un reddito equivalente inferiore al 60 per cento di quello mediano nazionale.

⁵ Persone che vivono in famiglie con grave deprivazione materiale o in nuclei a bassa intensità lavorativa.

Tavola 5.2

Reddito equivalente disponibile (1) (valori in euro a prezzi 2016 e variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)					
VOCI (2)	2016	2008-2010	2010-2012	2012-2014	2014-2016
Reddito equivalente medio	18.584	0,5	-10,8	-1,3	3,5
Centro Nord	21.478	0,5	-12,9	-1,1	4,9
Sud e Isole	13.117	0,0	-4,6	-1,5	-0,5
Operaio, apprendista, commesso	13.560	-1,5	-8,9	3,1	1,4
Impiegato, quadro, insegnante	22.071	2,5	-7,6	-2,0	5,7
Dirigente	37.173	-9,0	-3,2	-10,9	8,7
Lavoratore indipendente	23.506	3,2	-11,3	-1,7	-0,3
Pensionato	19.287	-1,7	-5,5	-2,1	2,9
Inoccupato non pensionato	5.210	6,2	-18,3	-10,1	-13,4
1 componente	19.467	2,2	-13,1	3,1	1,1
2 componenti	22.021	1,0	-10,0	1,7	3,0
3 componenti	19.269	-2,0	-7,8	-4,2	0,0
4 componenti	17.385	1,7	-15,3	0,1	6,4
5 e più componenti	13.211	-1,4	-3,4	-7,2	7,2
Italiani (3)	19.368	1,5	-9,8	-2,3	3,9
Stranieri (3)	11.254	-4,6	-17,2	7,2	-1,1
Abitazione di residenza in proprietà	21.155	1,8	-9,3	-1,3	2,2
Abitazione di residenza in affitto	10.784	-3,1	-13,6	-5,6	5,5
Indice di Gini (4) (5)	0,335	0,001	0,004	-0,002	0,006
Centro Nord	0,302	0,001	0,013	-0,011	0,008
Sud e Isole	0,340	0,002	0,005	0,019	-0,006
Quoziente interquintile (5) (6)	6,3	0,2	0,1	0,2	0,3

Fonte: Banca d'Italia, IBF, Archivio storico (versione 10.0, gennaio 2018); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

(1) Redditi familiari complessivi (inclusivi dei fitti imputati per le abitazioni utilizzate dai proprietari) al netto delle imposte dirette, rivalutati al 2016 utilizzando il deflatore dei consumi delle famiglie residenti diffuso dall'Istat nell'ambito dei *Conti economici nazionali* e resi comparabili con la scala di equivalenza dell'OCSE modificata (questa scala attribuisce un coefficiente pari a 1 al capofamiglia, 0,5 ai componenti con almeno 14 anni e 0,3 a quelli con meno di 14 anni). Le osservazioni sono pesate per il numero di persone in famiglia per ottenere un valore medio del reddito equivalente per ciascun componente del nucleo. – (2) La condizione occupazionale è quella del capofamiglia, identificato con il maggior percettore di reddito da lavoro o pensione. – (3) Paese di nascita. – (4) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 (massima disuguaglianza). – (5) Variazioni biennali calcolate come differenze percentuali. – (6) Rapporto tra il totale del reddito disponibile equivalente ricevuto dal 20 per cento della popolazione con reddito più elevato e quello ricevuto dal 20 per cento della popolazione con reddito più basso. Misura di disuguaglianza utilizzata dall'Eurostat.

al 2006 e superiore di 6,5 punti alla media dell'Unione europea (UE); nel 2016 un minore su tre era in condizione di disagio, contro circa uno su quattro nella media UE.

Sulla base dell'*Indagine sulle spese delle famiglie* dell'Istat, nel 2016 si trovava in condizione di povertà assoluta⁶ il 7,9 per cento della popolazione (circa 4,7

⁶ Vivono in condizione di povertà assoluta le persone che fanno parte di famiglie con una spesa inferiore a quella necessaria per acquistare un paniere di beni e servizi di riferimento (per maggiori dettagli, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Povertà assoluta*).

milioni di persone), la quota più elevata registrata nell'ultimo decennio, benché sostanzialmente stabile rispetto all'anno prima. L'incidenza era maggiore tra le famiglie numerose, tra le coppie con almeno tre figli, nei nuclei composti da soli cittadini stranieri e in quelle con capofamiglia più giovane (quelle con capofamiglia tra 35 e 44 anni avevano una probabilità di essere in povertà assoluta più che doppia rispetto a quelle con capofamiglia di oltre 64 anni). Per il 2017 l'Istat prevede un lieve incremento dell'incidenza della povertà assoluta che riguarderebbe l'8,3 per cento della popolazione, quasi tre volte rispetto al 2006⁷.

All'aumento della disuguaglianza complessiva avrebbe contribuito soprattutto la crescita di quella nelle differenti classi di età (cfr. il riquadro: *Disuguaglianza e povertà: generazioni a confronto prima e dopo la Grande recessione*) e all'interno dei diversi territori (cfr. il riquadro: *La disuguaglianza dei redditi tra Centro Nord e Mezzogiorno*).

DISUGUAGLIANZA E POVERTÀ: GENERAZIONI A CONFRONTO PRIMA E DOPO LA GRANDE RECESSIONE

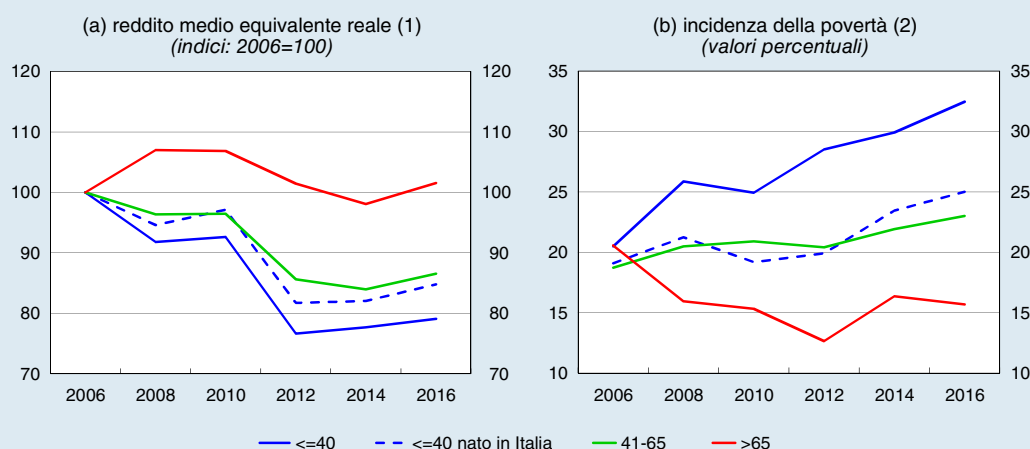
La crisi economica ha lasciato un'eredità pesante alle famiglie italiane, ma assai differenziata tra le diverse generazioni. Tra il 2006 e il 2016 il reddito equivalente reale si è ridotto del 20,9 per cento per le persone che vivono in nuclei "giovani", ossia quelli con capofamiglia con meno di 40 anni; è invece aumentato dell'1,6 per cento per le persone appartenenti a famiglie "anziane" (quelle il cui capofamiglia ha più di 65 anni; figura, pannello a). Queste ultime nel 2006 percepivano il reddito equivalente più basso nel confronto fra generazioni, mentre nel 2016 sono state tra quelle con il reddito più alto. Anche il rischio di povertà, che nel 2006 era su livelli simili per i due tipi di famiglie, negli ultimi dieci anni è cresciuto per le persone appartenenti ai nuclei giovani, risultando nel 2016 circa il doppio del rischio in cui incorrono coloro che vivono in famiglie anziane (al 32,5 e al 15,7 per cento, rispettivamente; figura, pannello b).

Tali sviluppi riflettono la maggiore ciclicità dei redditi da lavoro rispetto a quelli da pensione, nonché il tendenziale aumento tra le famiglie giovani del peso degli stranieri, mediamente connotati da livelli reddituali inferiori¹. Vi avrebbero contribuito inoltre le caratteristiche del welfare italiano, storicamente più generoso sul piano previdenziale e meno nel sostegno alle famiglie in difficoltà economica. Solo di recente si è iniziato a discutere circa l'introduzione di strumenti di integrazione al reddito delle famiglie povere: una prima misura, denominata Reddito di inclusione (ReI), è stata prevista dal D.lgs. 147/2017 ed è divenuta operativa dal gennaio 2018.

¹ Restringendo fra le famiglie giovani l'attenzione ai soli nuclei con capofamiglia nato in Italia, sia il calo del reddito equivalente (pari al 15,2 per cento tra il 2006 e il 2016) sia l'aumento dell'incidenza della povertà (passata nello stesso periodo dal 19,1 al 25,0 per cento) risultano mitigati.

⁷ Documento di economia e finanza 2018. Audizione del Presidente dell'Istituto nazionale di statistica Giorgio Alleva, Commissioni congiunte (Commissione speciale per l'esame di atti del Governo della Camera dei deputati e Commissione speciale per l'esame degli atti urgenti del Governo del Senato della Repubblica), Roma, 9 maggio 2018.

Reddito medio e rischio di povertà per età del capofamiglia



Fonte: Banca d'Italia, IBF, Archivio storico (versione 10.0, gennaio 2018); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

(1) Il reddito equivalente è pari al rapporto tra il reddito familiare complessivo e il numero di adulti equivalenti. Quest'ultimo è calcolato usando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata, che attribuisce un coefficiente pari a 1 al capofamiglia, 0,5 ai componenti con almeno 14 anni e 0,3 a quelli con meno di 14 anni. L'unità di riferimento è la persona. Tutte le stime sono ponderate con i pesi campionari e i valori sono rivalutati al 2016 utilizzando il deflatore dei consumi delle famiglie residenti diffuso dall'Istat nell'ambito dei *Conti economici nazionali*. – (2) Sono a rischio di povertà coloro che percepiscono un reddito equivalente inferiore al 60 per cento di quello mediano nazionale.

All'interno delle singole generazioni è aumentata la dispersione dei redditi equivalenti, soprattutto tra le famiglie giovani. È possibile valutare come le diverse dinamiche tra classi di età, in termini di reddito medio e di dispersione, abbiano influito sull'andamento complessivo della disuguaglianza. A tal fine si può scomporre la deviazione logaritmica media² dei redditi in due parti: una attribuibile alla differenza nella dispersione dei redditi medi tra famiglie giovani e anziane, l'altra legata alla varianza interna a ciascun gruppo. Quest'ultima componente spiega gran parte dell'incremento della disuguaglianza complessiva, che nel decennio 2006-2016 è cresciuta del 22,0 per cento.

L'aumento della disuguaglianza è stato parzialmente attenuato dai mutamenti intervenuti nella struttura per età della popolazione. Nel decennio sopra considerato infatti la quota di individui che vivevano in nuclei giovani si è ridotta di dieci punti percentuali, mentre è aumentata di circa cinque punti quella di coloro che facevano parte di famiglie anziane. Tali andamenti hanno risentito sia dell'invecchiamento della popolazione, sia del rinvio, probabilmente influenzato dalla crisi economica, nella formazione di nuovi nuclei familiari da parte dei più giovani³. Annullando tali variazioni – ossia tenendo fissa al 2006 l'incidenza delle diverse classi di età rispetto al totale della popolazione – l'aumento della disuguaglianza sarebbe stato superiore (pari al 25,0 per cento)⁴.

² Indice sintetico di disuguaglianza con la proprietà di essere scomponibile tra gruppi; i suoi andamenti sono simili a quelli del più noto indice di Gini (cfr. *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Statistiche, 2018).

³ L'età media del capofamiglia è infatti aumentata più dell'invecchiamento medio della popolazione; la probabilità di essere capofamiglia per i giovani tra i 18 e i 40 anni è diminuita di tre punti percentuali.

⁴ L'aumento sarebbe stato leggermente inferiore restringendo l'attenzione ai soli nuclei con capofamiglia nato in Italia.

LA DISUGUAGLIANZA DEI REDDITI TRA CENTRO NORD E MEZZOGIORNO

A partire dalla crisi economica la disuguaglianza nei redditi familiari equivalenti – misurata utilizzando come indicatore sintetico la deviazione logaritmica media¹ – è cresciuta sia nel Centro Nord, sia nel Mezzogiorno dove è strutturalmente più elevata (figura, pannello a). L'aumento a livello nazionale è dovuto agli incrementi osservati all'interno di ciascuna area territoriale, mentre è rimasto relativamente costante il contributo del divario medio tra le due aree (figura, pannello b).

Nel 2016 la differenza nei redditi medi equivalenti tra Centro Nord e Mezzogiorno era di circa il 40 per cento (figura, pannello c) e contribuiva per circa un decimo alla disuguaglianza complessiva a livello nazionale. Tale divario non ha tuttavia mostrato significative variazioni rispetto agli anni precedenti la crisi, nonostante il quadro macroeconomico peggiore delle regioni meridionali. Al Centro Nord tra il 2006 e il 2016 è stata più intensa la contrazione dei proventi da capitale (inclusi i fitti imputati), mentre sono cresciuti i trasferimenti pensionistici, in leggero calo nel Mezzogiorno. I redditi da lavoro hanno invece subito una riduzione di entità simile nelle due aree: il numero medio di componenti occupati è diminuito relativamente di più nelle regioni meridionali, ma in questa area l'importo medio per lavoratore si è contratto meno che nel resto del Paese.

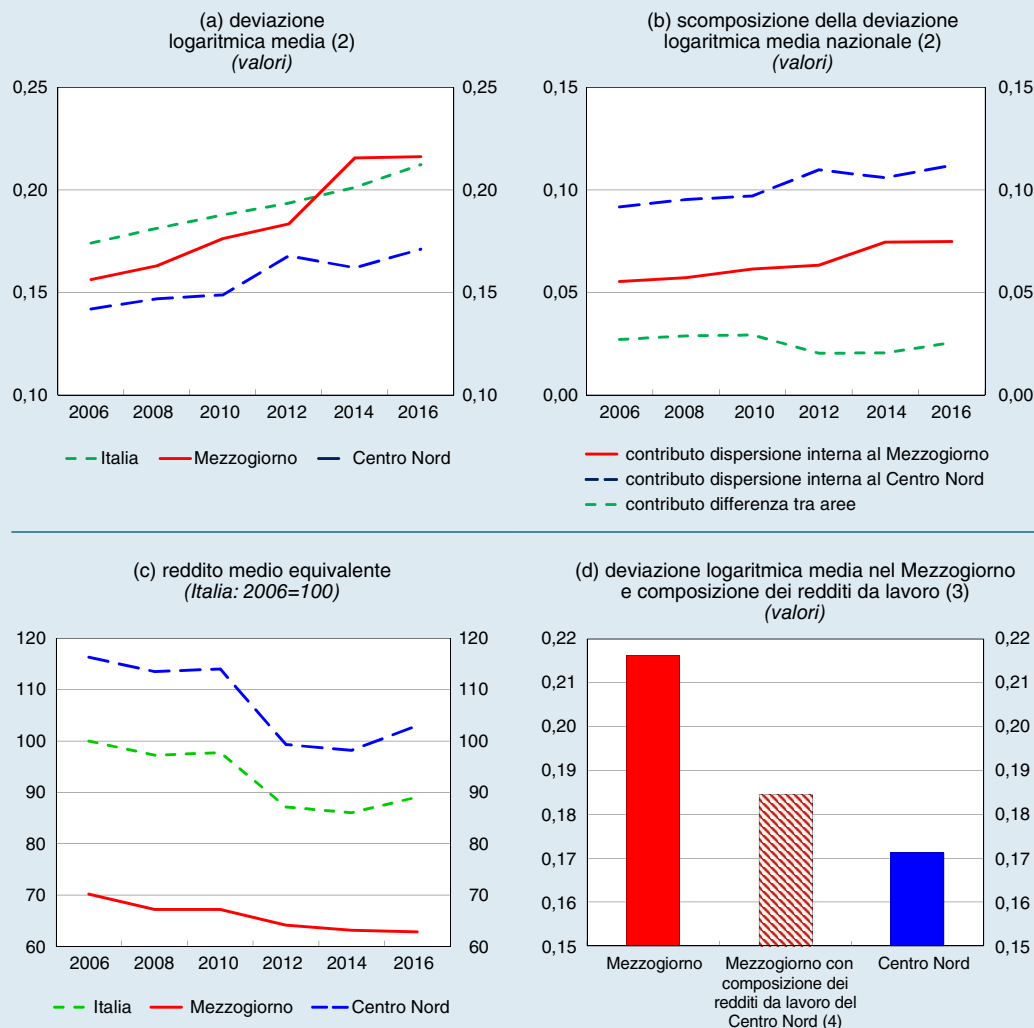
Le differenze territoriali si sono invece accentuate tra le persone con maggiori difficoltà economiche. Tra il 2006 e il 2016, nel Mezzogiorno le entrate familiari medie del 10 per cento dei residenti con redditi più bassi sono diminuite del 7,9 per cento in media annua, contro il 4,0 al Centro Nord. L'incidenza delle persone in povertà assoluta, misurata dall'Istat sulla base della spesa per consumi, è cresciuta di 6,0 punti percentuali nelle regioni meridionali (al 9,8 per cento), e di 4,5 nel Nord (al 6,7); al Centro questa incidenza è aumentata di 4,7 punti, portandosi al 7,3 per cento (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Povertà assoluta*).

Alla maggiore dispersione dei redditi nel Mezzogiorno contribuisce il più basso tasso di occupazione, che si riflette sia in un numero inferiore di famiglie con più di un percettore di reddito da lavoro, sia in una minore diffusione, tra gli anziani, di pensioni di anzianità o di vecchiaia, ancorate a precedenti attività lavorative². Se la composizione delle famiglie rispetto a queste caratteristiche fosse la stessa del Centro Nord, la differenza tra aree nei livelli della disuguaglianza interna si ridurrebbe del 70 per cento (figura, pannello d); il differenziale di reddito medio tra le aree diminuirebbe di quasi un terzo e la disuguaglianza dei redditi nel complesso del Paese scenderebbe di circa un decimo.

¹ Indice sintetico di disuguaglianza con la proprietà di essere scomponibile tra gruppi; i suoi andamenti sono simili a quelli del più noto indice di Gini (cfr. *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Statistiche, 2018).

² E. Ciani e R. Torrini, *La distribuzione dei redditi tra Centro Nord e Mezzogiorno*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Distribuzione del reddito equivalente familiare (1) (valori e numeri indice)



Fonte: Banca d'Italia, IBF, Archivio storico (versione 10.0, gennaio 2018); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

(1) Il reddito equivalente è pari al rapporto tra il reddito familiare complessivo e il numero di adulti equivalenti. Quest'ultimo è calcolato usando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata, che attribuisce un coefficiente pari a 1 al capofamiglia, 0,5 ai componenti con almeno 14 anni e 0,3 a quelli con meno di 14 anni. L'unità di riferimento è la persona. Tutte le stime sono ponderate con i pesi campionari e i valori sono rivalutati al 2016 utilizzando il deflatore dei consumi delle famiglie residenti diffuso dall'Istat nell'ambito dei *Conti economici nazionali*. – (2) L'indice è stato calcolato dopo aver aumentato al secondo percentile della distribuzione tutti i redditi inferiori a tale percentile (*bottom-coding*), separatamente per ciascun anno, per evitare che i risultati siano condizionati da valori estremamente bassi. – (3) Anno 2016. – (4) La deviazione logaritmica media è stata ricalcolata imponendo la distribuzione della popolazione osservata al Centro Nord in 3 classi: nessun componente adulto della famiglia percettore di reddito o pensione da lavoro; quota di componenti adulti percettori di tali redditi compresa tra 0 e 0,5; quota di adulti percettori maggiore di 0,5. La dispersione all'interno di ciascuna classe e le differenze di reddito medio tra le classi sono state mantenute ai livelli osservati nel Mezzogiorno. Come pensioni da lavoro si considerano solo quelle previdenziali di anzianità o di vecchiaia.

Nella *Relazione sugli indicatori di benessere equo e sostenibile 2018* (BES) del Ministero dell'Economia e delle finanze, si prevede che la disuguaglianza diminuisca nel periodo 2017-19, beneficiando dell'andamento del mercato del lavoro (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Sono coerenti con tali valutazioni le evidenze, relative al 2017, della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat che mostrano una riduzione nella dispersione delle retribuzioni degli occupati dipendenti a tempo pieno.

Il D.lgs. 147/2017 ha introdotto il Reddito di inclusione (ReI), una misura universale per il contrasto della povertà. Lo strumento è finanziato mediante il Fondo nazionale per la lotta alla povertà e all'esclusione sociale, la cui dotazione dovrebbe aumentare da circa 2 miliardi di euro nel 2018 a 3 nel 2020. La misura è rivolta a tutte le famiglie in situazione di disagio: in un periodo transitorio, fino al 30 giugno 2018, il ReI andrà a integrare solo i redditi di quelle con figli minori o disabili, donne in gravidanza oppure disoccupati con più di 55 anni; una volta a regime le famiglie potenzialmente interessate aumenterebbero da 500.000 a 700.000. Nella fase di prima applicazione gli importi massimi erogati risultano compresi tra 188 e 540 euro al mese per le famiglie, rispettivamente, con uno e con almeno sei componenti.

I consumi

Nel 2017 la spesa delle famiglie residenti in termini reali è aumentata dell'1,4 per cento, come nell'anno precedente (tav. 5.3). Malgrado una crescita cumulata del 5,0 per cento rispetto al 2013, i consumi rimangono ancora del 3,0 per cento al di sotto del picco raggiunto nella primavera del 2007, prima dell'avvio della crisi globale. Gli acquisti di beni hanno rallentato, in misura significativa nella componente dei beni non durevoli, in particolare alimentari, i cui prezzi erano fortemente rincarati all'inizio dell'anno (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). La crescita dei consumi di beni durevoli è rimasta invece poco al di sotto di quella registrata l'anno precedente, riflettendo anche la decelerazione delle immatricolazioni di autoveicoli, dopo il forte rialzo del 2016. La spesa per servizi, sui quali si concentra poco più della metà di quella complessiva delle famiglie, ha accelerato all'1,7 per cento; vi

Tavola 5.3

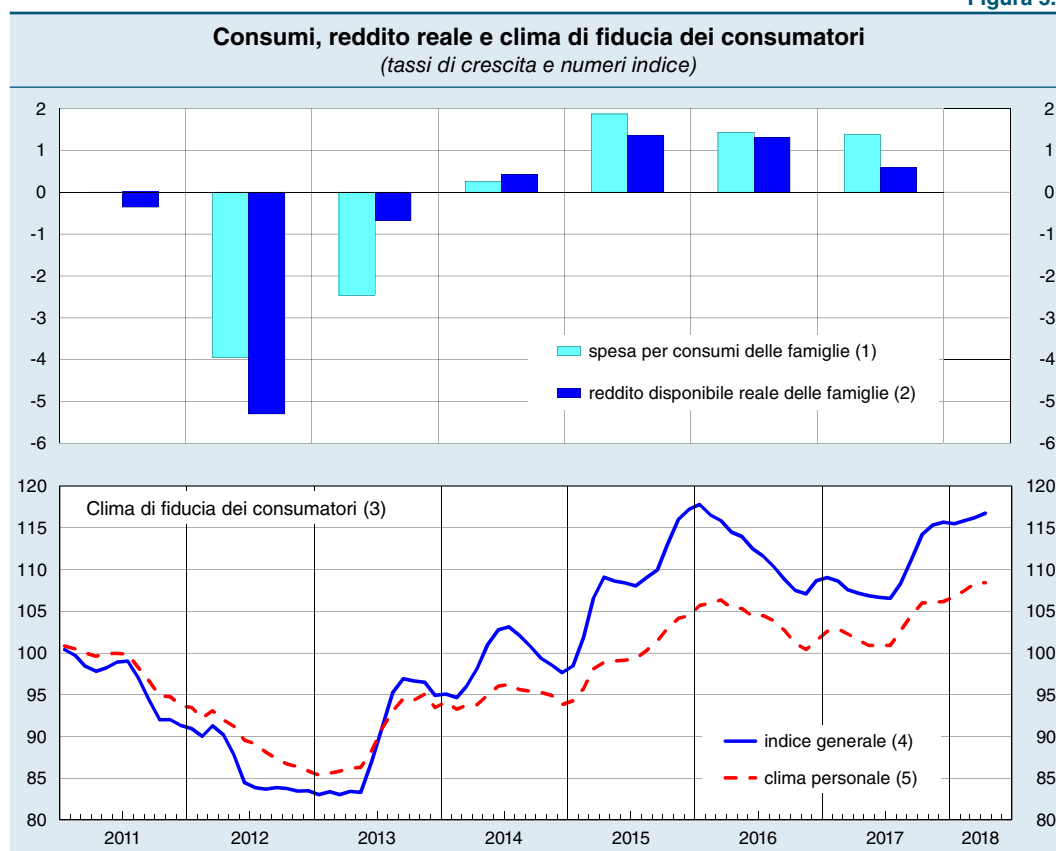
Spesa delle famiglie italiane (valori concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2017 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2014	2015	2016	2017
Beni	47,0	-0,3	2,7	1,7	1,2
Beni non durevoli	30,3	-1,5	1,4	1,2	0,3
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	14,1	0,0	1,2	1,1	0,6
Beni semidurevoli	8,9	0,9	2,9	0,4	1,1
di cui: vestiario e calzature	6,1	1,6	1,8	0,5	0,1
Beni durevoli	7,9	4,0	8,8	5,2	4,9
Servizi	53,0	0,8	1,5	1,2	1,7
di cui: alberghi e ristoranti	10,3	1,1	2,4	2,4	3,6
istruzione	1,0	-1,1	-0,4	1,0	3,0
Totale spesa interna	100,0	0,3	2,1	1,4	1,5
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	5,4	-4,3	3,6	6,3
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	3,3	3,8	2,4	6,2
Totale spesa nazionale	–	0,3	1,9	1,4	1,4
<i>Per memoria:</i>					
deflatore della spesa nazionale	–	0,2	0,2	0,2	1,2

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 2017, rispettivamente, all'1,8 e al 3,7 per cento.

ha contribuito soprattutto la prosecuzione dell'incremento della spesa in alberghi e ristoranti, sospinta dall'aumento dei flussi turistici.

La spesa è stata sostenuta dall'aumento del reddito disponibile e, in misura minore, dall'incremento della ricchezza totale; ha inoltre tratto beneficio dal permanere di condizioni di offerta del credito al consumo molto distese (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*) e, a partire dall'estate, dal miglioramento del clima di fiducia (fig. 5.1). Le attese sul mercato del lavoro sono divenute più favorevoli solo nella parte finale dell'anno in special modo tra i più giovani, presumibilmente anche in connessione con i nuovi sgravi triennali introdotti dalla legge di bilancio per il 2018 (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

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 (lsp); valori concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Reddito disponibile delle famiglie consumatrici e delle lsp, deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 2010=100; dati destagionalizzati; medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento. – (4) L'indicatore è ottenuto come media dei saldi tra le risposte di miglioramento e peggioramento relative ai seguenti quesiti: situazione economica generale (a) nei passati 12 mesi; (b) nei prossimi 12 mesi; situazione economica personale (c) nei passati 12 mesi; (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).

Gli indici di fiducia sono rimasti elevati nella prima parte del 2018 e non hanno risentito in modo significativo dell'incertezza legata alla scadenza elettorale. Evidenze riferite al passato indicano però che aumenti dell'incertezza in merito all'orientamento delle politiche economiche si potrebbero tradurre in una maggiore cautela dei comportamenti di spesa delle famiglie (cfr. il riquadro: *Incertezza sulle politiche economiche e consumi delle famiglie*).

La disponibilità di grandi volumi di informazioni basate sulle tecnologie digitali, poco strutturate ma osservabili tempestivamente (i cosiddetti big data), sta accrescendo notevolmente le opportunità di analisi, monitoraggio e previsione dei fenomeni economici e finanziari. Le banche centrali si stanno avvalendo in misura crescente di strumenti finalizzati a consentire l'utilizzo di queste informazioni, per realizzare indicatori innovativi dell'attività economica a supporto delle decisioni di politica economica¹.

Queste nuove fonti informative possono agevolare l'indagine di fenomeni difficilmente osservabili e quantificabili, quali la percezione dei rischi da parte degli operatori. Uno di questi rischi riguarda l'incertezza sulle politiche economiche; per misurarla S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis² hanno proposto nel 2016 un indicatore (*economic policy uncertainty index, EPU index*) basato sulla frequenza con cui i giornali riportano alcune parole chiave, come ad esempio "tasse", "spesa", "incertezza", "economia", "bilancio", "banca centrale".

Uno studio per l'Italia, condotto con tecniche big data, costruisce un *EPU index* secondo la metodologia suggerita dai tre autori utilizzando oltre agli articoli dei giornali, altre fonti informative quali i siti internet di notizie e i messaggi sul social media Twitter (in Bloomberg)³. Lo studio produce un indice di incertezza, basato sulle stesse parole chiave utilizzate da Baker, Bloom e Davis, e analizza l'impatto di tale incertezza sulla spesa effettuata con carte di debito (tramite POS)⁴. Queste ultime costituiscono lo strumento più diffuso tra le famiglie italiane per pagare i propri acquisti; inoltre i dati sulle transazioni mediante POS, disponibili ad alta frequenza, risultano molto correlati con i consumi di beni non durevoli rilevati trimestralmente in contabilità nazionale. Diversamente dalle analisi finora svolte in letteratura con dati a frequenza mensile o inferiore, la ricerca si avvale di dati giornalieri, opportunamente corretti per tenere conto della forte stagionalità, e si focalizza sugli acquisti delle famiglie.

L'*EPU index* per l'Italia (figura, pannello a) ha raggiunto livelli massimi durante la fase più acuta della crisi del debito sovrano e in occasione di alcune consultazioni elettorali e referendarie, come quella sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit). I risultati mostrano che l'incertezza così misurata ha effetti sulla spesa delle famiglie, almeno nel breve periodo. L'aumento dell'indice in un giorno determina una riduzione non trascurabile degli acquisti mediante POS, con effetti statisticamente significativi dopo circa un mese (figura, pannello b); la risposta negativa dei consumatori risulta più pronunciata nella prima parte del campione (2007-2012), un periodo caratterizzato da una forte crisi economica.

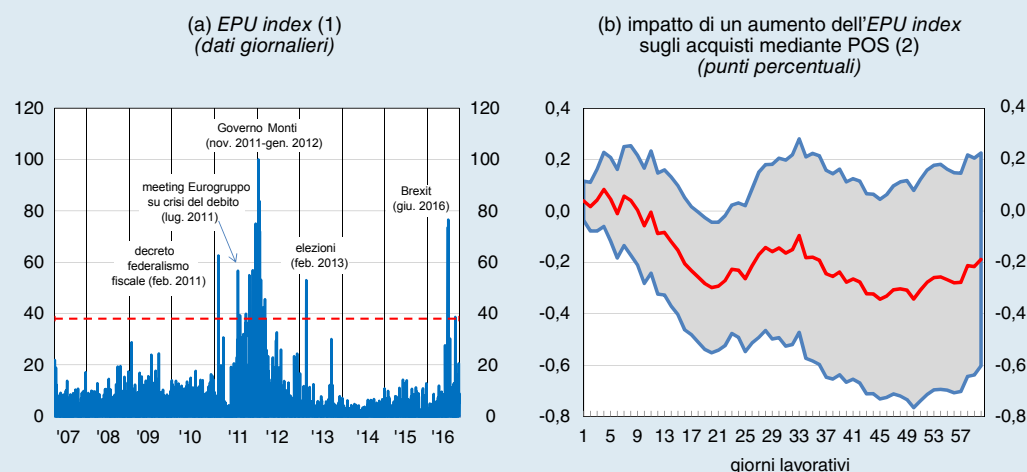
¹ *Big data e tecnologie di machine learning per l'attività delle banche centrali*, intervento di apertura del Vice Direttore generale della Banca d'Italia F. Panetta al seminario *Harnessing Big Data & Machine Learning Technologies for Central Banks*, Roma, Banca d'Italia, 26 marzo 2018.

² S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis, *Measuring economic policy uncertainty*, "The Quarterly Journal of Economics", 131, 4, 2016, pp. 1593-1636.

³ G. Ardizzi, S. Emiliozzi, J. Marcucci e L. Monteforte, *News and consumer card payments*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁴ Si utilizzano i dati giornalieri delle operazioni con carte di debito regolate dal sistema dei pagamenti BI-Comp gestito dalla Banca d'Italia (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *BI-Comp*).

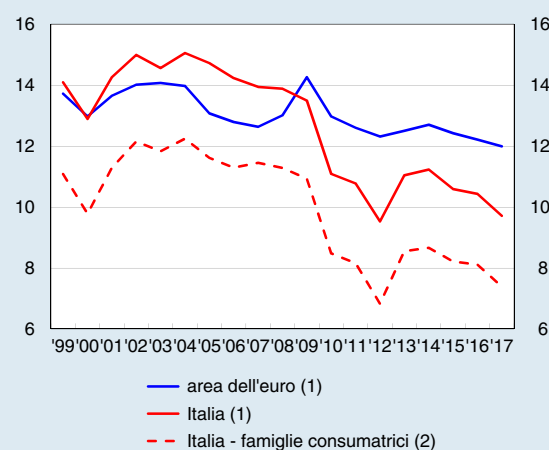
Indice di incertezza sulle politiche economiche (*EPU index*) ed effetti sugli acquisti mediante POS (1)



Secondo i conti nazionali nel 2017 la propensione al risparmio delle famiglie consumatrici si è ridotta di sette decimi di punto, al 7,4 per cento (fig. 5.2). Utilizzando la definizione armonizzata dell'Eurostat – che include anche le famiglie produttrici – è diminuita in misura analoga, al 9,7 per cento, rimanendo al di sotto di quella media degli altri principali paesi dell'area dell'euro. La riduzione della propensione al risparmio potrebbe segnalare il tentativo di ripristinare i livelli di consumo compressi durante la fase ciclica negativa. Nelle valutazioni delle famiglie la capacità di risparmiare quanto pianificato è però lievemente aumentata: nelle fasi più acute della crisi solo il 30 per cento⁸ delle famiglie riusciva a risparmiare; nel 2017 tale quota ha raggiunto il 40 per cento.

Figura 5.2

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



Fonte: Eurostat e Istat.

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

⁸ A. Bassanetti e C. Rondinelli, *Le difficoltà di risparmio nelle valutazioni delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 147, 2013.

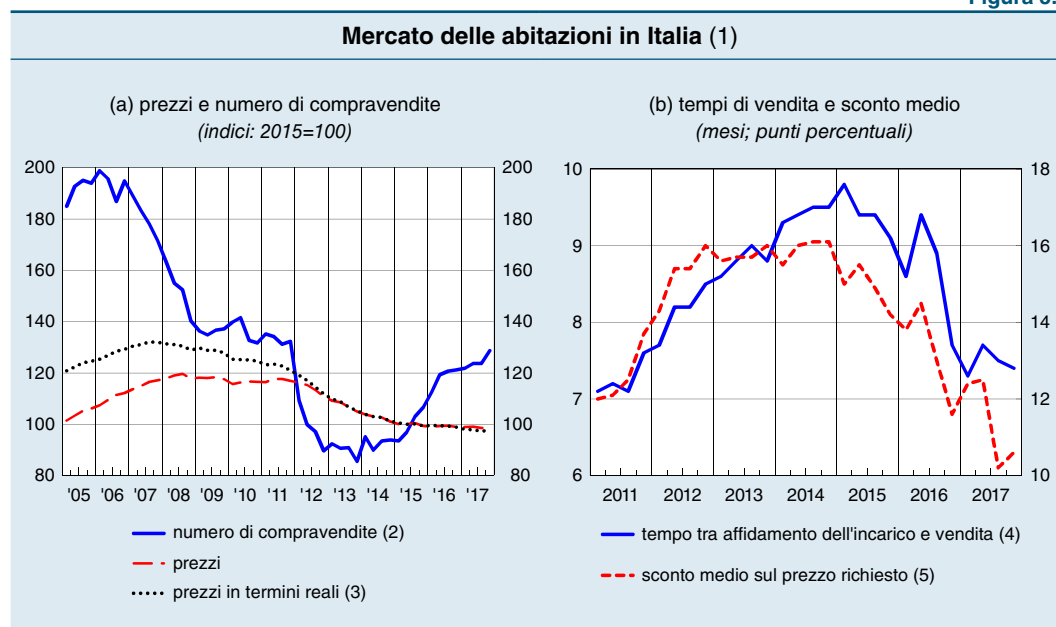
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

Sulla base dei conti nazionali, nel 2016 il valore nominale dello stock di abitazioni detenuto dalle famiglie consumatrici è diminuito dell'1,0 per cento (-1,6 nel 2015), cumulando una riduzione del 6,0 per cento rispetto al 2012, per via della flessione dei prezzi; secondo nostre stime tale calo si sarebbe invece arrestato lo scorso anno. Al contempo le attività finanziarie delle famiglie (consumatrici e produttrici) sono aumentate del 4,1 per cento (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). La ricchezza totale, che è rimasta pari a 9,3 volte il reddito disponibile, sarebbe cresciuta dell'1,8 per cento.

Nel 2017 si sono consolidati i segnali di ripresa della domanda di abitazioni, coerentemente con il miglioramento delle condizioni reddituali delle famiglie. Sulla base dei dati dell'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate le compravendite di abitazioni sono cresciute del 5,1 per cento, pur restando ampiamente al di sotto dei livelli storicamente elevati toccati prima della crisi finanziaria globale (fig. 5.3, pannello a). Tale recupero non si è ancora trasmesso ai prezzi delle abitazioni, che hanno continuato a scendere, sebbene a ritmi inferiori rispetto all'anno precedente (-0,4 per cento, da -0,8 nel 2016). Il nuovo calo ha interessato unicamente le abitazioni esistenti, in quanto i prezzi di quelle di nuova costruzione sono cresciuti dello 0,1 per cento (da -0,8), mostrando un graduale miglioramento nel corso dell'anno.

Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e OMI, nel 2017 i tempi necessari alla vendita e lo sconto praticato sul prezzo iniziale hanno nel complesso continuato a diminuire (fig. 5.3, pannello b), riportandosi sui livelli del 2009 (inizio della rilevazione). Le attese degli operatori sul breve e sul medio termine sono migliorate.

Figura 5.3



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia, Istat, *Consulente immobiliare* e *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*.

(1) Dati trimestrali. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (4) I tempi di vendita sono misurati in mesi. – (5) Scala di destra.

6. LE IMPRESE

Nel 2017 l'attività si è rafforzata in tutti i settori dell'economia tranne che nell'agricoltura. Il valore aggiunto ha accelerato nella manifattura e nei servizi, ha segnato il primo incremento significativo dal 2006 nelle costruzioni.

È migliorata la demografia di impresa: il numero di aziende attive è aumentato di 50.000 unità, grazie alla riduzione della mortalità. Sebbene il tasso di natalità rimanga su livelli inferiori a quelli prevalenti prima della crisi, per il terzo anno consecutivo sono cresciute la capacità di sopravvivenza delle imprese giovani e il loro contributo al valore aggiunto e all'accumulazione di capitale, soprattutto immateriale.

Gli investimenti hanno accelerato, in particolare quelli in impianti, macchinari e mezzi di trasporto, cui hanno contribuito gli incentivi fiscali, le condizioni monetarie e finanziarie che restano ampiamente favorevoli, la riduzione dell'incertezza e l'aumento della fiducia delle imprese sulle prospettive di espansione della domanda. In rapporto al PIL gli investimenti si mantengono su livelli ridotti.

Anche l'attività innovativa e la propensione all'adozione delle nuove tecnologie si sono rafforzate, favorite dalle politiche di sostegno introdotte negli ultimi anni; rimangono tuttavia ancora contenute nel confronto internazionale. La produttività del lavoro è ritornata sui livelli precedenti la crisi: è proseguito l'aumento in atto da dieci anni nell'industria, sia pure a tassi inferiori rispetto alla media dell'area dell'euro; hanno ripreso a salire anche la produttività nel comparto dei servizi e quella nel complesso del settore privato.

Gli andamenti economici

Il valore aggiunto e la produzione. – Nel 2017 il valore aggiunto dell'intera economia è cresciuto dell'1,4 per cento, il doppio dell'anno precedente. La ripresa si è rafforzata in quasi tutti i settori: l'attività ha accelerato nella manifattura (al 2,1 per cento) e nei servizi; ha segnato il primo incremento significativo dal 2006 nelle costruzioni; ha registrato un calo solo nell'agricoltura.

La produzione industriale è salita del 3,1 per cento (da 1,4 nel 2016). L'aumento è stato sostenuto dai forti rialzi nei settori dei beni di investimento e di consumo durevole e si è diffuso a un numero crescente di comparti. All'espansione della manifattura hanno contribuito soprattutto il settore dei macchinari e quello metallurgico. Particolarmente pronunciato è stato l'incremento della produzione di mezzi di trasporto (che nel 2017 godevano di incentivi fiscali se acquisiti come beni strumentali) e di quella farmaceutica. In quest'ultimo comparto la crescita ha beneficiato del forte aumento delle vendite all'estero, che riflette la sempre maggiore integrazione delle produzioni italiane nelle catene globali del valore prevalenti nel settore. Nel tessile e abbigliamento, che rappresenta

poco meno del 10 per cento dell'attività manifatturiera, è proseguito il riposizionamento verso le lavorazioni a più alto valore aggiunto unitario: al nuovo, lieve calo della produzione (-0,5 per cento) ha corrisposto un ulteriore moderato aumento del valore aggiunto.

Nel complesso il rialzo della produzione industriale italiana è stato lievemente superiore alla media dell'area dell'euro ma di poco inferiore a quello della Germania e della Spagna (3,3 per cento). Nel primo trimestre del 2018 la crescita della produzione si è arrestata, come nelle altre maggiori economie europee; vi ha contribuito l'indebolimento della domanda estera.

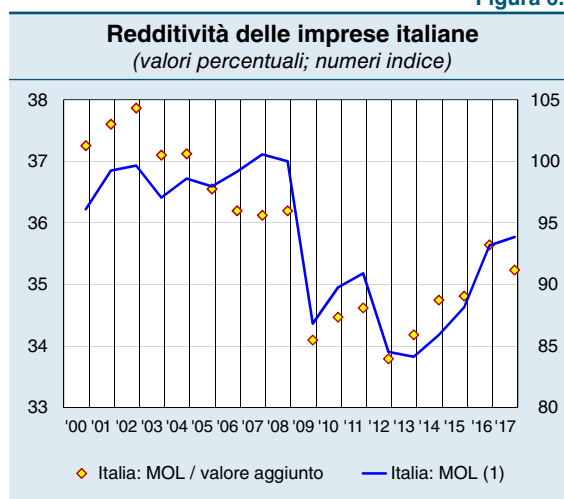
Nel 2017 il valore aggiunto nelle costruzioni ha ripreso a salire (0,8 per cento), dopo la caduta prolungatasi dal 2008 al 2015. La diminuzione dei prezzi delle case si è molto attenuata; le compravendite di abitazioni hanno continuato a recuperare (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*). Le indicazioni provenienti dalle inchieste della Banca d'Italia presso le imprese di costruzione e le agenzie immobiliari segnalano che l'incremento della domanda di abitazioni sarebbe proseguito nel primo trimestre di quest'anno. Il comparto non residenziale, che ancora stenta a riprendersi, è stato nuovamente penalizzato dalla riduzione degli investimenti pubblici.

Il valore aggiunto dei servizi privati ha accelerato all'1,7 per cento (1,0 nel 2016), grazie soprattutto al sostenuto incremento nel commercio al dettaglio e all'ingrosso, nel trasporto e nell'alloggio e ristorazione. Questi ultimi comparti hanno beneficiato del netto rialzo delle spese legate ai flussi turistici (cfr. il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*). Il valore aggiunto dell'intermediazione finanziaria e assicurativa è tornato a crescere, dopo essersi contratto durante gli anni della crisi dei debiti sovrani.

La redditività. – Nella media del 2017 il margine operativo lordo (MOL) è aumentato, sospinto dalla ripresa ciclica (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). La redditività operativa, pari al rapporto tra MOL e valore aggiunto, ha lievemente ripiegato, dopo quattro anni consecutivi di crescita (fig. 6.1). Il miglioramento dell'ultimo quinquennio riflette una ripresa dei margini operativi al netto del costo del capitale che si erano progressivamente ridotti dai primi anni duemila, in controtendenza rispetto alla media degli altri paesi avanzati¹.

Sulla base dei risultati dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei*

Figura 6.1



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

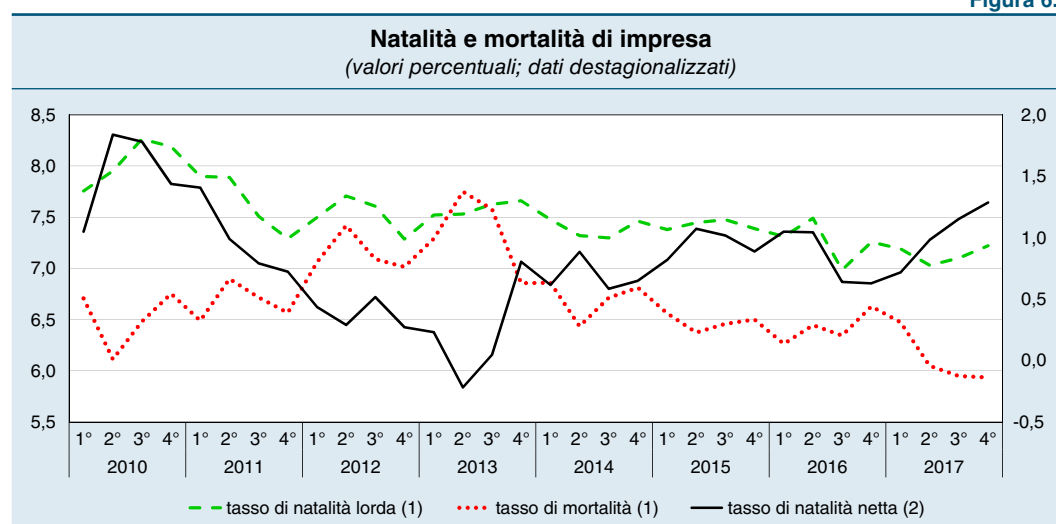
(1) Scala di destra; indici: 2008=100. Dati rapportati al deflatore del valore aggiunto a prezzi base riferito al settore privato non finanziario.

¹ M. Amici, E. Bobbio e R. Torrini, *Patterns of convergence (divergence) in the euro area: profitability versus cost and price indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 415, 2017.

servizi (Invind), svolta dalle Filiali della Banca d'Italia nei primi mesi di quest'anno su oltre 4.000 imprese private non finanziarie con almeno 20 addetti, la quota di aziende in utile, in crescita dal 2013, ha continuato a espandersi (dal 73 al 75 per cento). Per la prima volta dall'inizio della ripresa ciclica hanno contribuito a tale incremento le imprese di piccola dimensione, anche grazie a un aumento della loro propensione all'esportazione.

La demografia di impresa. – Nel corso del 2017 il tasso di natalità netta delle imprese è cresciuto per il terzo anno consecutivo, dello 0,9 per cento (circa 50.000 imprese in più). La riduzione del tasso di mortalità, che ha proseguito la tendenza avviata dalla seconda metà del 2013 con l'uscita dalla recessione, ha più che compensato la lieve flessione del tasso di natalità lorda, che rimane ancora sotto i livelli precedenti la crisi finanziaria globale (fig. 6.2).

Figura 6.2



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

(1) In rapporto alle imprese attive a inizio trimestre. – (2) Differenza tra il tasso di natalità lorda e quello di mortalità.

Il calo della mortalità è stato particolarmente accentuato nelle costruzioni, ma ha interessato anche i servizi privati. Tale andamento è ascrivibile soprattutto alle giovani imprese attive da meno di cinque anni, il cui tasso di sopravvivenza è cresciuto per il terzo anno consecutivo, tornando in linea con quello precedente la crisi (pari a circa il 60 per cento). Secondo i dati di bilancio relativi all'universo delle società di capitale, sin dal 2015 è aumentato il contributo delle giovani imprese alla crescita del valore aggiunto e all'accumulazione di capitale.

Il tasso di natalità lorda rimane contenuto nelle costruzioni e nel commercio, mentre è in ripresa nell'industria in senso stretto e nella ristorazione; forti incrementi si registrano tra le società di capitale, la forma giuridica che più si associa a modalità organizzative complesse e facilita l'accesso a fonti esterne di finanziamento.

Gli investimenti. – Nel 2017 l'accumulazione di capitale è aumentata del 3,8 per cento (tav. 6.1), accelerando ancora rispetto all'anno precedente, grazie al nuovo,

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia (valori concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2017 (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2015	2016	2017	2000	2017
Costruzioni	45,8	-0,7	1,2	1,1	9,8	8,0
abitazioni (2)	25,3	-1,3	2,6	1,9	4,7	4,4
altre costruzioni (2)	20,5	0,1	-0,4	0,2	5,1	3,6
costi per trasferimento di proprietà	4,5	9,1	22,5	5,8	0,8	0,8
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	38,0	4,6	7,4	8,2	7,9	6,7
di cui: mezzi di trasporto	8,8	25,4	30,0	35,6	1,6	1,5
Prodotti della proprietà intellettuale	16,2	5,3	0,0	1,4	2,5	2,8
Totale investimenti fissi lordi	100,0	2,1	3,2	3,8	20,2	17,5
Totale escluse le abitazioni	–	3,4	3,4	4,4	15,4	13,1
Totale escluse le costruzioni	–	4,8	5,0	6,1	10,4	9,5

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

robusto rialzo degli acquisti di impianti, macchinari e mezzi di trasporto e alla ripresa della spesa per prodotti di proprietà intellettuale. Gli investimenti in costruzioni sono saliti in misura più moderata, ancora frenati dal ristagno nel comparto non residenziale. In linea con gli andamenti del 2016, l'espansione degli investimenti è risultata in Italia meno rapida che in Spagna, ma leggermente superiore a quella della Germania e della Francia. La quota degli investimenti sul PIL, pari al 17,5 per cento, pure se in rialzo, resta più bassa di oltre due punti percentuali rispetto alla media degli ultimi venti anni.

La spesa per accumulazione ha beneficiato della proroga di larga parte degli incentivi fiscali temporanei per i beni strumentali (super ammortamento) e dell'introduzione di quelli per la spesa in attività innovative connesse con il piano nazionale Industria 4.0 (iper ammortamento). L'impatto delle agevolazioni è stato particolarmente rilevante sugli acquisti di mezzi di trasporto, che sono l'unica componente, fra i beni strumentali materiali, ad aver superato i livelli precedenti la crisi. Al rialzo degli investimenti hanno contribuito le condizioni creditizie molto favorevoli, riconducibili all'orientamento espansivo della politica monetaria (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). Anche il consolidarsi della ripresa e la progressiva riduzione dei margini di capacità produttiva inutilizzata hanno sostenuto l'accumulazione.

L'incertezza è diminuita, contribuendo a determinare un clima favorevole agli investimenti (cfr. il riquadro: *Gli indicatori di incertezza delle imprese italiane*). La fiducia delle imprese è progressivamente salita nel corso dell'anno, collocandosi nell'ultimo trimestre al valore più alto dal 2007; si è poi lievemente ridotta nei primi mesi del 2018, restando tuttavia su livelli elevati nel confronto storico.

GLI INDICATORI DI INCERTEZZA DELLE IMPRESE ITALIANE

L'incertezza sull'evoluzione futura dell'economia è uno dei fattori che più incidono sulle scelte di investimento delle imprese. La teoria economica e gli studi empirici indicano che quanto più irreversibili sono le decisioni di spesa per beni strumentali e quanto più elevati sono i costi di attivazione del nuovo capitale, tanto più un incremento dell'incertezza induce a posticipare i piani di investimento.

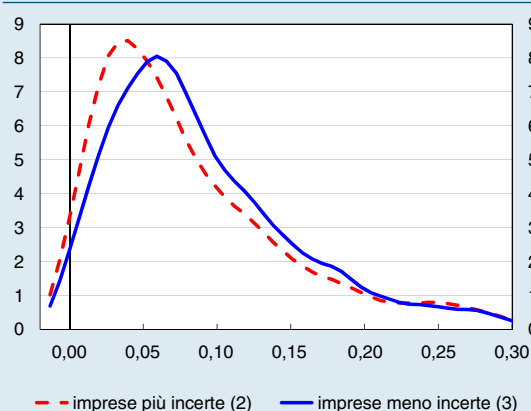
La fonte di incertezza più rilevante per le imprese può variare nel tempo: di volta in volta essa può provenire dall'andamento prospettico della domanda per i propri beni e servizi, dall'evoluzione dei prezzi, dei salari, della produttività e dell'innovazione tecnologica, dalle decisioni di politica economica. Valutare il grado di incertezza non è quindi agevole, anche perché si rende spesso necessario fare ricorso a indicatori che non misurano in maniera diretta il fenomeno che si intende stimare¹. Studi basati su variabili macroeconomiche hanno identificato un ruolo rilevante di alcune misure di incertezza nello spiegare le fluttuazioni dell'investimento in Italia negli anni recenti (cfr. il riquadro: *L'andamento degli investimenti e la ripresa ciclica* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2016).

Un recente contributo, basato su informazioni individuali di impresa, utilizza quale misura principale di incertezza la distanza fra il massimo e il minimo della variazione attesa del proprio fatturato in un determinato anno rispetto al precedente. Tale misura ha il pregio di essere disponibile per un vasto campione di imprese, parte delle quali seguite sin dal 1996, nell'ambito dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) condotta dalla Banca d'Italia².

L'analisi mostra che, tenendo conto di alcune caratteristiche osservabili dell'azienda (tra cui il settore di attività, la dimensione e la propensione alle esportazioni) e della variazione media attesa del fatturato, a un maggior grado di incertezza si associa un livello più basso di investimenti pianificati (figura). Tale

Figura

Spesa pianificata per investimenti secondo il grado di incertezza (1)
(stima kernel della distribuzione di probabilità del rapporto fra investimenti pianificati e capitale fisso)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Centrale dei bilanci e Istat.
(1) L'incertezza a livello di singola impresa è misurata come una funzione della distanza fra la variazione attesa massima e quella minima del proprio fatturato nell'anno in corso rispetto al precedente, rilevata in primavera dall'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* della Banca d'Italia. Nella figura è riportata la distribuzione della spesa programmata per investimenti, rapportata al proprio capitale fisso. Sono considerati gli anni successivi al 2007 e le imprese con almeno 100 dipendenti. – (2) Imprese la cui incertezza è, in ciascun anno, superiore al 66° percentile. – (3) Imprese la cui incertezza è, in ciascun anno, inferiore al 33° percentile.

¹ È questo il caso della volatilità implicita del prezzo delle azioni, misurabile per le sole imprese quotate, oppure della dispersione tra aziende delle risposte fornite nelle inchieste congiunturali. Più recente è l'impiego di distribuzioni di probabilità, richieste direttamente alle imprese, su una serie possibile di esiti futuri del fenomeno di interesse; cfr. al riguardo C.F. Manski, *Survey measurement of probabilistic macroeconomic expectations: progress and promise*, NBER Macroeconomics Annual, 2017 e, per le imprese italiane, L. Guiso e G. Parigi, *Investment and demand uncertainty*, "Quarterly Journal of Economics", 114, 1, 1999, pp. 185-227.

² G. Veronese e G. Zevi, *Common and idiosyncratic uncertainty*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

risultato riflette la maggiore probabilità che le imprese per le quali l'incertezza è più elevata adottino un atteggiamento di tipo attendista (*wait and see*) e non pianifichino quindi spese per beni capitali nell'anno. Lo studio mostra inoltre che le imprese per le quali l'incertezza è maggiore sono quelle le cui aspettative passate sull'andamento del proprio fatturato si sono rivelate più imprecise. Anche una misura di incertezza fondata sull'ampiezza degli errori di previsione commessi nel passato risulta pertanto negativamente e significativamente correlata con i piani di investimento.

È proseguito il moderato recupero degli investimenti in costruzioni, pressoché interamente concentrato nel settore residenziale. Si è arrestato il calo degli investimenti in altre costruzioni, il cui peso sul PIL in quindici anni si è contratto dal 5,9 al 3,6 per cento. Fra questi ultimi, la componente privata è stata ancora frenata dalla debolezza della domanda, che si è tradotta in una nuova diminuzione dei prezzi degli immobili non residenziali; quella pubblica ha risentito della nuova riduzione degli investimenti delle amministrazioni centrali e locali, nonostante la ripresa nel 2017 degli importi da aggiudicare (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica* e il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*). La rilevazione condotta dalla Banca d'Italia su un campione di circa 600 imprese edili conferma per lo scorso anno una riduzione della produzione di opere pubbliche; le attese per il 2018 indicano un primo, lieve recupero.

Lo stock di capitale netto ha ripreso ad aumentare, anche se solo marginalmente; per la prima volta dopo cinque anni vi contribuisce la componente dei beni strumentali, sostenuta dai mezzi di trasporto.

Gli investimenti nell'indagine Invind – Secondo l'indagine Invind, nel 2017, come nell'anno precedente, gli investimenti sono cresciuti soprattutto fra le imprese piccole e medie della manifattura, il comparto dove più ampio è stato il ricorso agli incentivi all'acquisto di beni strumentali (tav. 6.2). La spesa effettiva è risultata superiore ai piani formulati in precedenza per le aziende di minore dimensione e per quelle fortemente esportatrici, riflettendo attese di domanda più favorevoli per il 2018.

La quota di imprese che ha impiegato almeno un'agevolazione per gli investimenti è aumentata nel 2017 a circa il 50 per cento, da poco sopra il 40 dell'anno precedente. Quasi un terzo delle aziende beneficiarie dichiara che gli incentivi hanno indotto un incremento dell'accumulazione, contro circa un quinto nel 2016. L'utilizzo delle agevolazioni connesse con il piano nazionale Industria 4.0 è stato più diffuso fra le aziende grandi, fra quelle attive nella metalmeccanica, chimica, gomma e plastica, e fra quelle che già in passato indicavano di aver compiuto investimenti significativi in tecnologie digitali avanzate.

I programmi per il 2018 prefigurano una nuova accelerazione della spesa in conto capitale, più intensa fra le imprese di maggiore dimensione; nell'industria in senso stretto tali aziende segnalano un marcato rialzo del grado di utilizzo della loro capacità produttiva sia nel 2017 sia nelle attese per l'anno in corso.

L'innovazione. – Gli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale sono tornati a crescere (1,4 per cento), dopo il ristagno dell'anno precedente. Come nel biennio

Tavola 6.2

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1) (variazioni percentuali a prezzi 2017, 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 2017	2,7	3,3	4,9	-1,2	2,4	2,0	3,1	-1,1	5,9
Tasso di realizzo (4)	99,5	108,7	103,5	94,5	95,6	99,5	99,5	97,1	101,6
Programmi per il 2018	7,9	-2,9	1,3	13,5	14,9	-1,6	13,8	8,6	7,0
di cui: manifattura									
consuntivo per il 2017	2,8	3,5	5,9	1,0	0,6	2,5	3,1	0,1	4,8
tasso di realizzo (4)	100,8	109,5	103,9	96,9	94,6	100,1	101,4	98,4	102,6
programmi per il 2018	4,0	-3,2	-0,5	12,4	9,8	-2,5	9,7	1,2	6,4
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2017	1,2	9,0	-2,3	15,9	-2,8	....	....	-3,4	5,7
Tasso di realizzo (4)	102,4	116,0	112,9	101,6	94,3	....	....	100,0	104,8
Programmi per il 2018	4,6	-5,4	10,2	9,5	6,8	....	....	6,5	3,2
Totale									
Consuntivo per il 2017	1,9	5,9	1,7	4,9	-0,5	....	....	-2,3	5,8
Programmi per il 2018	6,2	-4,3	5,2	11,7	10,5	....	....	7,6	4,8

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (*Invind*).
 (1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) della distribuzione della spesa per investimenti. Il deflatore degli investimenti è stimato sulla base di quelli forniti dalle singole imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sotto (basso/bassa) o al di sopra (alto/alta) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi, con riferimento al 2017 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, e con riferimento alle previsioni per il 2018 per i programmi. – (3) Riferito alle sole imprese industriali. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine dello scorso anno) per il 2017. – (5) Servizi privati non finanziari.

2015-16, il principale sostegno all'accumulazione di attività immateriali è venuto dalla spesa in ricerca e sviluppo, che è aumentata del 7,4 per cento nel 2017 (quasi il 20 complessivamente dal 2014), beneficiando per il terzo anno consecutivo di agevolazioni fiscali. Secondo nostre elaborazioni sui dati dell'indagine *Invind*, queste misure di incentivo, che hanno ridotto esclusivamente il costo variabile della spesa in ricerca e sviluppo, ne avrebbero favorito l'incremento principalmente da parte delle imprese che avevano già sostenuto gli elevati costi fissi dell'avvio dell'attività innovativa.

Si è intensificato anche l'apporto agli investimenti immateriali fornito da nuove attività imprenditoriali a carattere innovativo; vi ha contribuito la normativa introdotta a partire dal 2012 (cfr. il riquadro: *Le start up innovative in Italia: alcune evidenze sulle recenti misure di sostegno*), che ha mirato anche ad allentare i vincoli di finanziamento delle nuove imprese connessi con la loro limitata disponibilità di garanzie e con il ridotto sviluppo nel nostro paese degli intermediari specializzati nel venture capital (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

LE START UP INNOVATIVE IN ITALIA: ALCUNE EVIDENZE SULLE RECENTI MISURE DI SOSTEGNO

L'avvio e lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali, favorendo l'introduzione di innovazioni e alimentando la concorrenza, possono migliorare l'allocazione delle risorse e il potenziale di crescita di un'economia. In Italia le nuove imprese, che

risentono storicamente di una serie di fattori di contesto poco favorevoli nel confronto internazionale¹, hanno subito in maniera particolarmente acuta le conseguenze della lunga crisi, come segnalato dalla caduta del tasso di natalità e dal ridotto tasso di crescita delle imprese più giovani durante la doppia recessione (cfr. il riquadro: *La demografia di impresa negli anni della crisi e l'impatto sulla crescita* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2015).

Vari interventi normativi sono stati introdotti per stimolare le dinamiche demografiche di impresa, soprattutto di quelle considerate ad alto potenziale innovativo. In particolare il DL 179/2012 (decreto crescita 2.0) ha previsto, a beneficio delle start up innovative iscritte a una sezione speciale del registro delle imprese, alcune misure per l'abbattimento degli oneri amministrativi, una più agile disciplina societaria e del lavoro, procedure semplificate per accedere al Fondo centrale di garanzia, nonché incentivi fiscali all'investimento in capitale di rischio. Il carattere innovativo delle imprese beneficiarie, costituite da meno di cinque anni, è identificato sulla base dell'oggetto sociale e del soddisfacimento di almeno uno tra i tre seguenti criteri: (a) forte intensità dell'attività di ricerca e sviluppo (R&S); (b) elevata qualificazione della forza lavoro; (c) possesso o licenza d'uso di un brevetto registrato².

Al 31 dicembre 2017 le start up innovative iscritte nella sezione speciale del registro delle imprese erano 8.391 (attive per il 77 per cento nei servizi e per il 20 nell'industria in senso stretto), coinvolgevano complessivamente circa 35.000 soci e impiegavano 11.000 dipendenti. L'età media dei dipendenti, in prevalenza assunti a tempo indeterminato, era inferiore ai 34 anni.

Secondo un sondaggio condotto dal Ministero dello Sviluppo economico nel 2016³, la gran parte di queste start up innovative ha realizzato innovazioni di prodotto o servizio, prevalentemente di tipo incrementale, sostenendo spese in R&S pari in media al 47 per cento dei costi annui. Il 58 per cento di tali imprese ha come unica fonte finanziaria risorse proprie, il 25 per cento utilizza anche credito bancario e l'11 per cento ha ricevuto finanziamenti anche da fondi di venture capital. Un quinto degli imprenditori intervistati si è dichiarato insoddisfatto delle risorse finanziarie a propria disposizione, mentre la gran parte non risulta avere mai cercato finanziamenti di società di venture capital o di altre istituzioni, oppure operato campagne di raccolta di capitali di rischio attraverso portali online (*equity crowdfunding*). Il tasso di sopravvivenza di tali imprese, pari al 97 per cento dopo un anno e al 90 a cinque anni dalla nascita, è risultato superiore a quello registrato in media da tutte le nuove imprese.

¹ M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

² Specificamente la spesa in R&S deve essere pari ad almeno il 15 per cento del valore maggiore tra fatturato e costi annui; la forza lavoro complessiva deve essere costituita per minimo un terzo da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori oppure per almeno due terzi da soci o collaboratori in possesso di una laurea magistrale. Si deve inoltre trattare di: società di capitale non quotate; che non abbiano mai distribuito utili; che non siano la risultante di fusione, scissione societaria o di cessione di ramo di azienda; con la sede principale in un paese della UE ma almeno una sede produttiva o una filiale in Italia; con un valore annuo della produzione inferiore a 5 milioni di euro.

³ Ministero dello Sviluppo economico e Istat, *Startup Survey 2016: la prima indagine sulle neo imprese innovative in Italia*, Roma, 2018.

Gli effetti della politica a sostegno delle start up innovative sono stati valutati in un recente studio⁴ che ha confrontato la variazione della performance delle imprese beneficiarie degli incentivi con quella di altre aziende simili per caratteristiche (età, fatturato, valore dell'attivo e liquidità) ma mai iscritte al registro o iscritte successivamente. Si stima che gli incentivi abbiano favorito un incremento del fatturato e del valore aggiunto, rispettivamente pari all'8 e al 12 per cento nel complesso dei primi tre anni di attività delle start up. Questi effetti sono ricollegabili a una più intensa accumulazione di capitale (15 per cento), in particolare in attività immateriali (con un aumento dei brevetti depositati), e a una maggiore produttività del lavoro (11 per cento) con salari e occupazione immutati.

Le start up innovative, sfruttando l'accesso semplificato al Fondo centrale di garanzia, hanno inoltre registrato in media una maggiore probabilità di vedere accolta dalle banche una loro prima richiesta di finanziamento rispetto a imprese di pari età e simili caratteristiche, nonché una più elevata quantità di credito erogato (8 per cento) e una riduzione del tasso di interesse applicato sui prestiti a scadenza (-1 punto percentuale). Il ricorso a incentivi agli investimenti azionari si è riflesso in un aumento del patrimonio netto. Se confrontate con altre imprese innovative in cerca di finanziamenti esterni, sia italiane sia di altri paesi, le imprese beneficiarie hanno registrato una probabilità più che doppia di ricevere fondi di venture capital⁵. Si tratta di un risultato incoraggiante per l'Italia, dove il mercato del venture capital mobilita al momento risorse decisamente inferiori alla media UE (0,006 per cento del PIL nel 2016, contro lo 0,027).

⁴ T. De Stefano, F. Manaresi, C. Menon, P. Santoleri e G. Soggia, *Economic and social implications of the Italian "Start up Act"*, OECD Science Technology and Industry Policy Papers, di prossima pubblicazione.

⁵ L'analisi sfrutta la base dati Crunchbase relativa a circa 450.000 start up attive in 190 paesi.

Il numero di brevetti italiani depositati presso il competente ufficio europeo (European Patent Office) ha continuato a crescere: ritornato quest'anno sui livelli precedenti la crisi, rimane tuttavia ridotto nel confronto internazionale. Vi pesano tra l'altro l'elevata frammentazione del sistema produttivo italiano e le difficoltà di finanziare l'innovazione (più forti durante la recente doppia recessione; cfr. il riquadro: *Le imprese italiane innovative: sviluppo di brevetti e struttura finanziaria*).

LE IMPRESE ITALIANE INNOVATIVE: SVILUPPO DI BREVETTI E STRUTTURA FINANZIARIA

La bassa capacità di innovare delle imprese italiane è annoverata tra le principali ragioni che spiegano l'andamento insoddisfacente della produttività, che a sua volta rappresenta il più importante freno alla crescita economica di lungo periodo, anche nel confronto internazionale (cfr. il capitolo 15: *La produttività in Italia: andamenti e determinanti* nella *Relazione annuale* sul 2016).

Secondo un indice composito della capacità di promuovere l'innovazione (*global innovation index*, GII)¹, nel 2017 tra 129 paesi l'Italia si collocava al ventinovesimo

¹ Il GII è calcolato annualmente dalla Cornell University, dall'Insead e dall'agenzia delle Nazioni Unite World Intellectual Property Organization (WIPO) e pubblicato nell'ambito di un omonimo rapporto.

posto, dietro quasi tutti gli altri paesi europei². A tale ritardo contribuiscono più fattori: la ridotta dimensione aziendale, la carenza di capitale umano, la difficoltà del settore pubblico di creare un contesto istituzionale favorevole all'innovazione e la presenza di vincoli finanziari (cfr. il capitolo 12: *L'innovazione nella Relazione annuale* sul 2012). L'esistenza di tali vincoli fa sì che le imprese innovative siano caratterizzate da un ampio ricorso all'autofinanziamento e da una leva finanziaria contenuta.

Un recente studio³ descrive la produzione di brevetti da parte delle imprese italiane nel quinquennio 2008-2012 e la pone in relazione con la loro struttura finanziaria e con altre caratteristiche di impresa. Il lavoro mostra che lo sviluppo di brevetti riguarda soprattutto il comparto manifatturiero (in cui vengono prodotti quattro brevetti su cinque) e specificamente i settori a media-alta intensità tecnologica (chimico, produzione di macchinari, veicoli a motore e componenti elettrici). Nella manifattura l'attività brevettuale è quantitativamente trascurabile per le piccole imprese e molto concentrata per quelle medie e grandi. Persino tra queste ultime, solo poco più di una su sette ha registrato almeno un brevetto nel periodo considerato. Un terzo del totale dei brevetti del comparto è inoltre detenuto da un numero estremamente ridotto di "grandi innovatori", che rappresentano lo 0,1 per cento del totale delle aziende e registrano mediamente più di sei brevetti l'anno.

Oltre a essere di grande dimensione, le imprese con maggiore attività brevettuale hanno una crescita del fatturato in media più elevata e flussi di cassa maggiori e relativamente stabili, che ne rafforzano la capacità di ricorrere all'autofinanziamento; sono inoltre caratterizzate da una ridotta leva finanziaria (circa la metà rispetto ai non innovatori), dovuta anche a una base patrimoniale più ampia. Durante il periodo recessivo queste imprese hanno visto una riduzione della crescita del proprio fatturato più contenuta rispetto ai non innovatori e si sono dimostrate capaci di portare avanti progetti innovativi anche nella fase economica negativa.

² Gli Stati europei che nella graduatoria si collocano al di sotto dell'Italia sono il Portogallo, la Grecia e altri nove paesi di dimensione minore dell'Europa centrale e orientale.

³ D. Pianeselli, *Upwind sailors. Financial profile of innovative and non-innovative Italian firms during the double-dip recession*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

L'adozione delle nuove tecnologie digitali in Italia ha continuato a crescere, pur rimanendo inferiore a quella media dell'area dell'euro; in prospettiva beneficerà degli strumenti di sostegno previsti dal piano nazionale Industria 4.0. Nel 2017 solo il 9 per cento delle imprese aveva introdotto processi di gestione integrata delle informazioni lungo la catena del valore (*supply chain management*), contro il 17 della Germania e il 15 della Francia. Ritardi simili si registrano anche nelle applicazioni per l'ottimizzazione del marketing e delle vendite e nelle tecnologie legate all'internet delle cose.

La diffusione della robotica nei processi produttivi industriali in Italia resta elevata nel confronto internazionale: secondo i dati della International Federation of Robotics relativi al 2016, l'Italia è l'ottava economia al mondo per numero di robot per lavoratore (18 robot ogni 1.000 lavoratori); nell'area dell'euro è seconda solo alla Germania (31 robot). Secondo nostre elaborazioni il differenziale con la Germania sarebbe in gran parte ascrivibile alla diversa specializzazione settoriale, in particolare al minor peso

nel nostro paese della fabbricazione di mezzi di trasporto e di prodotti in gomma e materie plastiche.

La domanda di lavoro. – Lo scorso anno il monte ore lavorate dai dipendenti del settore privato non agricolo è salito del 2,8 per cento, in linea con il numero degli occupati. Ne è risultata, dopo due anni di crescita, la stazionarietà delle ore lavorate per dipendente, su livelli tuttora inferiori a quelli precedenti la crisi finanziaria globale (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

L'incremento dell'input di lavoro, più sostenuto nei servizi privati, si è esteso alle costruzioni. Secondo le nostre indagini presso le imprese, in quest'ultimo settore e nella manifattura l'aumento delle ore lavorate si è concentrato tra le imprese più grandi e più produttive, mentre nei servizi è stato diffuso in tutte le classi dimensionali.

La produttività. – La produttività oraria del lavoro nel settore privato non agricolo ha ripreso ad aumentare (0,7 per cento), dopo il lieve calo del 2016. La tendenza al rialzo in atto dal 2010 favorisce la crescita del prodotto potenziale (cfr. il riquadro: *Il potenziale di crescita e la produttività sulla base dei dati di impresa*).

IL POTENZIALE DI CRESCITA E LA PRODUTTIVITÀ SULLA BASE DEI DATI DI IMPRESA

Il prodotto potenziale è il livello di attività che può essere sostenuto da un'economia nel lungo periodo senza generare tensioni inflazionistiche su prezzi e salari. Tale misura, non osservabile, riflette la disponibilità dei fattori produttivi (capitale e lavoro) e la dinamica della produttività totale dei fattori (PTF). La stima del prodotto potenziale è circondata da notevole incertezza, perché si basa su diverse ipotesi semplificatrici; i vari metodi empirici sviluppati nella letteratura economica non sempre danno risultati coincidenti. La Banca d'Italia stima tradizionalmente il prodotto potenziale (e di conseguenza l'*output gap*, ossia lo scostamento tra il PIL e il prodotto potenziale stesso) per l'economia italiana ricorrendo a una combinazione di diverse metodologie: modelli autoregressivi, modelli a variabili latenti e modelli basati su una funzione di produzione aggregata¹. Questi approcci usano tutti dati macroeconomici desunti dai conti nazionali.

Un recente lavoro² utilizza invece informazioni disaggregate a livello di impresa, applicando la metodologia della funzione di produzione ai dati di bilancio relativi a un campione di 40.000 società di capitale italiane, la cui evoluzione del fatturato riproduce con una elevata correlazione, superiore al 95 per cento, quella dell'intero settore privato. I risultati suggeriscono che questo approccio può consentire un affinamento delle stime della produttività, sfruttando indicazioni dettagliate sull'andamento e la distribuzione dell'offerta nei diversi settori in base alle caratteristiche di impresa. Nel complesso, rispetto

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

² D. Fantino, *Potential output and microeconomic heterogeneity*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

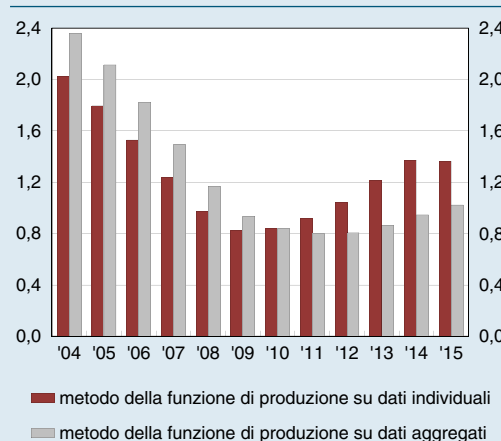
a quanto desumibile utilizzando una funzione di produzione aggregata per lo stesso campione di aziende, le stime basate su dati individuali di impresa mostrano una crescita del prodotto potenziale più contenuta prima della crisi finanziaria globale, ma una ripresa più accentuata negli anni successivi (figura A).

L'andamento è anche molto eterogeneo tra settori, in particolare nel periodo successivo alla crisi (tavola). Mentre nella manifattura il tasso di crescita potenziale si è portato sopra i livelli precedenti la recessione, nei servizi il recupero è stato molto più lento e nelle costruzioni il potenziale ha continuato a contrarsi.

Il contributo della demografia di impresa alla crescita potenziale, negativo tra il 2008 e il 2012, è tornato positivo negli anni più recenti in concomitanza con l'avvio della ripresa. Le stime mostrano inoltre un progressivo aumento del contributo della PTF alla crescita potenziale a partire dal 2010, coerentemente con i segnali di ristrutturazione del sistema produttivo negli anni più recenti (cfr. il capitolo 15: *La produttività in Italia: andamenti e determinanti* nella *Relazione annuale* sul 2016).

Figura A

Crescita del prodotto potenziale in un campione di società di capitale del settore privato (1)
(dati annuali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved e INPS.
(1) La stima basata su dati individuali è ottenuta applicando la metodologia della funzione di produzione ai dati di un campione bilanciato di società di capitale italiane censite da Cerved.

Tavola

Crescita del prodotto potenziale in un campione di imprese dei principali settori (1)
(dati annuali; variazioni percentuali)

	2004-2007	2008-2012	2013-2015
Manifattura	1,3	1,0	1,7
Costruzioni	1,3	-0,1	-0,6
Servizi	2,5	1,1	1,2

Fonte: elaborazioni su dati Cerved e INPS.

(1) Variazioni percentuali annuali medie per periodo. Il prodotto potenziale è stimato sulla base di dati individuali di impresa, applicando la metodologia della funzione di produzione ai dati delle società di capitale italiane censite da Cerved.

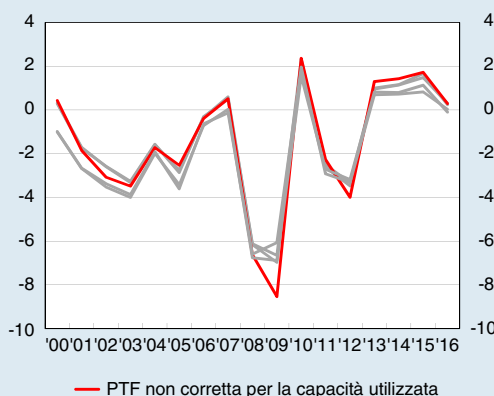
Un secondo studio confronta gli andamenti della PTF, stimati sulla base dei dati individuali di un campione di imprese manifatturiere tra il 2000 e il 2016, tenendo conto delle variazioni dell'intensità di utilizzo del capitale e, parzialmente, del lavoro³. L'andamento prociclico delle misure della PTF desumibili dai dati di contabilità nazionale è generalmente considerato indice della difficoltà di

³ A. Mistretta, L. Monteforte e G. Zevi, *TFP and business cycle: results from Italian firms' data*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

isolare le misure della produttività dalle fluttuazioni della domanda, che a loro volta influenzano l'utilizzo dei fattori produttivi⁴. Lo studio mostra che depurando le stime della PTF dalla variabilità nel tempo del grado di utilizzo dei fattori⁵, che diminuisce nelle fasi recessive, la correlazione della produttività con il ciclo si attenua, in particolare durante le fasi di più marcata riduzione del prodotto (nel 2009 il calo si riduce di oltre un quarto; figura B). L'impatto della correzione è maggiore per le aziende esportatrici e per quelle che operano nei settori più innovativi; la caduta di produttività di queste aziende nel periodo della crisi finanziaria globale, quando sono state interessate da un forte e inatteso shock di domanda, sarebbe quindi stata sovrastimata dalle misure tradizionali.

Figura B

PTF e grado di capacità utilizzata delle imprese manifatturiere (1)
(dati annuali; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Centrale dei bilanci, Infocamere e INPS.

(1) Sono rappresentate in grigio quattro stime alternative della PTF, corrette per la capacità utilizzata, che differiscono fra loro per la specificazione della funzione di produzione.

⁴ S. Basu e J. Fernald, *Why is productivity pro-cyclical? Why do we care?*, in C.R. Hulten, E.R. Dean e M.J. Harper (a cura di), *New developments in productivity analysis*, NBER Studies in income and wealth, Chicago, The University of Chicago Press, 2001, pp. 225-302.

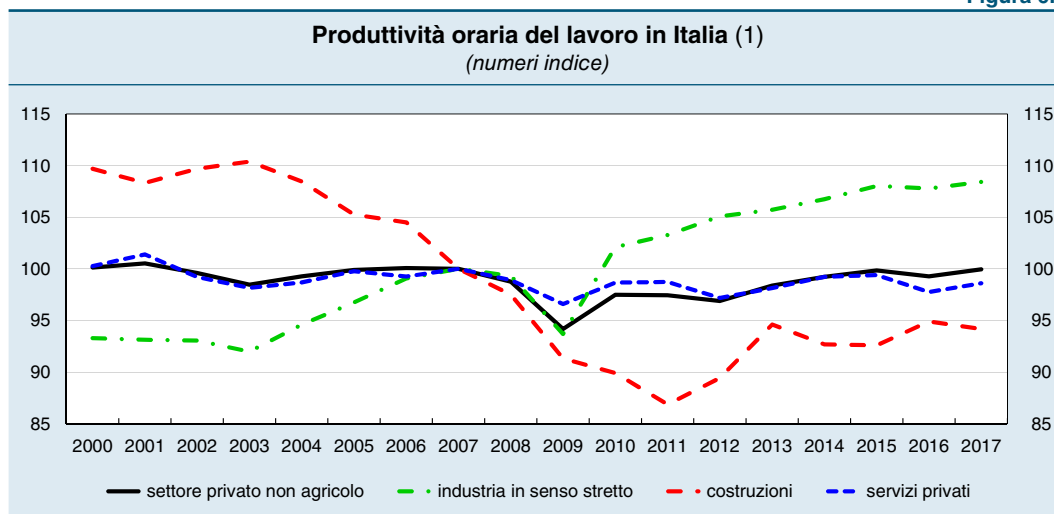
⁵ G. Cette, N. Dromel, R. Lecat e A.C. Paret, *Production factor returns: the role of factor utilization*, "The Review of Economics and Statistics", 97, 1, 2015, pp. 134-143 e, per l'Italia, A. Pozzi e F. Schivardi, *Demand or productivity: what determines firm growth?*, "The RAND Journal of Economics", 47, 3, 2016, pp. 608-630.

La dinamica della produttività è stata positiva nell'industria in senso stretto, dove la crescita cumulata negli ultimi dieci anni è pari all'8 per cento (fig. 6.3), circa la metà di quanto registrato per l'intera area dell'euro. Nei servizi privati la produttività è lievemente aumentata (0,7 per cento), tornando ai livelli precedenti l'avvio della crisi finanziaria globale nel 2008; nelle costruzioni, dove rimane su valori ancora inferiori, si è stabilizzata.

Secondo l'indagine Invind, la crescita della produttività del lavoro è stata ancora trainata dalle imprese esportatrici e da quelle più innovative, che hanno registrato una più limitata flessione durante la crisi e dal 2014 sostengono la ripresa.

All'andamento della produttività nell'economia contribuisce anche il grado di efficienza con cui si distribuiscono le risorse fra settori e imprese, che dipende in modo rilevante dall'intermediazione del settore bancario (cfr. il capitolo 15: *La produttività in Italia: andamenti e determinanti* nella *Relazione annuale* sul 2016 e il riquadro: *L'efficienza dell'allocazione dei fattori produttivi in Italia e le condizioni del credito*).

Figura 6.3



Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*.
(1) Indici: 2007=100.

L'EFFICIENZA DELL'ALLOCAZIONE DEI FATTORI PRODUTTIVI IN ITALIA E LE CONDIZIONI DEL CREDITO

La capacità di un sistema economico e istituzionale di convogliare risorse produttive verso i settori e le imprese più efficienti (efficienza allocativa) è tra le principali determinanti della dinamica della produttività aggregata. Secondo un'analisi comparata dell'OCSE, nel 2005 l'Italia si caratterizzava per un grado di efficienza allocativa inferiore rispetto agli altri principali paesi avanzati¹.

L'evidenza circa la successiva evoluzione dell'efficienza allocativa nel nostro paese non è però univoca. Utilizzando la dispersione dei rendimenti marginali o della produttività totale dei fattori come indicatori di un'inefficiente allocazione delle risorse, diversi studi hanno stimato, su un sottoinsieme di società di capitali, che l'efficienza allocativa sarebbe peggiorata nel decennio precedente la crisi finanziaria globale e migliorata successivamente². Un recente lavoro, che si basa sull'universo delle imprese italiane e approssima l'efficienza allocativa con la covarianza tra dimensione e produttività di impresa, ha invece rilevato un miglioramento sia prima sia durante la crisi³.

Gli ostacoli che si frappongono a un'efficiente allocazione delle risorse possono essere di varia natura e discendere, ad esempio, dalla presenza di imposte distorsive, da un'inadeguata regolamentazione dei mercati del lavoro e dei prodotti, dall'inefficienza

¹ D. Andrews e F. Cingano, *Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries*, "Economic Policy", 29, 78, 2014, pp. 253-296.

² S. Calligaris, *Misallocation and total factor productivity in Italy: evidence from firm-level data*, "Labour", 29, 4, 2015, pp. 367-393; S. Calligaris, M. Del Gatto, F. Hassan, G.I.P. Ottaviano e F. Schivardi, *Italy's productivity conundrum. A study on resource misallocation in Italy*, Commissione europea, European Economy Discussion Papers, 30, 2016; E. Gamberoni, C. Giordano e P. Lopez-Garcia, *Capital and labour (mis)allocation in the euro area: some stylized facts and determinants*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 349, 2016.

³ A. Linarello e A. Petrella, *Productivity and reallocation: evidence from the universe of Italian firms*, "International Productivity Monitor", 32, 2017, pp. 116-136.

della Pubblica amministrazione e della giustizia civile, dall'incapacità del settore finanziario di selezionare i progetti imprenditoriali migliori e di favorirne lo sviluppo. Nel caso dell'Italia, dove molti di questi fattori contribuiscono congiuntamente a frenare la crescita potenziale⁴, diversi studi hanno prestato particolare attenzione al ruolo del credito.

La rapida crescita del credito verso imprese ricche in capitale fisico, più idoneo a garantire il rimborso dei prestiti, ma non necessariamente più produttive, potrebbe aver peggiorato l'efficienza allocativa nel decennio precedente la crisi⁵. Le restrizioni creditizie che hanno caratterizzato la crisi avrebbero avuto effetti diversi, di segno tra loro opposto sull'efficienza allocativa: possono aver limitato l'espansione delle imprese più efficienti da un lato⁶, indotto il ridimensionamento di quelle meno efficienti dall'altro⁷.

Il forte indebolimento dei bilanci aziendali dal 2008 ha stimolato l'analisi, da parte di molti osservatori, di una forma estrema di allocazione inefficiente delle risorse: la sopravvivenza nel mercato di un numero eccessivo di imprese strutturalmente incapaci di generare profitti dopo aver remunerato tutti i fattori produttivi (denominate imprese *zombie* negli studi sull'esperienza giapponese successiva alla crisi dei primi anni novanta). È stato argomentato che la sopravvivenza di tali aziende potrebbe essere facilitata dalla propensione delle banche meno capitalizzate a continuare a concedere loro credito, per evitare un fallimento che intaccherebbe ulteriormente il capitale dell'intermediario stesso.

Uno studio dell'OCSE⁸ sostiene che la quota di capitale detenuto dalle imprese così definite in Italia sarebbe particolarmente elevata nel confronto internazionale. I risultati dipendono tuttavia strettamente dalla metodologia di identificazione utilizzata nello studio per comparare le imprese di diversi paesi tra loro e nel tempo, basata sulla redditività operativa al netto dell'ammortamento e del deprezzamento del capitale. I risultati di questa metodologia possono essere distorti da interventi di politica economica che inducano le imprese ad ammortizzare più rapidamente il capitale o a effettuare più investimenti destinati a riflettersi in maggiori ammortamenti e svalutazioni negli anni successivi.

Utilizzando una misura della redditività al lordo del deprezzamento e dell'ammortamento, che non presenta questo inconveniente e soprattutto mostra una migliore capacità di predire il fallimento dell'impresa, il capitale detenuto dalle imprese cosiddette *zombie* risulta in Italia meno della metà di quanto stimato

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

⁵ G. Gopinath, S. Kalemli-Ozcan, L. Karabarbounis e C. Villegas-Sanchez, *Capital allocation and productivity in south Europe*, "The Quarterly Journal of Economics", 132, 4, 2017, pp. 1915-1967.

⁶ S. Lenzu e F. Manaresi, *Do marginal products differ from user costs? Micro-level evidence from Italian firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁷ A. Linarello, A. Petrella e E. Sette, *Allocative efficiency and finance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁸ M. Adalet McGowan, D. Andrews e V. Millot, *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD, Economics Department Working Papers, 1372, 2017.

dall'OCSE⁹; sarebbero di conseguenza inferiori anche i benefici aggregati derivanti da un'eventuale riallocazione delle risorse da queste aziende ad altre più efficienti.

Coerentemente con questo risultato, un'analisi basata su un ampio campione di società di capitali osservate tra il 2008 e il 2013 ha mostrato che la sopravvivenza delle imprese incapaci di generare profitti (dovuta alla facile disponibilità di credito) determina effetti di entità trascurabile sull'efficienza allocativa (cfr. il riquadro: *Allocazione del credito e caratteristiche di impresa* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2016)¹⁰.

⁹ G. Rodano e E. Sette, *Zombie firms in Italy: a critical assessment*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

¹⁰ F. Schivardi, E. Sette e G. Tabellini, *Credit misallocation during the European financial crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1139, 2017.

7. LE CONDIZIONI FINANZIARIE DI FAMIGLIE E IMPRESE

Nel 2017 è proseguito il miglioramento delle condizioni finanziarie delle famiglie italiane: l'aumento del valore delle attività finanziarie ha contribuito alla crescita della ricchezza totale ed è salito il peso degli investimenti in strumenti del risparmio gestito, che favoriscono la diversificazione del rischio di portafoglio. I prestiti concessi dalle banche e dagli altri intermediari finanziari hanno accelerato.

Gli utili delle imprese hanno continuato a crescere. La leva finanziaria si è ancora ridotta, principalmente per l'incremento del patrimonio netto. I debiti verso le banche sono rimasti stabili; segnali di ripresa sono emersi solo nei primi mesi di quest'anno. È aumentato il ricorso al mercato dei capitali, anche da parte delle imprese di media dimensione.

LE FAMIGLIE

La ricchezza finanziaria e gli investimenti

Secondo nostre stime nel 2017 la ricchezza totale delle famiglie è aumentata dell'1,8 per cento ed è rimasta stabile a 9,3 volte il reddito disponibile (8,5 volte se calcolata al netto delle passività). È proseguito l'incremento del peso della componente finanziaria, giunto al 41 per cento dal 35 nel 2011 (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*). Le attività finanziarie sono cresciute a un ritmo sostenuto (4,1 per cento). L'aumento è riconducibile per circa tre quarti al rialzo dei prezzi e per la restante parte a nuovi investimenti, che hanno raggiunto il livello più elevato dal 2008.

Gli acquisti di quote di fondi comuni sono notevolmente aumentati (tav. 7.1), soprattutto per effetto dell'introduzione dei piani individuali di risparmio (PIR) alla fine del 2016; le polizze assicurative hanno continuato a crescere. L'incidenza dei titoli di Stato e delle obbligazioni bancarie sul totale delle attività è diminuita al 4,8 per cento, meno di un terzo del picco registrato nel 2008. In base ai dati dell'ultima *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), la quota di nuclei familiari che nel 2016 detenevano direttamente titoli di Stato o obbligazioni era scesa al 10 per cento, il minimo dall'inizio della rilevazione nel 1989. Le famiglie che hanno ridotto queste attività si sono orientate più delle altre verso prodotti del risparmio gestito; la ricomposizione del portafoglio ha riguardato maggiormente i nuclei familiari con reddito superiore alla mediana (fig. 7.1).

Tavola 7.1

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2017	Composizione percentuale		2016	2017
		2016	2017		
ATTIVITÀ (2)					
Depositi bancari (3)	1.167.926	27,0	26,5	43.874	21.577
Italiani	1.137.398	26,3	25,8	44.033	22.336
depositi a vista	687.452	15,3	15,6	62.694	35.699
altri depositi	449.946	10,9	10,2	-18.662	-13.363
Esteri	30.528	0,7	0,7	-159	-759
Titoli obbligazionari	304.947	8,6	6,9	-61.871	-41.774
Italiani	220.705	6,5	5,0	-59.883	-38.456
di cui: pubblici	122.171	3,1	2,8	-8.673	2.622
bancari	88.600	3,2	2,0	-47.154	-42.448
Esteri	84.242	2,1	1,9	-1.988	-3.318
Quote di fondi comuni	537.059	11,2	12,2	12.295	57.047
Italiani	261.246	5,7	5,9	-2.665	21.245
Esteri	275.813	5,5	6,3	14.960	35.802
Azioni e partecipazioni	1.062.409	23,3	24,1	-15.011	-41.276
Italiane	991.050	21,7	22,5	-14.683	-41.743
Estere	71.360	1,6	1,6	-328	467
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	996.174	22,2	22,6	41.626	32.733
di cui: riserve ramo vita	677.669	14,7	15,4	36.173	25.349
Altre attività emesse dai residenti (4)	338.178	7,7	7,7	16.240	13.097
Totale attività	4.406.694	100,0	100,0	37.153	41.404
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine	51.273	5,9	5,5	-2.049	-751
di cui: bancari	49.094	5,8	5,3	-2.153	-1.845
Debiti a medio e a lungo termine	658.077	70,4	70,9	10.521	18.642
di cui: bancari	580.322	62,5	62,6	9.755	12.011
Altre passività (5)	218.372	23,6	23,5	3.611	3.081
Totale passività	927.722	100,0	100,0	12.083	20.972
SALDO	3.478.972			25.070	20.432

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

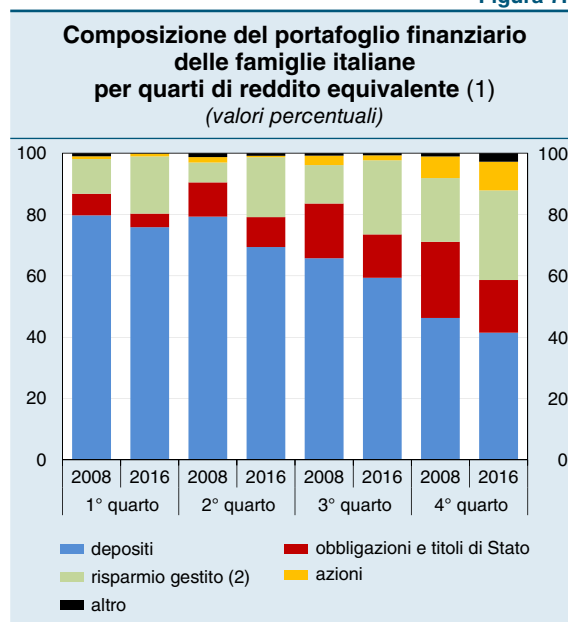
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata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

Quasi un terzo delle attività finanziarie delle famiglie è investito in prodotti del risparmio gestito, una quota in aumento da circa un decennio. L'incidenza di fondi comuni e assicurazioni sul totale della ricchezza finanziaria, pari al 28 per cento, è in linea con la media dell'area dell'euro; il peso dei fondi pensione è invece inferiore di circa dieci punti percentuali, anche in ragione del ruolo più importante della previdenza pubblica nel nostro paese.

L'indebitamento

Nel 2017 i prestiti delle banche e delle società finanziarie alle famiglie hanno accelerato (tav. 7.2). Il rapporto tra debito e reddito disponibile era pari al 61,3

Figura 7.1



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

(1) Cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Reddito equivalente*. – (2) Il risparmio gestito include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, gestioni patrimoniali, fondi pensione e pensioni integrative.

Tavola 7.2

Credito alle famiglie consumatrici (1) (dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2018 (2)
	2014	2015	2016	2017	marzo 2018	
Prestiti per l'acquisto di abitazioni						
Banche	-0,6	0,4	2,0	2,3	2,2	358.644
Credito al consumo						
Banche	-0,7	5,2	8,6	9,3	9,1	97.925
Società finanziarie	0,3	-2,0	1,2	3,1	3,9	33.957
Totale banche e società finanziarie	-0,2	2,1	6,4	7,6	7,7	131.882
Altri prestiti (3)						
Banche	1,5	1,3	-0,5	1,0	1,8	103.976
Prestiti totali						
Totale banche e società finanziarie	-0,2	0,9	2,4	3,2	3,3	594.502

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2018 sono provvisori. Per la definizione delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

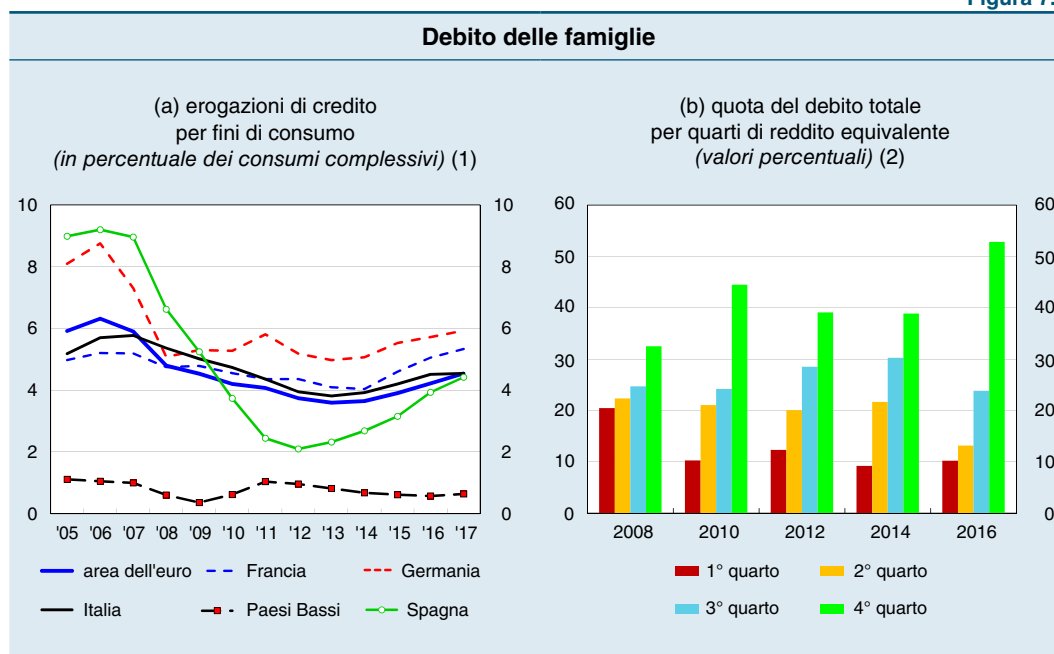
per cento in dicembre, un valore contenuto nel confronto internazionale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018).

La domanda di mutui è stata sostenuta dall'incremento del reddito disponibile e dal livello molto basso dei tassi di interesse. Le condizioni di offerta sono rimaste accomodanti. Il rapporto tra prestito e valore dell'abitazione (*loan-to-value*) è in media salito al 65 per cento, un valore pari a quello del 2008, ma ancora basso nel confronto internazionale. I margini applicati ai prestiti hanno continuato a ridursi, in misura più ampia per i nuovi mutui a tasso fisso: le famiglie ne hanno beneficiato ricorrendo principalmente a questa tipologia di finanziamenti.

L'indebitamento per finalità di consumo è cresciuto a un ritmo molto intenso. L'espansione è stata più sostenuta per i prestiti finalizzati all'acquisto di mezzi di trasporto. La spesa annua delle famiglie finanziata dai nuovi prestiti per scopo di consumo è rimasta stabile al 4,5 per cento del totale, una quota inferiore rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria e in linea con la media dell'area dell'euro (fig. 7.2.a). Nella seconda metà del 2017 il costo delle nuove erogazioni (tasso annuo effettivo globale, TAEG) è tornato ad aumentare, raggiungendo l'8,4 per cento a marzo, un valore molto più alto della media dell'area (6,1 per cento).

In base ai dati dell'IBF, rispetto al 2008 è cresciuta la concentrazione del debito fra le famiglie appartenenti al quarto di reddito più elevato (fig. 7.2.b) e fra quelle con un capofamiglia di età compresa fra i 45 e i 64 anni; questo fenomeno riflette una selezione attenta da parte degli intermediari e, negli anni più recenti, un incremento della domanda di credito da parte delle famiglie finanziariamente più solide.

Figura 7.2



Fonte: per il pannello (a) segnalazioni di vigilanza, BCE ed Eurostat, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*; per il pannello (b) elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF)*.

(1) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Quote basate sull'ammontare di debiti dichiarato dagli intervistati. Cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Reddito equivalente*.

LE IMPRESE

La redditività e il saldo finanziario

Nel 2017 il margine operativo lordo (MOL) delle imprese ha continuato a crescere (fig. 7.3). Gli oneri finanziari netti sono ancora diminuiti riflettendo il calo dei tassi di interesse; in rapporto al MOL hanno raggiunto il livello minimo degli ultimi vent'anni. Sulla base dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), la quota di imprese in utile è cresciuta a tre quarti del totale (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Il rapporto tra autofinanziamento e investimenti è rimasto elevato, nonostante la ripresa dell'accumulazione del capitale; il saldo finanziario, seppur in calo, si è mantenuto positivo (0,8 per cento del PIL). Le attività liquide sono ulteriormente aumentate a un quinto del PIL e al 9 per cento del valore totale delle passività. Sulla base dell'indagine Invind, il saldo tra le imprese che hanno aumentato le proprie disponibilità liquide e quelle che le hanno ridotte è cresciuto, soprattutto nel settore manifatturiero, nel quale la redditività è stata più elevata. Il mantenimento di ampie giacenze di liquidità è motivato, per le grandi aziende, dalle aspettative di maggiori investimenti e, per le piccole e medie imprese, dal basso livello dei tassi di interesse che rende poco conveniente l'impiego in attività finanziarie alternative.

Le fonti di finanziamento

La struttura finanziaria. – Nel 2017 la leva finanziaria si è ridotta di quasi due punti percentuali, al

Figura 7.3

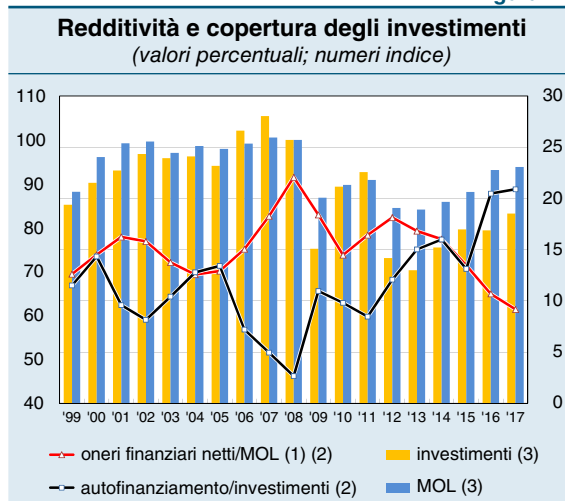
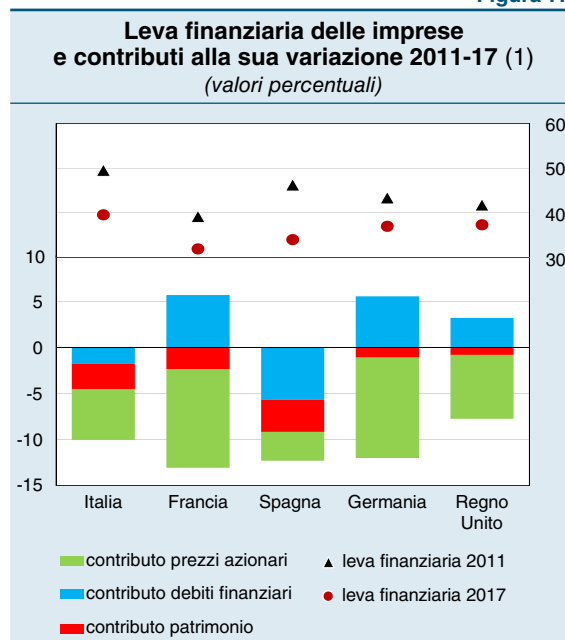


Figura 7.4



40 per cento, dieci punti in meno rispetto al picco del 2011. In questi anni il calo è stato determinato dalla diminuzione del volume dei debiti e, in misura più ampia, dall'apporto di nuove risorse patrimoniali. Il riequilibrio nella composizione delle fonti di finanziamento a favore dei mezzi propri è stato elevato anche nel confronto con i principali paesi europei (fig. 7.4). Per le imprese operanti in Francia, Germania e Regno Unito i debiti finanziari sono aumentati e la riduzione della leva è stata quasi interamente ascrivibile alla crescita dei prezzi azionari.

Tra il 2011 e il 2017 la quota dei debiti bancari sul totale delle passività è scesa per le imprese italiane dal 25 al 19 per cento (tav. 7.3), anche se rimane di circa sei punti percentuali più elevata rispetto alla media dell'area dell'euro.

Tavola 7.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2017	Composizione percentuale		2016	2017
		2016	2017		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	349.310	19,4	19,2	22.979	27.711
Titoli	65.571	3,9	3,6	5.014	-2.446
di cui: pubblici italiani	52.811	3,1	2,9	4.660	1.526
Azioni e partecipazioni	687.560	36,1	37,9	31.550	33.424
Crediti commerciali	584.971	32,6	32,2	-26.716	50.020
Altre attività (2)	128.835	8,1	7,1	11.055	-3.122
Totale attività	1.816.246	100,0	100,0	43.882	105.587
di cui: sull'estero	486.930	28,7	26,8	12.068	8.746
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.246.929	33,7	32,1	-6.344	16.697
Prestiti bancari	726.612	21,1	18,7	-11.283	-34.668
Altri prestiti (3)	354.477	8,7	9,1	7.072	30.252
Titoli	165.839	3,9	4,3	-2.133	21.113
Azioni e partecipazioni	1.904.081	47,8	49,0	38.757	22.070
Debiti commerciali	537.681	13,2	13,8	-18.267	50.618
Altre passività (4)	197.309	5,3	5,1	4.404	4.111
Totale passività	3.885.999	100,0	100,0	18.551	93.496
di cui: sull'estero	671.007	17,1	17,3	12.987	23.508
SALDO	-2.069.753			25.331	12.091

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

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

Il credito. – L'indebitamento delle imprese presso le banche ha ripreso a espandersi a tassi moderati solo nei primi mesi del 2018, circa cinque anni dopo la fine della recessione (tav. 7.4; cfr. il riquadro: *Ripresa economica e credito alle imprese*). L'aumento è riconducibile principalmente all'andamento degli investimenti ed è stato favorito dal mantenimento di condizioni di offerta accomodanti. Le difficoltà di accesso al credito si sono fortemente ridotte dal picco del 2012, ma sono ancora elevate rispetto ai principali paesi dell'area dell'euro, soprattutto per le piccole e medie imprese (fig. 7.5.a).

Tavola 7.4

Credito alle imprese (1)						
(dati di fine periodo; valori percentuali)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Composizione percentuale marzo 2018 (2)
	2014	2015	2016	2017	marzo 2018	
Banche						
Attività economica						
Manifattura	-0,3	1,7	-0,7	2,7	3,1	22,3
Costruzioni	-3,1	-2,9	-5,2	-3,6	-3,1	13,2
Servizi	-2,3	0,2	3,3	1,8	3,9	35,7
Attività immobiliari	-3,2	-1,9	1,0	-3,2	-4,4	11,1
Altro	-2,2	-4,4	-1,8	-0,5	-0,4	9,1
Dimensione						
Imprese piccole (3)	-2,4	-2,3	-2,2	-0,9	-0,9	16,7
Imprese medio-grandi	-2,0	-0,3	0,7	0,5	1,6	74,7
Totale	-2,1	-0,7	0,1	0,3	1,1	91,4
Società finanziarie						
Leasing	-2,8	-3,8	-2,7	-4,0	-3,9	5,6
Factoring	-4,1	4,0	11,0	4,3	0,4	2,2
Altri finanziamenti	-0,4	-8,9	-1,8	16,9	15,4	0,8
Totale	-3,1	-2,7	0,6	-0,2	-1,3	8,6
Banche e società finanziarie						
Totale	-2,3	-0,9	0,2	0,3	0,9	100,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I dati di marzo 2018 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

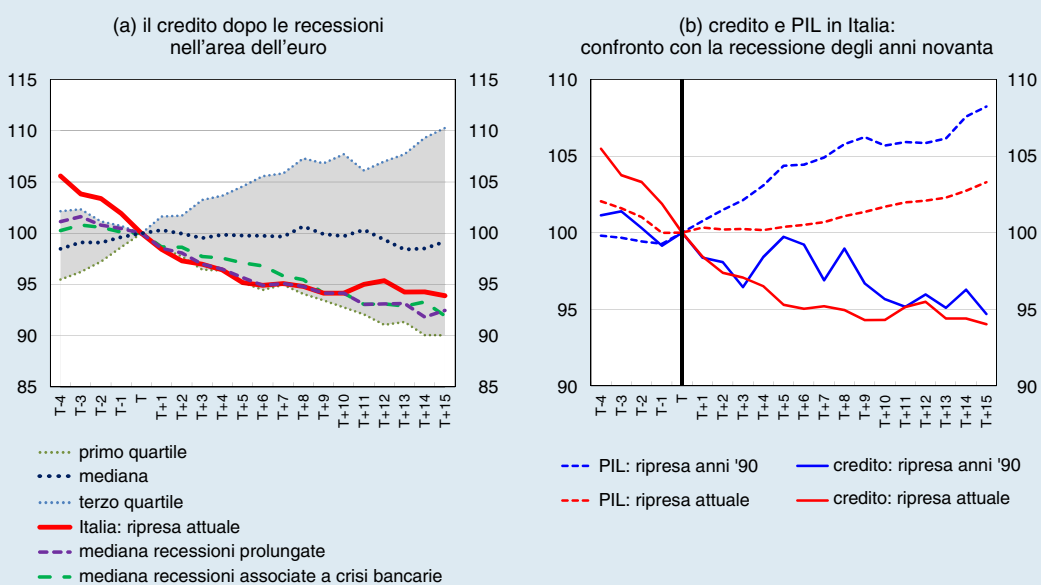
RIPRESA ECONOMICA E CREDITO ALLE IMPRESE

In Italia i prestiti bancari alle società non finanziarie hanno ripreso a crescere a ritmi moderati solo all'inizio di quest'anno, nonostante la ripresa dell'economia sia in atto da circa cinque anni. In termini reali, il loro ammontare è attualmente inferiore dell'8 per cento rispetto al livello osservato al termine della recessione, nel primo trimestre del 2013, mentre il prodotto interno lordo è cresciuto del 5 per cento. Il divario tra l'andamento dell'attività produttiva e quello del credito ha interessato tutte le classi dimensionali di impresa, ma è stato ampio soprattutto per le microimprese. L'evoluzione dei prestiti è stata in linea con la debolezza della domanda, in particolare con il moderato riavvio degli investimenti e l'elevata capacità di autofinanziamento delle imprese. Vi hanno tuttavia contribuito anche vincoli dal lato dell'offerta, rilevanti soprattutto per le imprese di piccola dimensione.

Nel confronto con gli episodi di ripresa economica registrati in 13 paesi dell'area dell'euro tra il 1980 e il 2017 (figura, pannello a), l'andamento dei finanziamenti alle imprese nell'attuale fase ciclica in Italia risulta molto debole¹. Le differenze rispetto agli altri episodi si attenuano tuttavia notevolmente se si restringe l'analisi ai periodi che hanno fatto seguito a recessioni particolarmente prolungate o associate a crisi bancarie. La riduzione dei prestiti in Italia nell'attuale fase ciclica espansiva è stata paragonabile a quella dell'inizio degli anni novanta (figura, pannello b).

Figura

Andamento del credito alle imprese e del PIL in termini reali (1)
(dati trimestrali; numeri indice: T=100)



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

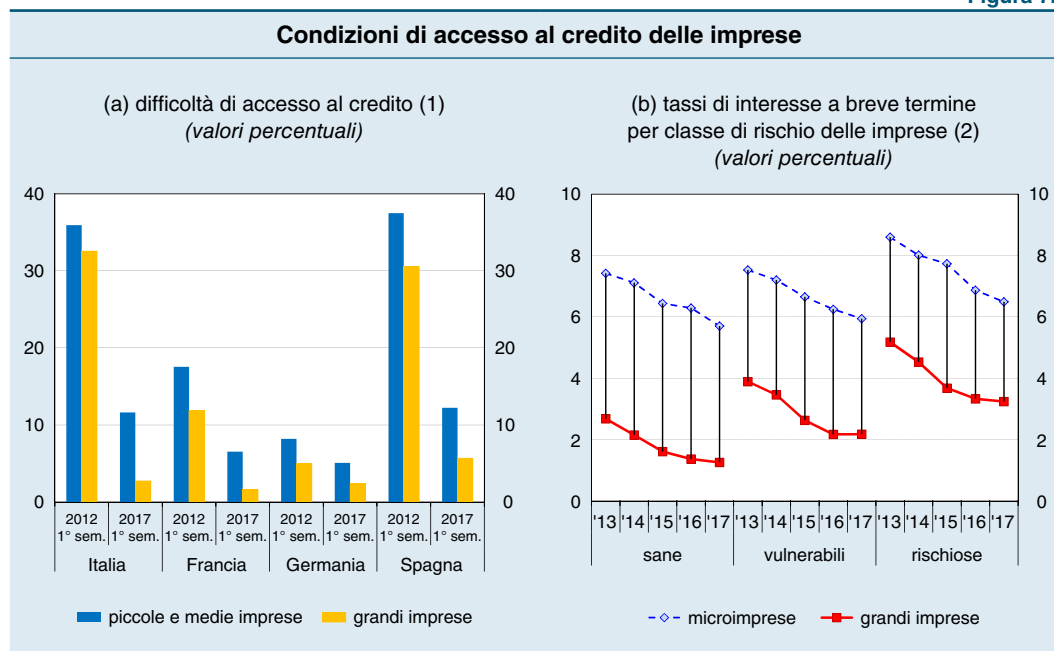
(1) Il trimestre T coincide con quello in cui inizia la ripresa ciclica in ciascuno dei diversi episodi considerati nell'analisi; in Italia, in particolare, T=giugno 2013 per la ripresa attuale e T=dicembre 1993 per la ripresa degli anni novanta. Il campione considerato nel pannello (a) include 81 episodi di ripresa verificatisi in 13 paesi dell'area dell'euro dal 1980 al 2017. Il sottocampione "recessioni prolungate" si riferisce a 31 fasi di ripresa seguite a recessioni in cui il PIL si è ridotto per quattro o più trimestri; i 17 episodi di recessioni associate a crisi bancarie sono stati identificati sulla base dello European Financial Crises Database del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB). Il credito alle imprese è deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo non armonizzato.

¹ G. Eramo, R. Felici, P. Finaldi Russo e F.M. Signoretti, *The slow dynamics of loans to firms in Italy in the current economic recovery*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Si è accentuata l'eterogeneità dell'andamento dei prestiti bancari per classe di rischio delle imprese (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Il credito concesso alle aziende più solide ha accelerato, mentre si è ulteriormente ridotto quello erogato alle imprese rischiose. Nelle classi di rischio intermedie i prestiti hanno ripreso a espandersi per le società di media e grande dimensione, ma hanno continuato a contrarsi per le microimprese e le piccole aziende. Per queste ultime, il cui debito si concentra maggiormente tra le imprese con bilanci più fragili, i prestiti sono diminuiti.

I tassi di interesse bancari praticati alle imprese sono ancora scesi, arrivando al 2,2 per cento nel marzo 2018. Per tutte le classi di rischio il differenziale tra i tassi di interesse applicati alle microimprese e alle società di grande dimensione resta elevato (fig. 7.5.b), superiore di circa un punto percentuale rispetto al periodo precedente la crisi, a conferma delle difficoltà di accesso al credito per le piccole imprese.

Figura 7.5



Fonte: BCE, *Survey on the Access to Finance of Enterprises*; elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved.

(1) Quota di imprese che hanno dichiarato di aver ottenuto meno del 75 per cento dell'ammontare richiesto sul totale delle imprese che hanno domandato credito bancario; 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. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: tassi di interesse a breve termine per classe di rischio delle imprese*.

Canali di finanziamento alternativi al credito. – Nel 2017 l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali è fortemente aumentato. Oltre 220 società e gruppi italiani hanno emesso obbligazioni per più di 46 miliardi, valori superiori a quelli osservati prima della crisi (circa 190 emittenti e 18 miliardi in media nel periodo 2005-07). Sono aumentate anche le società che hanno collocato minibond per la prima volta (oltre 30); tra queste circa la metà è costituita da piccole e medie imprese.

Sul mercato azionario le nuove quotazioni (*initial public offerings*, IPO) di società non finanziarie sono state più numerose che nel periodo pre-crisi (28, rispetto a 20 in media tra il 2005 e il 2007). Circa un terzo delle quotazioni è avvenuto attraverso le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC), veicoli di investimento quotati che si finanziano sul mercato per poi acquisire o incorporare una società non quotata; attraverso le SPAC l'accesso al mercato dei capitali è più rapido e, verosimilmente, meno costoso rispetto alle tradizionali operazioni di IPO.

In prospettiva, il finanziamento delle imprese sul mercato dei capitali potrà beneficiare del credito di imposta previsto dalla legge di bilancio per il 2018 per le piccole e medie imprese che avviano una procedura di ammissione alla quotazione, nonché dello sviluppo dei PIR. Alla fine dello scorso anno i fondi conformi alla normativa sui PIR avevano investito in titoli emessi da imprese italiane circa 7 miliardi, pari al 56 per cento del loro patrimonio; questi investimenti riguardano prevalentemente azioni di società quotate e di dimensione elevata, ma in media inferiore rispetto a quella delle aziende in cui investono gli altri fondi (cfr. il riquadro: *Gli investimenti dei fondi comuni italiani conformi alla normativa sui PIR*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Una maggiore diffusione di investitori specializzati nella valutazione di piccole e medie

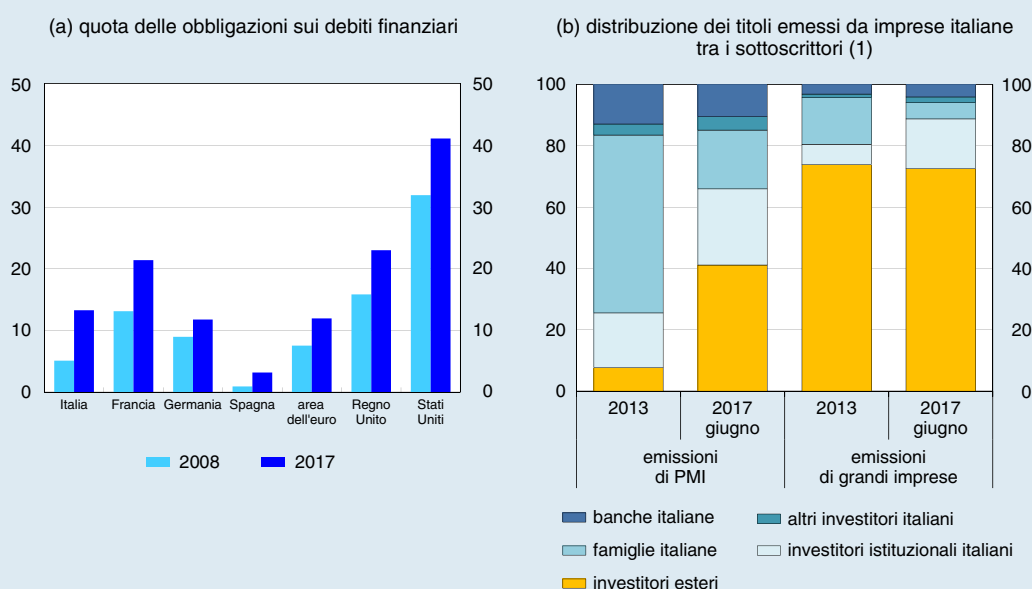
imprese potrebbe favorire la crescita del mercato dei capitali, che rimane ancora di dimensione contenuta nel confronto internazionale (cfr. il riquadro: *Gli investitori istituzionali nel mercato obbligazionario italiano*).

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL MERCATO OBBLIGAZIONARIO ITALIANO

Il ricorso al finanziamento obbligazionario da parte delle imprese italiane è cresciuto notevolmente durante la crisi; dal 2008 al 2017 la quota delle obbligazioni sui debiti finanziari è passata dal 5 al 13 per cento, un valore in linea con quello medio dell'area dell'euro (figura, pannello a). L'utilizzo di questo canale di finanziamento rimane comunque limitato rispetto a quanto si osserva nei paesi con un mercato dei capitali più sviluppato, come la Francia, il Regno Unito o gli Stati Uniti.

Figura

Indicatori del mercato obbligazionario (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, BCE e Federal Reserve.

(1) Dati basati sul valore nominale di oltre 500 titoli rappresentativi di circa la metà del valore complessivo delle obbligazioni di società non finanziarie italiane in circolazione alle date indicate.

Le contenute dimensioni del mercato obbligazionario nel nostro paese dipendono soprattutto dalla leva finanziaria mediamente elevata e dal numero relativamente basso di società quotate e di grande dimensione, caratteristiche che tendono a scoraggiare la sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori¹.

Vi sono fattori di freno allo sviluppo del mercato anche dal lato dell'offerta di fondi. I risultati di un'analisi condotta su un ampio campione di emissioni² indicano

¹ M. Accornero, P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, *First-time corporate bond issuers in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 269, 2015.

² M. Accornero, P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, *Missing investors in the Italian corporate bond market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

che le grandi società collocano oltre il 70 per cento dei titoli presso investitori esteri; per le piccole e medie imprese (PMI), che hanno maggiori difficoltà ad accedere ai mercati esteri, la quota è più bassa di circa 30 punti percentuali (figura, pannello b).

Negli ultimi anni l'interesse degli investitori istituzionali per i titoli obbligazionari di PMI italiane è aumentato. Tra il 2013 e la metà del 2017 le quote detenute da investitori istituzionali esteri e italiani sono cresciute, rispettivamente, dall'8 al 41 per cento e dal 18 al 25 per cento, mentre la quota delle famiglie si è ridotta dal 58 al 19 per cento.

In Italia il ruolo degli investitori istituzionali nazionali tra i sottoscrittori di obbligazioni rimane tuttavia molto più contenuto di quello osservato nelle economie con un peso elevato della finanza di mercato. Gli investitori istituzionali italiani sono inoltre meno orientati di quelli esteri ad acquistare titoli emessi da società più rischiose, a parità di altre caratteristiche degli emittenti.

Questi risultati suggeriscono che lo sviluppo del mercato obbligazionario potrebbe beneficiare di una maggiore presenza di investitori specializzati (come fondi di credito o fondi che rispettano la normativa sui piani individuali di risparmio), in grado di favorire l'avvicinamento al mercato di PMI che non hanno livelli di trasparenza e solidità finanziaria tali da poter accedere ai mercati internazionali.

Secondo dati Invest Europe/EDC gli investimenti in capitale di rischio dei fondi italiani di venture capital (circa 130 milioni) sono raddoppiati rispetto alla media dei quattro anni precedenti, ma sono tuttora limitati nel confronto internazionale. L'apporto di capitale di rischio è una forma di finanziamento adatta a sostenere l'attività e gli investimenti delle nuove imprese, per le quali le rilevanti asimmetrie informative rappresentano un ostacolo all'accesso al finanziamento bancario (cfr. il riquadro: *La struttura finanziaria delle nuove imprese*).

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE NUOVE IMPRESE

Nei primi anni di operatività di un'impresa, spesso caratterizzati da cospicui investimenti e da un volume di ricavi insufficiente a coprire i costi, la disponibilità di risorse finanziarie esterne può rappresentare un fattore cruciale per la crescita aziendale. Il finanziamento delle nuove imprese da parte di soggetti diversi dai soci può tuttavia essere ostacolato da elevate asimmetrie informative connesse principalmente con le difficoltà di valutare la qualità del progetto aziendale, anche per la scarsità di informazioni su attività precedentemente svolte dall'imprenditore.

Un'analisi basata su oltre 360.000 società di capitale nate tra il 2003 e il 2010 mostra che a un anno dalla costituzione esse hanno finanziato in media quasi un terzo dell'attivo con risorse interne (patrimonio e prestiti da soci) e un altro terzo con debiti commerciali¹; i debiti finanziari nei confronti di intermediari e soggetti diversi dai soci hanno contribuito per quasi un quinto (tavola). Circa metà delle imprese del

¹ E. Bonaccorsi di Patti e V. Nigro, *The financial structure of start-ups in good and bad times*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

campione ha fatto ricorso ai debiti bancari, che hanno rappresentato in media il 16 per cento dell'attivo. Il peso dei debiti bancari cresce all'aumentare della dimensione iniziale delle imprese.

Tavola

Struttura finanziaria delle imprese a un anno di età in rapporto al totale attivo (1)
(valori percentuali)

	Classi dimensionali di attivo				Totale imprese	Quota di imprese con importo positivo
	1° quarto	2° quarto	3° quarto	4° quarto		
Patrimonio netto	22,2	15,4	11,0	10,3	14,5	85,5
Debiti verso soci	14,8	13,8	14,4	13,9	14,2	41,0
Debiti finanziari esterni	10,3	15,3	21,0	30,7	19,7	54,8
Debiti verso banche	7,2	11,9	17,4	26,4	16,1	47,7
Debiti verso altri finanziatori	2,8	2,9	2,8	2,5	2,8	12,0
Obbligazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Altri debiti finanziari (2)	0,4	0,5	0,8	1,8	0,9	3,7
Debiti commerciali	27,1	33,2	34,8	29,3	31,2	90,7
Altri debiti (3)	12,7	12,6	11,5	11,0	11,9	72,4

Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

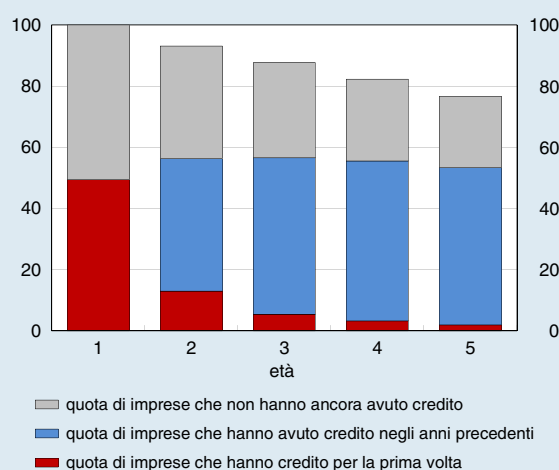
(1) Dati riferiti a 364.149 società di capitale iscritte nel periodo 2003-10 a un anno di età e con attivo inferiore a 10 milioni di euro; le classi di attivo sono definite dai quartili della distribuzione dell'attivo di bilancio (minore di 62.000 euro, tra 62.000 e 175.000 euro, tra 175.000 e 479.000 euro, maggiore di 479.000 euro). – (2) Includono i prestiti infragruppo, le cambiali finanziarie non bancarie e altri debiti finanziari minori. – (3) Includono i debiti commerciali con scadenza oltre l'esercizio successivo, i debiti verso i dipendenti e altri debiti non finanziari a breve termine.

In ciascun anno di età successivo al primo, la quota di aziende che accede ai prestiti bancari per la prima volta aumenta in maniera molto graduale (figura); al quinto anno di età il 70 per cento delle nuove società ancora presenti nel campione vi ha fatto ricorso almeno una volta.

Analisi econometriche mostrano che, a parità di numerose caratteristiche aziendali (ad esempio, settore di attività economica, localizzazione geografica, dimensione iniziale), la probabilità che un'impresa si avvalga di un prestito bancario già entro il primo anno di vita è correlata positivamente con la disponibilità sia di immobilizzazioni materiali, frequentemente utilizzate

Figura

Ricorso al credito bancario per età (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved e Centrale dei rischi. Campione di imprese costituite negli anni 2003-08.

(1) L'asse orizzontale riporta l'età dell'impresa in anni. Le imprese hanno ricevuto prestiti se hanno debiti bancari in bilancio oppure credito (accordato o utilizzato) nella Centrale dei rischi. Per ogni anno di età la quota di imprese in ciascuna categoria è calcolata in rapporto al numero totale di aziende osservate all'età di un anno; negli anni successivi al primo il rapporto è inferiore a 100 per l'uscita dal campione delle imprese.

come garanzia, sia di attività immateriali, come brevetti o marchi, che riflettono la capacità di innovazione delle imprese.

Per le imprese costituite tra il 2008 e il 2010, il ricorso al finanziamento esterno è significativamente diminuito rispetto a quello delle aziende avviate nel periodo precedente la crisi. A parità di caratteristiche osservate, si è ridotta sia la probabilità di avvalersi di finanziamenti esterni entro il primo anno di attività sia la quota di attivo finanziata da questi prestiti, rispettivamente di sei e quattro punti percentuali. Il divario è riconducibile principalmente alla diminuzione dei prestiti bancari e si mantiene invariato nei successivi cinque anni di attività.

8. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2017 l'occupazione ha continuato a espandersi in tutti i principali settori economici, in sintonia con la ripresa ciclica. Restano però ampi margini di forza lavoro inutilizzata: le ore lavorate per addetto sono ancora inferiori di circa il 5 per cento ai livelli pre-crisi; oltre il 60 per cento dei lavoratori part-time avrebbe preferito un impiego a tempo pieno (erano circa il 40 per cento del totale nel 2008).

Come negli anni precedenti, sono diminuiti i lavoratori indipendenti e cresciuti quelli alle dipendenze: nell'ultimo triennio, gli autonomi (che includono gli impieghi parasubordinati) si sono ridotti di circa 160.000 unità mentre i dipendenti sono aumentati di oltre 900.000, di cui 460.000 a tempo indeterminato e 440.000 a termine. Nel 2017 la crescita del lavoro subordinato è stata interamente riconducibile ai rapporti a tempo determinato. L'occupazione permanente ha risentito lo scorso anno del venire meno degli sgravi contributivi concessi sulle nuove assunzioni nel biennio 2015-16 e, nei mesi finali dell'anno, della scelta delle imprese di attendere i nuovi sgravi previsti dal 2018 per le assunzioni di lavoratori giovani.

È proseguito l'incremento del tasso di attività, soprattutto tra i più anziani; l'offerta di lavoro si è invece ridotta tra i più giovani, riflettendo una maggiore partecipazione al sistema educativo. Il tasso di disoccupazione è solo lievemente diminuito, restando su valori storicamente elevati; quello giovanile è sceso più marcatamente, sebbene permanga su un livello tre volte superiore rispetto alla media della popolazione.

Nel 2017 l'aumento delle retribuzioni contrattuali è stato modesto, come l'anno precedente. Dai contratti siglati nella seconda parte dell'anno e nei primi mesi del 2018 sono emersi segnali di rafforzamento della dinamica salariale, determinati da un più stretto ancoraggio all'andamento previsto dei prezzi e da un aumento delle aspettative di inflazione delle imprese rispetto all'anno prima.

L'occupazione e le ore lavorate

Nel 2017 il numero di occupati è cresciuto dell'1,1 per cento, in lieve rallentamento rispetto all'anno precedente (tav. 8.1). L'espansione osservata nel triennio 2015-17, pari nel complesso al 3,1 per cento, è stata in linea con quella del PIL: i numerosi provvedimenti che, a partire dal 2014, hanno ridotto gli elementi monetari e non monetari del costo del lavoro hanno contribuito ad accrescere l'elasticità dell'occupazione totale al prodotto; quest'ultima è attualmente prossima a quella stimata per altri maggiori paesi dell'area dell'euro come la Francia, ma molto più contenuta che in Spagna¹.

¹ G. Bovini e E. Viviano, *The Italian "employment-rich" recovery: a closer look*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Tavola 8.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (variazioni percentuali annuali)								
SETTORI E POSIZIONI PROFESSIONALI	Occupati				Ore lavorate			
	2008-14	2014-15	2015-16	2016-17	2008-14	2014-15	2015-16	2016-17
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-1,3	1,0	3,1	-0,8	-1,6	1,2	2,5	-1,7
Industria in senso stretto	-2,5	-0,8	0,7	0,7	-3,6	0,0	1,7	1,5
di cui: attività manifatturiere	-2,7	-0,9	0,6	0,7	-3,8	-0,1	1,6	1,6
Costruzioni	-3,6	-1,2	-3,1	0,3	-4,9	-0,7	-2,4	1,5
Servizi	0,1	1,1	1,8	1,4	-0,6	1,0	2,0	1,1
di cui: prevalentemente pubblici (1)	-0,3	0,6	1,1	0,9	-0,5	0,3	1,0	0,9
Totale	-0,7	0,7	1,3	1,1	-1,5	0,7	1,7	1,0
Dipendenti	-0,6	1,1	2,0	2,1	-1,5	1,3	2,4	2,2
Indipendenti	-0,9	-0,5	-0,5	-1,9	-1,6	-0,6	0,2	-1,5

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

L'espansione dell'occupazione ha interessato tutti i settori al di fuori dell'agricoltura, estendendosi anche alle costruzioni per la prima volta dal 2008. Come negli anni passati la crescita è stata più marcata nei servizi privati, in particolare in quelli alberghieri e di ristorazione, nei trasporti e nel commercio, con un ulteriore spostamento della domanda di lavoro verso attività a più basso livello di competenze (cfr. il riquadro: *Le variazioni della struttura dell'occupazione in Italia negli ultimi dieci anni*).

LE VARIAZIONI DELLA STRUTTURA DELL'OCCUPAZIONE IN ITALIA NEGLI ULTIMI DIECI ANNI

Secondo l'OCSE tra il 1995 e il 2015 la struttura dell'occupazione italiana è profondamente mutata: ordinando le professioni per livello di qualifica, si è ridotta di 9,3 punti percentuali la quota delle qualifiche intermedie, mentre sono aumentate le quote di quelle basse e alte, di 4,6 e di 4,8 punti rispettivamente¹.

In altri paesi avanzati questo fenomeno, noto come polarizzazione del mercato del lavoro, è stato attribuito alla diffusione delle tecnologie della comunicazione e dell'automazione². Queste tecnologie – riducendo il fabbisogno di lavoro nelle attività routinarie, ma risultando a esso complementari in quelle ad alto contenuto analitico e in quelle manuali – avrebbero determinato un aumento della domanda di lavoro ad alta e bassa qualifica, innalzandone il peso sul totale dell'occupazione e il livello relativo del salario, a discapito delle professioni intermedie.

Nel caso dell'Italia non sembra però esservi stata una tendenza univoca alla polarizzazione attribuibile all'evoluzione tecnologica. Le variazioni della struttura

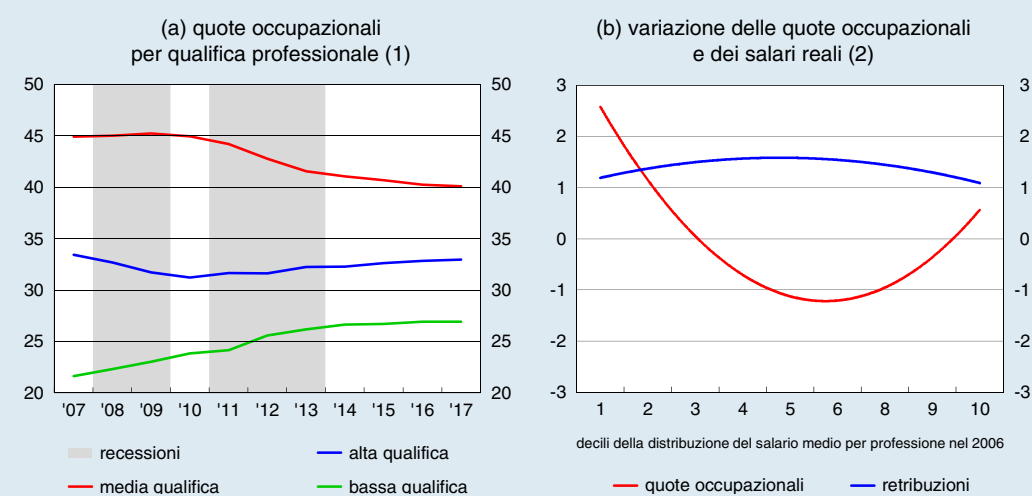
¹ OCSE, *OECD Employment Outlook 2017*, 2017. Le professioni a bassa qualifica riguardano lavoratori non qualificati nei servizi e altre occupazioni elementari, quelle a media qualifica riguardano operai specializzati nell'industria e nelle costruzioni, assemblatori e impiegati nei servizi e quelle ad alta qualifica professionisti, imprenditori e manager, professioni tecnico-specialistiche.

² M. Goos, A. Manning e A. Salomons, *Explaining job polarization: routine-biased technological change and offshoring*, "American Economic Review", 104, 8, 2014, pp. 2509-2526; OCSE, 2017, op. cit.

dell'occupazione nell'ultimo ventennio non sono infatti intervenute in maniera continuativa nel tempo, come ci si sarebbe potuto attendere se a determinarle fosse stato solo il continuo diffondersi delle nuove tecnologie, la cui adozione del resto rimane nel nostro paese ancora piuttosto circoscritta (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Fino alla metà degli anni duemila la crescita dell'occupazione ha riguardato prevalentemente le attività a più alta retribuzione e con maggiore contenuto analitico³. Tra il 2007 e il 2017 è invece aumentata di 5,3 punti percentuali la quota delle professioni meno qualificate, a fronte di una riduzione di 4,8 e 0,5 punti percentuali per quelle a media e alta qualifica, rispettivamente (figura, pannello a)⁴.

Figura

Evoluzione della struttura occupazionale in Italia nell'ultimo decennio
(punti percentuali)



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

(1) Quote occupazionali per tre gruppi di qualifiche professionali secondo la definizione OCSE riportata nella nota 1. – (2) Interpolazione quadratica delle variazioni delle quote occupazionali, tra il 2007 e il 2017, e delle variazioni percentuali annualizzate dei salari reali medi orari, tra il 2009 e il 2017, per decile della distribuzione del salario medio per qualifica professionale. Il salario medio orario per qualifica è calcolato sulla base della *Rilevazione sulla struttura delle retribuzioni* dell'Istat del 2006; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: Rilevazione sulla struttura delle retribuzioni.

L'andamento dei salari relativi in Italia non ha inoltre rispecchiato quello delle quote occupazionali, come invece è avvenuto per esempio negli Stati Uniti, dove la diffusione delle tecnologie avanzate ha aumentato non solo la domanda ma anche i salari per le qualifiche ai due estremi della distribuzione delle retribuzioni. Ordinando le professioni per livello salariale medio, si evince che negli ultimi otto anni i salari medi reali italiani sono variati in maniera piuttosto omogenea tra tutte le classi occupazionali, incluse quelle dove sono concentrati i lavoratori con compiti prevalentemente routinari, gli stessi che hanno visto ridurre il proprio peso sul totale dell'occupazione (figura, pannello b).

³ E. Olivieri, *Il cambiamento delle opportunità lavorative*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 117, 2012.

⁴ G. Basso, *The evolution of occupational structure in Italy in the last decade*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

L'evoluzione dell'occupazione e dei salari per qualifica potrebbe quindi dipendere dall'interazione tra molti fattori di domanda, non solo quelli indotti dal cambiamento tecnologico, e di offerta. L'espansione della quota occupazionale nelle fasce di lavoro meno qualificato, in assenza di significative variazioni dei salari relativi, è coerente con l'aumento dell'offerta di lavoratori immigrati⁵ e con un tendenziale spostamento della domanda dei consumatori verso i servizi a più basso valore, accentuatosi con la crisi economica. Specularmente, le qualifiche intermedie potrebbero aver risentito della forte contrazione dell'attività nelle costruzioni e in alcuni settori della manifattura dove sono concentrate in prevalenza, con una ricomposizione dell'occupazione nei singoli comparti verso le imprese più produttive⁶; l'aumento dei salari riflette sia tale ricomposizione sia quanto previsto dalla contrattazione collettiva nazionale. A fronte di una crescita limitata della domanda di lavoro nella parte alta della distribuzione, il trend comunque positivo nel numero di laureati avrebbe contrastato il calo dell'occupazione tra le professioni con qualifiche più elevate⁷.

⁵ In coerenza con quanto osservato anche negli Stati Uniti, cfr. G. Basso, G. Peri e A. Rahman, *Computerization and immigration: theory and evidence from the United States*, NBER Working Paper, 23935, 2017.

⁶ M. Bugamelli, S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello, *Back on track? A macro-micro narrative of Italian exports*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 399, 2017, pubblicato anche in "Italian Economic Journal", 4, 1, 2018, pp. 1-31; M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018.

⁷ R. Ballatore, F. Colonna, D. Depalo e S. Pereda-Fernández, *Educational mismatch in Italy: an appraisal*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Premangono tuttavia ampi margini di capacità lavorativa inutilizzata: le ore lavorate per addetto, in recupero nella manifattura, hanno ristagnato nel complesso del settore privato, restando ancora di oltre cinque punti percentuali al di sotto del livello pre-crisi. Nel 2017 la quota di lavoratori part-time che avrebbe preferito un impiego a tempo pieno è solo lievemente diminuita (-1,6 punti percentuali, al 61,0 per cento del totale di coloro che hanno un impiego a tempo parziale) e si colloca ancora 20 punti sopra il livello del 2008.

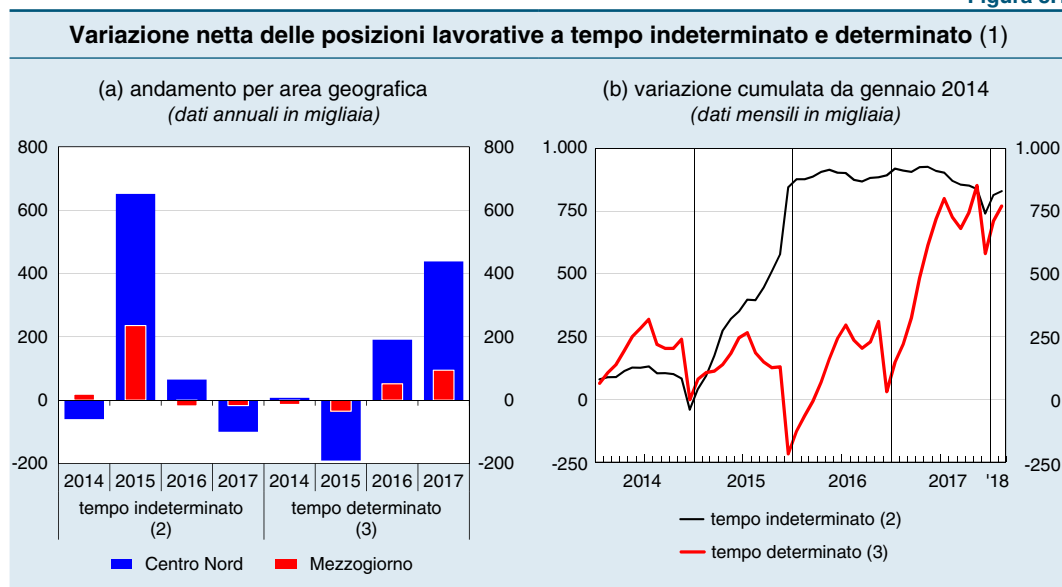
Nel 2017 sono proseguiti, più intensamente che negli anni passati, la riduzione del numero dei lavoratori autonomi (-1,9 per cento) e l'aumento dell'occupazione alle dipendenze. Quest'ultimo è stato interamente trainato dalla componente a tempo determinato, cresciuta del 12,3 per cento, a fronte della sostanziale stabilità di quella a tempo indeterminato. Nel 2017 la quota di lavoratori a termine sul totale degli occupati alle dipendenze è aumentata di 1,4 punti percentuali, raggiungendo il 15,5 per cento, il valore più elevato dall'inizio della serie storica, ma ancora leggermente inferiore a quello medio dell'area dell'euro (16,0 per cento).

L'andamento delle diverse componenti dell'occupazione negli ultimi anni ha riflesso anche l'azione del legislatore. La L. 92/2012 (riforma Fornero) e la legge delega 183/2014 (Jobs Act) hanno limitato il ricorso a forme di lavoro autonomo con caratteristiche di parasubordinazione (ad es. i lavoratori a progetto). Ne è risultata una ricomposizione consistente verso il lavoro subordinato: secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* nell'ultimo triennio il numero di lavoratori autonomi è diminuito di circa 160.000 persone, soprattutto tra i collaboratori e i lavoratori in proprio; quello dei dipendenti è aumentato di 900.000 unità.

Nel periodo 2015-17 lo spostamento verso il lavoro alle dipendenze, cresciuto di 440.000 unità nella componente a termine e di 460.000 in quella permanente, ha visto prevalere l'una o l'altra forma in funzione di diversi interventi legislativi che ne hanno variato la convenienza relativa.

Da un lato, con il DL 34/2014 convertito dalla L. 78/2014 (decreto Poletti, cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2013) è stato semplificato e liberalizzato l'utilizzo del lavoro temporaneo. Dall'altro, a partire dal 2015, varie politiche hanno favorito il ricorso al lavoro permanente. La nuova disciplina dei licenziamenti nelle imprese con più di 15 dipendenti introdotta dal Jobs Act (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2014) ha incentivato i datori di lavoro ad assumere lavoratori a tempo indeterminato, inclusi quelli senza una precedente esperienza svolta presso l'impresa². Nel biennio 2015-16 sono stati soprattutto gli sgravi contributivi generalizzati – concessi a tutte le imprese nel 2015 e, per importi minori, nel 2016 – a sostenere significativamente le assunzioni a tempo indeterminato. Nel 2017, con la riduzione della durata degli sgravi e il restringimento della platea dei soggetti interessati ai giovani e agli occupati nel Mezzogiorno, si è assistito alla marcata ricomposizione delle assunzioni a favore di forme contrattuali temporanee, più intensa nelle regioni centro settentrionali (fig. 8.1.a). Verso la fine dell'anno a questo andamento ha contribuito anche la scelta delle aziende di rinviare parte delle assunzioni a tempo indeterminato all'inizio del 2018, così da beneficiare dei nuovi sgravi di maggiore durata previsti dalla legge di bilancio per i neoassunti di età non superiore ai 35 anni; l'aumento del numero di assunzioni permanenti (al netto delle cessazioni) osservato nei primi mesi dell'anno in corso ha poi compensato il calo dell'ultima parte del 2017 (fig. 8.1.b).

Figura 8.1



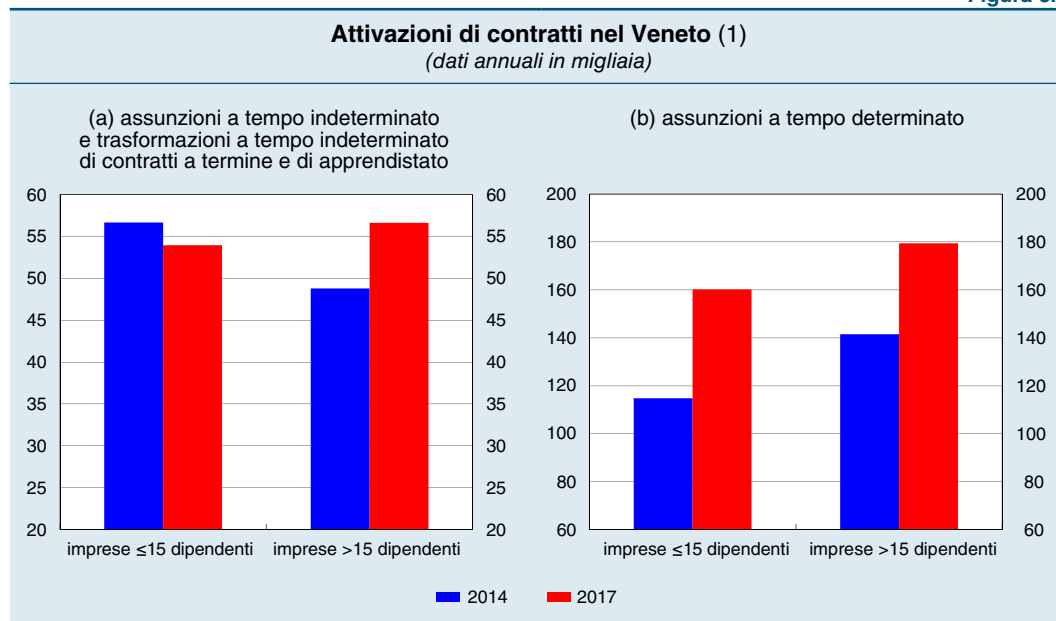
Fonte: elaborazioni su dati INPS: Osservatorio sul precariato; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro*: Osservatorio sul precariato.

(1) I dati fanno riferimento alle posizioni lavorative nel settore privato non agricolo. – (2) La variazione netta dei contratti a tempo indeterminato è calcolata come la somma delle attivazioni di nuovi rapporti e delle trasformazioni di contratti temporanei e di apprendistato già in essere, al netto delle cessazioni. – (3) La variazione netta dei contratti a tempo determinato è calcolata come la differenza tra le attivazioni e le cessazioni; queste ultime includono anche i rapporti di lavoro temporanei trasformati in permanenti.

² P. Sestito e E. Viviano, *Firing costs and firm hiring: evidence from an Italian reform*, "Economic Policy", 33, 93, 2018, pp. 101-130.

In assenza di sgravi generalizzati nel 2017, i dati relativi al Veneto, unica Regione per la quale si dispone di informazioni dettagliate, indicano che il flusso di nuove assunzioni a tempo indeterminato e di trasformazioni di contratti temporanei in permanenti nelle imprese con più di 15 dipendenti ha superato quello registrato nelle imprese più piccole, non interessate dal Jobs Act; si tratta di un andamento opposto a quello osservato quando la nuova disciplina sui licenziamenti non era ancora in vigore, nel 2014 (fig. 8.2.a). Il lavoro temporaneo invece è significativamente cresciuto in tutte le classi dimensionali, ma proporzionalmente di più nelle imprese con meno di 15 dipendenti (fig. 8.2.b)³.

Figura 8.2



Fonte: elaborazioni su dati delle comunicazioni obbligatorie di Veneto Lavoro; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Sistema informativo lavoro Veneto (SILV)*.

(1) I dati fanno riferimento alle imprese localizzate in Veneto del settore privato con l'esclusione degli operai agricoli e dei lavoratori domestici.

L'occupazione permanente risulta rallentata anche da fattori demografici. In particolare si stima che il calo dell'incidenza sulla popolazione delle persone nella fascia di età tra i 35 e i 44 anni, tra le quali si concentra il flusso di nuove assunzioni a tempo indeterminato, abbia comportato una riduzione del numero di occupati con contratti permanenti di oltre l'1 per cento tra il 2015 e il 2017⁴.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nel 2017 la crescita del numero di occupati ha consentito un nuovo calo del tasso di disoccupazione, collocatosi all'11,2 per cento nel complesso della popolazione (circa 2,9 milioni di persone) e al 34,7 per cento tra i giovani fino a 24 anni (tav. 8.2). Rimane tuttavia ancora ampio il divario rispetto ai livelli pre-crisi per tutte le fasce di età e le

³ G. Bovini e E. Viviano, di prossima pubblicazione, op. cit.

⁴ G. Bovini e E. Viviano, di prossima pubblicazione, op. cit.

Tavola 8.2

Tassi di attività, occupazione e disoccupazione nel 2017 (valori percentuali)								
VOCI	Età 15-24		Età 25-54		Età 55-64		Totale (1)	
	livello (2)	variazioni 2016-17 (3)	livello (2)	variazioni 2016-17 (3)	livello (2)	variazioni 2016-17 (3)	livello (2)	variazioni 2016-17 (3)
Tasso di attività	26,2	-0,4	77,9	0,4	55,4	2,0	65,4	0,5
maschi	30,0	-0,3	88,5	0,2	67,0	1,2	75,0	0,2
femmine	22,1	-0,6	67,3	0,5	44,5	2,8	55,9	0,7
Tasso di occupazione	17,1	0,5	69,4	0,6	52,2	1,9	58,0	0,7
maschi	20,1	0,9	79,9	0,5	62,8	1,2	67,1	0,6
femmine	13,9	0,1	59,0	0,6	42,3	2,6	48,9	0,8
Tasso di disoccupazione	34,7	-3,0	10,9	-0,3	5,8	0,0	11,2	-0,5
maschi	33,0	-3,5	9,7	-0,4	6,3	-0,1	10,3	-0,6
femmine	37,3	-2,3	12,3	-0,1	5,0	0,3	12,4	-0,4

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

aree geografiche: è maggiore tra i giovani (21,2 nel 2008) e nel Mezzogiorno, dove la disoccupazione si è attestata al 19,4 per cento (12,0 nel 2008).

In base ai dati dell'INPS quasi 1,2 milioni di persone (circa la metà degli individui privi di impiego a seguito di licenziamento o scadenza di un contratto) hanno ricevuto nel 2017 il sussidio di disoccupazione nelle forme previste dal D.lgs. 22/2015 (in attuazione del Jobs Act), che ha notevolmente ampliato la platea dei possibili beneficiari (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'indennità di disoccupazione in Italia*).

L'EVOLUZIONE DELL'INDENNITÀ DI DISOCCUPAZIONE IN ITALIA

Dal 2012 il sistema italiano di sostegno al reddito per chi perde un lavoro è stato profondamente ridisegnato con l'obiettivo di accrescerne l'universalità, rafforzare il legame tra diritti garantiti e pregressa storia lavorativa e contributiva dei beneficiari e condizionare la percezione del sussidio all'attiva ricerca di un nuovo lavoro.

La L. 92/2012 (riforma Fornero) ha introdotto l'assicurazione sociale per l'impiego (ASpI), in sostituzione dell'indennità di disoccupazione ordinaria non agricola. Per una maggiore tutela delle persone con esperienze lavorative più brevi, la stessa legge ha previsto una mini-ASpI con accesso indipendente dall'anzianità assicurativa, a differenza della precedente indennità a requisiti ridotti. La legge ha inoltre abolito la più generosa indennità di mobilità¹, riservata solo a talune categorie di lavoratori.

In un'ottica di ulteriore razionalizzazione e semplificazione, il D.lgs. 22/2015, in attuazione del Jobs Act, ha unificato i due schemi nella nuova assicurazione sociale per l'impiego (NASpI). Il requisito dell'anzianità assicurativa (nel 2012 lasciato immutato

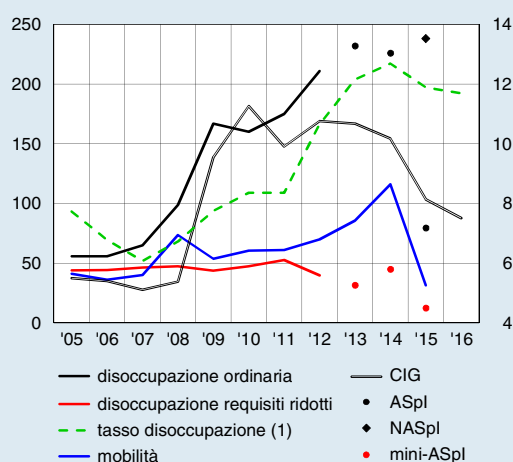
¹ Il previsto regime transitorio ha consentito la ricezione dell'indennità di mobilità fino al 31 dicembre 2016.

a due anni per l'ASpI) è stato eliminato; quello contributivo minimo è stato ridotto a 13 settimane negli ultimi quattro anni, di cui almeno 30 giorni riferiti all'ultimo anno; la durata potenziale del sussidio è ora commisurata alla lunghezza del periodo in cui si sono versati contributi nei quattro anni precedenti, fino a un massimo di 24 mesi², ma con importi progressivamente decrescenti, del 3 per cento per ogni mese a partire dal quarto. Per rafforzare il principio di condizionalità del diritto al sussidio alla disponibilità a lavorare e ad accettare un'offerta congrua, la legge ha inoltre istituito l'Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL).

Oltre all'andamento dell'economia, che ha naturalmente influito sull'evoluzione del numero di soggetti beneficiari di sussidi di disoccupazione e sulla relativa spesa (pari nel 2016 allo 0,7 per cento del PIL; figura A), i nuovi istituti hanno innalzato la capacità del sistema di sostenere redditualmente chi perde il lavoro. Nostre stime³ evidenziano un aumento di 25 punti percentuali della quota di coloro che, perdendo un lavoro a causa di licenziamento o per scadenza di contratto, possono accedere a misure di sostegno al reddito (dal 61 all'86 per cento). L'incremento è quasi integralmente attribuibile alla riforma Fornero e soprattutto all'introduzione della mini-ASpI i cui trattamenti, di durata piuttosto contenuta, sono stati poi rafforzati

Figura A

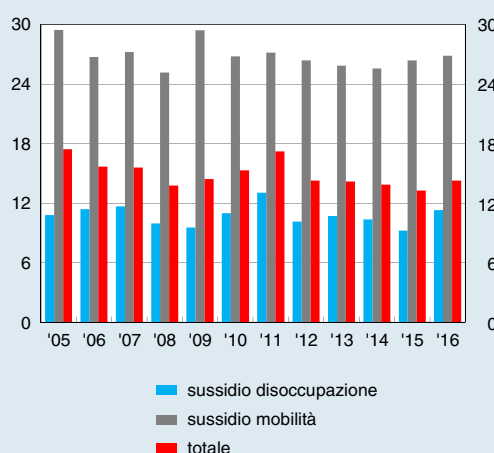
**Ammortizzatori sociali
e tasso di disoccupazione**
(milioni di giorni e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati INPS, *Osservatorio sulle ore autorizzate di Cassa Integrazione Guadagni* e campioni di lavoratori dipendenti e Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Cassa integrazione guadagni* e nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Scala di destra.

Figura B

**Sussidiati non disponibili
al lavoro (1)**
(quote percentuali sul totale dei sussidiati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Per la definizione di individuo non disponibile a lavorare cfr. la nota 5.

² L'ASpI prevedeva invece una durata calibrata in base all'età del disoccupato che nel 2015 era così ripartita: 10 mesi fino a 50 anni, 12 tra 51 e 54 anni e 16 oltre 54 anni.

³ F. Giorgi, *La recente evoluzione dell'indennità di disoccupazione in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

con la NASpI⁴. Ne hanno tratto vantaggio soprattutto i dipendenti con esperienze lavorative più brevi e frammentate: apprendisti, donne, giovani, addetti del settore dei servizi e nelle piccole e medie imprese.

Nonostante il rafforzamento da parte del legislatore del principio di condizionalità, rimane sostanzialmente immutata nel tempo l'incidenza, tra tutti i percettori di un sussidio, di coloro che non sono in realtà disponibili a lavorare⁵ (figura B); si stima che la spesa relativa a questi soggetti ammonti a circa il 15 per cento del totale. Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* il loro peso è minore tra quanti percepiscono un sussidio di disoccupazione (11 per cento) rispetto a chi invece beneficiava ancora dell'indennità di mobilità (27 per cento); il minore attaccamento al mercato del lavoro di questi ultimi potrebbe riflettere l'età più avanzata (di 11 anni nei valori mediani nel 2016) e una maggiore durata media della disoccupazione (21 mesi contro 4).

A mantenere elevato il numero di questi “percettori inattivi” influisce presumibilmente anche la difficoltà di approntare efficaci politiche di attivazione dei lavoratori, tradizionalmente assenti nel contesto italiano: soltanto il 17 gennaio scorso l'ANPAL e le Regioni, in capo alle quali sono rimaste le competenze legislative in materia, hanno siglato alcune convenzioni per migliorare il coordinamento nella gestione delle politiche attive del lavoro⁶.

⁴ La possibilità di accedere alle misure di sostegno al reddito non comporta necessariamente che queste vengano effettivamente percepite. Una mancata richiesta del trattamento può discendere da vari motivi: l'importo del trattamento è ritenuto irrisorio; l'aspettativa di ritrovare in breve tempo un nuovo impiego è alta rispetto ai costi burocratici che il disoccupato deve sostenere per ottenere il sussidio; non si è al corrente dell'esistenza di misure di supporto alla disoccupazione. Tali elementi non risultano essere mutati significativamente nel tempo a seguito delle riforme realizzate.

⁵ Individui che nella *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat dichiarano di non avere effettuato un'azione di ricerca di lavoro nell'ultimo mese e di non essere disponibili a iniziare un nuovo lavoro entro 15 giorni.

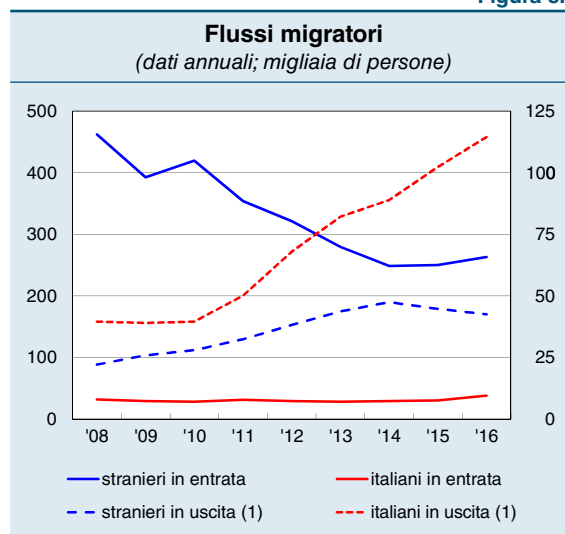
⁶ Anche il processo di transizione delle competenze ai centri per l'impiego dalle Province alle Regioni è stato completato solo alla fine dello scorso anno (L. 205/2017).

La contrazione del tasso di disoccupazione è stata accompagnata da un'ulteriore espansione dell'offerta di lavoro complessiva: nel 2017 il tasso di attività è salito al 65,4 per cento, il valore più elevato dall'inizio della serie storica. La dinamica positiva della partecipazione, pari nel complesso a circa 160.000 unità, ha riflesso sia gli effetti dell'innalzamento dell'età pensionabile per gli individui con più di 55 anni (cfr. il riquadro: *Allungamento della vita lavorativa e mercato del lavoro* del capitolo 8 nella *Relazione annuale* sul 2016), sia la riduzione, legata alla fase ciclica favorevole, del numero di coloro che dichiarano di non cercare lavoro poiché ritengono di non riuscire a trovarne uno (i cosiddetti scoraggiati). È diminuita invece la partecipazione al mercato del lavoro da parte dei più giovani, soprattutto per effetto di una maggiore adesione a programmi scolastici: il numero degli immatricolati all'università nell'anno accademico 2016-17 è aumentato del 4,5 per cento, in ripresa rispetto alla flessione evidenziata nei precedenti anni di crisi⁵.

⁵ I. De Angelis, V. Mariani, F. Modena e P. Montanaro, *Immatricolazioni, percorsi accademici e mobilità degli studenti italiani*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 354, 2016.

L'evoluzione della forza lavoro è influenzata anche dai flussi migratori, dato l'elevato tasso di partecipazione degli individui coinvolti. Dall'avvio della crisi nel 2008 l'immigrazione netta, sebbene ancora positiva, è diminuita sia per la riduzione degli arrivi dall'estero, sia per il raddoppio dei flussi in uscita (fig. 8.3). L'incremento di questi ultimi si è interrotto nel 2015 tra gli stranieri, anche a seguito del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro; il numero degli italiani che lasciano il Paese, mediamente più istruiti del resto della popolazione, ha invece continuato ad aumentare a ritmi sostenuti (erano circa 115.000 nel 2016, ultimo dato disponibile, quasi il triplo rispetto al livello pre-crisi), risentendo presumibilmente anche dell'ampio disallineamento tra i loro livelli di istruzione e le competenze richieste dalle imprese (cfr. il riquadro: *Disallineamento tra domanda di lavoro e livello di istruzione*).

Figura 8.3



DISALLINEAMENTO TRA DOMANDA DI LAVORO E LIVELLO DI ISTRUZIONE

Secondo molti osservatori¹ la dinamica della produttività dell'Italia risulterebbe indebolita non solo dal basso livello delle competenze possedute dagli adulti, come evidenziato nell'indagine *Programme for the International Assessment of Adult Competencies* (PIAAC)², ma anche dal loro disallineamento (*skill mismatch*) rispetto a quelle richieste dalle imprese. La dimensione assoluta e l'evoluzione nel tempo di tale divario è però di difficile valutazione a causa della ridotta dimensione campionaria e della scarsa profondità temporale delle indagini disponibili per misurare le diverse competenze degli adulti (ad es. quelle linguistiche, matematiche o attitudinali).

Approssimando invece il livello di queste ultime con il più elevato titolo di studio conseguito (ad es. diploma di scuola secondaria superiore, laurea, ecc.) un recente lavoro³ ha utilizzato i dati Eurostat sul reddito e le condizioni di

¹ OCSE, *Getting Skills Right: Italy*, 2017; S. Flisi, V. Goglio, E. Meroni, M. Rodrigues e E. Vera-Toscano, *Occupational mismatch in Europe: understanding overeducation and overskilling for policy making*, Commissione europea, 2017.

² L'indagine PIAAC, condotta dall'OCSE in oltre 40 paesi nel mondo, valuta le competenze cognitive (linguistiche, matematiche e di capacità di risoluzione di problemi complessi) degli adulti di età compresa tra i 16 e i 65 anni. I risultati relegano l'Italia all'ultimo posto per le competenze linguistiche e al penultimo per quelle matematiche tra i 23 paesi dell'OCSE partecipanti al sondaggio condotto tra il 2011 e il 2012.

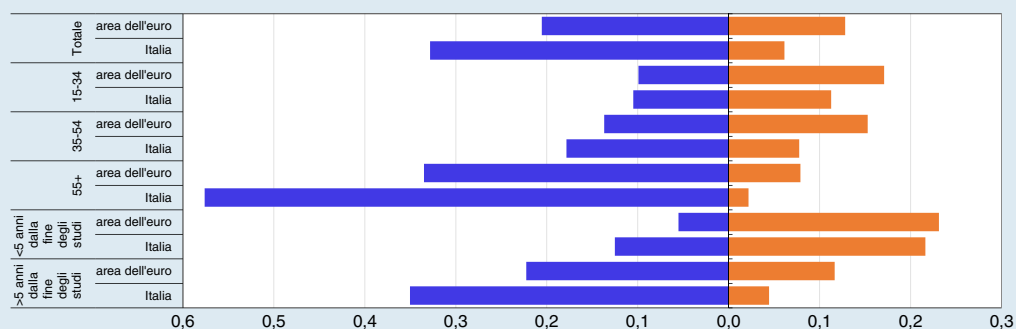
³ R. Ballatore, F. Colonna, D. Depalo e S. Pereda-Fernández, *Educational mismatch in Italy: an appraisal*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

vita (*European Union statistics on income and living conditions*, EU-SILC) per conferire maggiore profondità temporale e ricchezza di dettagli all'esame del disallineamento. Nella media del periodo 2005-2015 il 40,0 per cento dei lavoratori italiani possedeva un livello di istruzione significativamente diverso da quello richiesto nella professione svolta (figura, pannello a), un valore superiore a quelli di Francia, Germania e alla media dell'Unione europea, ma inferiore al dato spagnolo.

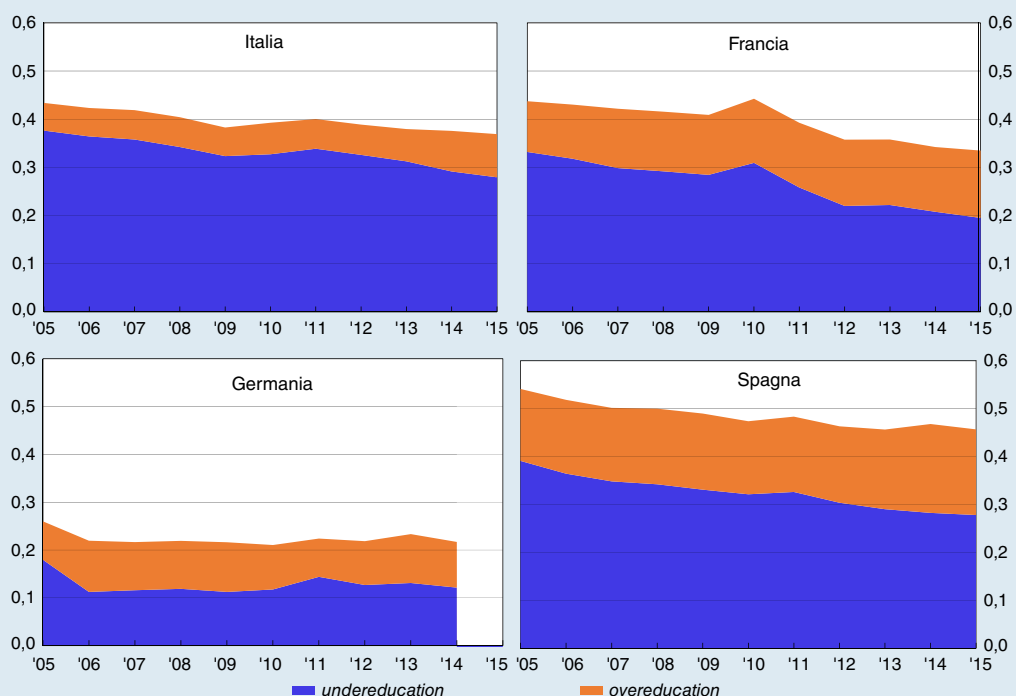
Figura

Disallineamento delle competenze in Italia e nell'area dell'euro, 2005-2015 (1)
(valori percentuali)

(a) per età e tempo dalla conclusione degli studi



(b) andamento nel tempo



Fonte: elaborazioni su dati EU-SILC ed ESS; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: il progetto* European Union statistics on income and living conditions (EU-SILC) dell'Eurostat e la voce *Mercato del lavoro: European Social Survey (ESS)*.

(1) Utilizzando l'ESS, il livello di istruzione richiesto è calcolato per ogni categoria professionale individuata dalla classificazione ISCO a due cifre. Gli indici di *overeducation* e di *undereducation* rappresentano la percentuale di lavoratori con un titolo di studio rispettivamente superiore o inferiore a quello richiesto.

In Italia il disallineamento riflette soprattutto il possesso di titoli di studio inferiori a quelli richiesti (*undereducation*) e si ricollega all'elevata quota di persone, specie tra le generazioni più anziane, che non hanno conseguito un diploma di scuola secondaria superiore⁴. Si tratta di un fenomeno che si è gradualmente attenuato nel corso del tempo grazie al progressivo innalzamento dei livelli di scolarizzazione (figura, pannello b).

Il fenomeno opposto, relativo al possesso di titoli di studio superiori a quelli richiesti (*overeducation*), in Italia incide di meno sul disallineamento complessivo perché sono in assoluto pochi i soggetti con un'istruzione molto elevata. Nonostante la loro relativa scarsità, quasi la metà dei laureati italiani viene però impiegata in professioni che non richiedono un titolo di istruzione elevato, una percentuale superiore a quella registrata nel complesso dell'area. Ciò va ricollegato⁵ alle criticità dei meccanismi con cui nel mercato viene allocata la manodopera qualificata, in particolare al basso valore segnaletico dei voti accademici e al complesso processo di transizione dallo studio al lavoro. Nei primi cinque anni della carriera lavorativa la quota di lavoratori laureati sovraistruiti sfiora il 60 per cento. Costante fino al 2013, l'*overeducation* è inoltre lievemente cresciuta negli ultimi anni: all'aumento dei livelli di scolarità della popolazione, si è contrapposto un incremento occupazionale che ha privilegiato le professioni meno qualificate⁶.

La presenza di un diffuso disallineamento tra i livelli di istruzione dei lavoratori e le competenze richieste nel mercato del lavoro contribuisce a comprimere i rendimenti dell'istruzione, che in Italia sono bassi nel confronto con gli altri principali paesi avanzati. Rispetto ai coetanei il cui livello di studio risulta allineato con quello richiesto dalla professione – e a parità di altre caratteristiche dell'individuo e dell'impresa – si rileva una penalizzazione salariale di circa il 15 per cento per i laureati italiani sovraqualificati e, specularmente, un premio del 10 per cento per i diplomati sottoqualificati. L'effetto congiunto dei due fenomeni può spiegare circa un quarto del divario nei rendimenti dell'istruzione tra l'Italia e la media dell'area dell'euro.

⁴ Nel 2014 il 41,1 per cento della popolazione italiana in età da lavoro non aveva conseguito un diploma di scuola superiore (era il 26,2 nella media dell'area). Il divario sale nelle fasce più anziane (50,6 contro 30,3 tra le persone di oltre 55 anni) mentre si riduce significativamente tra i più giovani (18,4 contro 16,8 nella popolazione tra i 20 e i 24 anni di età).

⁵ Per valutare la rilevanza di tali processi, si è stimata l'incidenza del disallineamento nel caso estremo in cui i lavoratori siano assegnati casualmente ai posti di lavoro, quindi indipendentemente dal loro effettivo livello di istruzione. La differenza tra il disallineamento effettivamente osservato e quello di questo scenario controfattuale estremo, che per definizione dipende esclusivamente dal bilanciamento complessivo tra posti di lavoro e lavoratori in base al livello di qualificazione, viene adoperata come misura dell'efficienza allocativa che in Italia è risultata piuttosto bassa.

⁶ G. Basso, *The evolution of occupational structure in Italy in the last decade*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La contrattazione e le relazioni industriali

Nel 2017 le retribuzioni di fatto nel settore privato non agricolo hanno ristagnato (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*); quelle contrattuali sono aumentate dello 0,6 per cento (0,8 nel 2016). A contenere la dinamica retributiva hanno contribuito vari fattori: l'intensità di utilizzo della manodopera ancora bassa, il mancato rinnovo dei contratti di circa un quarto dei dipendenti e l'introduzione di

meccanismi di indicizzazione basati sull'inflazione passata in alcuni accordi siglati nel periodo 2015-16. In particolare nel comparto metalmeccanico – che pesa per circa un quinto del monte retributivo del settore privato – lo scorso anno l'incremento salariale è stato appena positivo, in linea con il debole andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), al netto dei beni energetici importati, registrato nel 2016.

Segnali di progressivo rafforzamento delle dinamiche retributive sono emersi in corso d'anno. Nel settore chimico, che nel 2015 aveva introdotto una clausola esplicita di recupero degli eventuali scostamenti tra inflazione prevista e realizzata, la riduzione della tranche determinata da tale scostamento è stata compensata, almeno fino a giugno del 2018, dall'incremento di corrispondente entità di una componente straordinaria. Il comparto del commercio, che incide per circa un quinto del monte retributivo del settore privato e che nel 2016 aveva sospeso il pagamento di una tranche, ha invece erogato quella prevista in agosto. I contratti stipulati negli ultimi mesi dell'anno (telecomunicazioni, poste, trasporto merci e logistica) e all'inizio del 2018 (pubblici esercizi), che pesano complessivamente per circa il 7 per cento del monte salari, prefigurano un'accelerazione delle retribuzioni nel 2018, avendo stabilito incrementi più marcati in linea con le previsioni dell'IPCA rilasciate dall'Istat nel 2017 e con l'aumento delle aspettative di inflazione delle imprese rispetto all'anno prima.

Il 9 marzo del 2018 è stato siglato un nuovo accordo interconfederale che fornisce il quadro di riferimento per le negoziazioni settoriali. Nel confermare l'andamento previsto dell'IPCA al netto dei beni energetici importati come parametro di riferimento degli incrementi retributivi, le parti sociali hanno concesso un'ampia autonomia ai diversi comparti nelle modalità di recupero di eventuali scostamenti rispetto all'inflazione realizzata, di fatto ratificando la pluralità di pratiche emersa negli ultimi anni. Tali pratiche hanno in generale aumentato il grado di automatismo della relazione tra la dinamica corrente dei salari nominali e l'andamento passato dei prezzi effettivi (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*, in *Bollettino economico*, 1, 2017). Il nuovo accordo non ha fissato una durata dei contratti, che nei rinnovi più recenti spesso già supera quella triennale definita nell'accordo del 2009, introducendo in pratica un ulteriore elemento di potenziale inerzia nella dinamica salariale. La possibilità per i contratti di secondo livello di derogare rispetto a quelli nazionali continua a essere concessa solo su espressa previsione all'interno di questi ultimi; rimane inoltre esclusa la materia retributiva.

9. I PREZZI, I COSTI E LA COMPETITIVITÀ

Nel 2017 i prezzi al consumo in Italia sono tornati a crescere, sospinti dalle componenti più volatili. L'inflazione di fondo, pur in lenta ripresa, resta bassa nel confronto storico, più che nell'area dell'euro, risentendo soprattutto dei margini ancora ampi di risorse produttive non utilizzate.

Anche la dinamica salariale è risultata debole, frenata da un grado di utilizzo del fattore lavoro ancora contenuto e dall'introduzione, in alcuni accordi salariali siglati tra la fine del 2015 e l'inizio del 2016, di clausole di indicizzazione degli incrementi retributivi alla bassa inflazione degli anni precedenti. Segnali di ripresa si sono manifestati nella seconda parte dello scorso anno, con il progressivo miglioramento del mercato del lavoro e il recupero dell'inflazione dai minimi del 2016.

A seguito di un aumento dei prezzi alla produzione inferiore a quello dei principali partner commerciali, l'apprezzamento dell'euro non ha inciso sulla dinamica della competitività di prezzo complessiva delle imprese italiane, rimasta sostanzialmente invariata nella media del 2017; il guadagno nei confronti degli altri paesi dell'area dell'euro ha compensato la perdita rispetto ai concorrenti esterni.

I prezzi al consumo

Nel 2017 l'inflazione, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è tornata positiva in Italia, all'1,3 per cento (da -0,1 nel 2016; tav. 9.1), per effetto soprattutto dei rincari dei beni alimentari freschi ed energetici nella

Tavola 9.1

Indici dei prezzi			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2016	2017	2017
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)	-0,1	1,3	100,0
Alimentari freschi	0,5	3,2	9,2
Alimentari trasformati	0,4	0,6	11,7
Energetici	-5,5	4,5	9,0
Beni non alimentari e non energetici	0,5	0,3	26,3
Servizi	0,6	1,1	43,8
Beni e servizi a prezzo amministrato	-1,4	2,1	10,1
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	0,5	0,8	70,1
Deflatore del PIL	0,8	0,6	100,0
Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	-2,2	2,6	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

prima metà dell'anno. L'inflazione di fondo valutata al netto dei prodotti alimentari ed energetici, seppure in lieve ripresa (allo 0,8 per cento), è rimasta bassa, frenata dalla debole dinamica dei salari e da margini ancora ampi di capacità produttiva inutilizzata. Dal terzo trimestre del 2014 l'inflazione di fondo dell'Italia si è attestata quasi ininterrottamente al di sotto di quella dell'area dell'euro: vi hanno contribuito sia le diverse condizioni cicliche sia effetti transitori (cfr. il riquadro: *La debolezza dell'inflazione di fondo e le condizioni del mercato del lavoro*). Il leggero calo del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha concorso a contenere l'inflazione di origine interna; la dinamica del deflatore del PIL è diminuita lievemente, allo 0,6 per cento.

LA DEBOLEZZA DELL'INFLAZIONE DI FONDO E LE CONDIZIONI DEL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2017 in Italia, come nel resto dell'area dell'euro, l'inflazione al consumo è stata frenata soprattutto dalla modesta dinamica delle sue componenti di fondo, misurata sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari ed energetici (0,8 per cento nell'anno in Italia e 1,0 nell'area, in entrambi i casi pressoché in linea con i livelli medi dell'ultimo quinquennio). Oltre a fattori con impatto transitorio¹, alla debolezza dell'inflazione di fondo ha contribuito la moderata crescita salariale. La lentezza con la quale le retribuzioni e i prezzi stanno reagendo al ciclo economico è da alcuni anni oggetto di dibattito scientifico e di policy². Una possibile spiegazione di tale fenomeno è l'insufficiente rappresentatività, nelle attuali condizioni cicliche, degli indicatori standard del grado di sottoutilizzo delle risorse. Misure più ampie e comprensive dei margini di capacità inutilizzata presentano al contrario una relazione più stretta e stabile con l'evoluzione di salari e prezzi. È stato ad esempio documentato che la relazione tra salari e disoccupazione nell'area dell'euro e nei suoi principali paesi non è costante nel corso del ciclo economico; in particolare, in un contesto quale quello attuale caratterizzato da un numero di ore lavorate ancora relativamente basso, un calo della disoccupazione ha effetti contenuti sull'andamento delle retribuzioni (cfr. il riquadro: *La crescita dei salari nell'area dell'euro durante la doppia recessione* del capitolo 2)³.

Nello stesso filone di analisi si inserisce un recente studio⁴ che esamina il ruolo delle condizioni del mercato del lavoro per la dinamica dell'inflazione di fondo in Italia nell'arco temporale compreso tra il primo trimestre del 1999 e lo stesso periodo del 2017. Per sviluppare indicatori sintetici del mercato del lavoro viene utilizzato un ampio numero di variabili quantitative e qualitative (tassi di occupazione e disoccupazione distinti per genere ed età; tasso di partecipazione; numero di ore lavorate e retribuzioni orarie per i diversi settori produttivi; ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni; evoluzione della popolazione; attese

¹ Tra i fattori con un impatto transitorio hanno pesato soprattutto l'effetto base negativo osservato nel 2016 nel comparto dei servizi ricettivi (legato alla conclusione dell'Expo 2015, tenutasi a Milano) e il forte calo segnato a ottobre del 2017 dai prezzi dell'istruzione universitaria, a seguito delle nuove norme sulla contribuzione studentesca, i cui effetti sull'inflazione svaniranno a partire da ottobre del 2018.

² Cfr. anche M. Ciccarelli e C. Osbat (a cura di), *Low inflation in the euro area: causes and consequences*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 181, 2017.

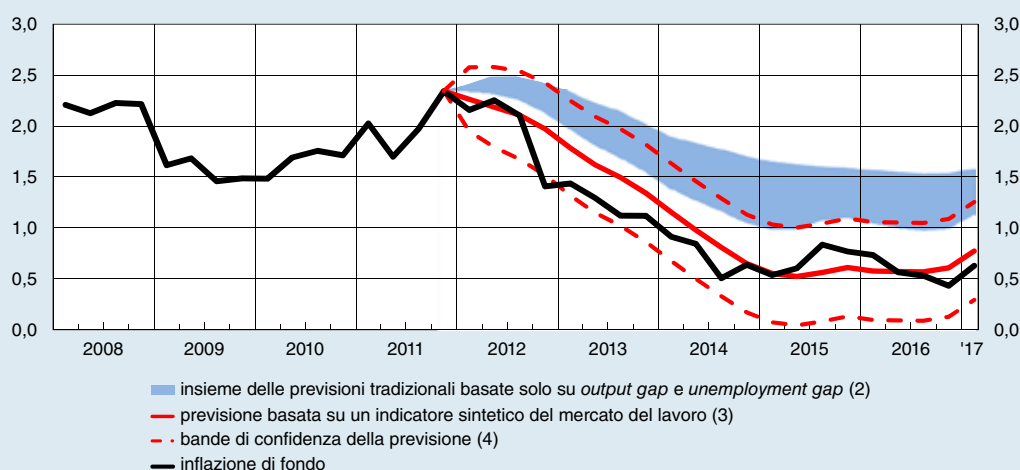
³ Cfr. anche G. Bulligan, E. Guglielminetti e E. Viviano, *Wage growth in the euro area: where do we stand?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 413, 2017.

⁴ A.M. Conti e C. Gigante, *Weakness in Italy core inflation and the Phillips curve: the role of labor and financial indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

sulla disoccupazione e sull'impiego dell'input di lavoro rilevate rispettivamente presso famiglie e imprese), nell'ipotesi che la dinamica di queste variabili sia determinata da un numero limitato di fattori comuni non osservabili. Lo studio valuta poi in che misura l'impiego di tali indicatori sintetici consenta di anticipare più accuratamente l'inflazione di fondo in Italia, che tra il 2012 e il 2017 risulterebbe significativamente e sistematicamente sovrastimata se prevista sulla base delle misure di capacità inutilizzata tradizionalmente adottate in esercizi analoghi (come l'*output gap* e l'*unemployment gap*)⁵. I risultati mostrano che le proiezioni basate su indicatori sintetici del mercato del lavoro – elaborate impiegando i parametri stimati sul campione 1999-2011, immediatamente prima del brusco calo dell'inflazione di fondo – ne avrebbero invece anticipato in maniera soddisfacente la dinamica nel periodo 2012-17 (figura).

Figura

Previsioni condizionate dell'inflazione di fondo in Italia (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi; dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, INPS, Eurostat, Consensus Economics, BCE e FMI.

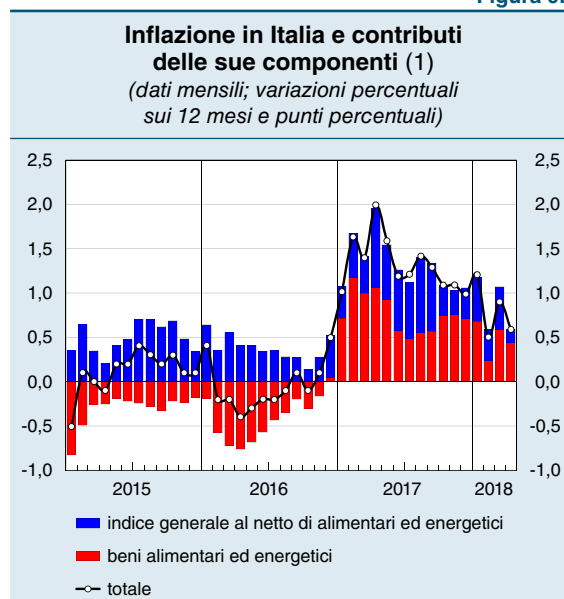
(1) Previsioni dell'inflazione di fondo condizionate all'andamento effettivo di diverse misure della capacità produttiva in eccesso, delle risorse inutilizzate nel mercato del lavoro e delle aspettative di inflazione. – (2) L'*output gap* e l'*unemployment gap* sono definiti come differenza del PIL dal proprio livello potenziale e del tasso di disoccupazione dal proprio livello naturale, rispettivamente. – (3) Previsioni dell'inflazione di fondo condizionate all'andamento effettivo di una misura di capacità inutilizzata basata su un indicatore sintetico del mercato del lavoro e delle aspettative di inflazione. – (4) Intervallo di confidenza al 90 per cento della previsione basata su un indicatore sintetico di mercato del lavoro.

Lo studio conferma pertanto che, anche nel caso del nostro paese, per cogliere in modo più accurato il legame tra il grado di capacità inutilizzata e l'inflazione di fondo è opportuno monitorare un ampio numero di variabili relative alle condizioni del mercato del lavoro; in prospettiva un generalizzato miglioramento di queste ultime appare essenziale per conseguire un aumento duraturo dell'inflazione di fondo.

⁵ Nel dettaglio, per il periodo 1999-2011 si stima una curva di Phillips, ossia una relazione che lega l'inflazione di fondo ai propri valori passati, a una misura di aspettative di inflazione a breve termine e a un indicatore del grado di capacità inutilizzata nell'economia. Il modello viene poi simulato dinamicamente supponendo di conoscere l'andamento futuro delle variabili esogene: le previsioni dell'inflazione di fondo così ottenute consentono di valutare se le regolarità storiche valide fino al 2011 ne avrebbero correttamente anticipato la dinamica negli anni successivi.

Dopo essere risalita all'inizio del 2017, l'inflazione sui dodici mesi è tornata a scendere in estate. Il calo è proseguito nella parte finale dell'anno e nei primi mesi del 2018, anche in conseguenza della riduzione in ottobre delle tasse universitarie – prevista dalla legge di bilancio per il 2017 – e di un effetto base statistico, derivante dal confronto con il livello molto elevato raggiunto un anno prima dai prezzi dei beni alimentari freschi (fig. 9.1). In aprile l'inflazione è scesa allo 0,6 per cento, risentendo del calo di quella di fondo (allo 0,2), in parte dovuto a fattori di calendario connessi con la distribuzione delle festività.

Figura 9.1



Le attese sull'inflazione hanno mostrato segnali di recupero ancora incerti. Quelle formulate per il 2018 dagli analisti censiti da Consensus Economics sono salite fino alla metà dello scorso anno, per poi ridiscendere su livelli poco al di sopra dell'1 per cento. Le aspettative delle imprese sugli orizzonti più lunghi, risalite a metà del 2017 su valori vicini al 2 per cento, sono poi scese nei mesi successivi, rispecchiando in parte l'andamento dell'inflazione effettiva. Secondo le imprese intervistate in marzo nell'ambito dell'indagine condotta dalla Banca d'Italia con *Il Sole 24 Ore*, la variazione dei prezzi nell'orizzonte compreso fra tre e cinque anni si collocherebbe all'1,6 per cento (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 aprile 2018). Tali aspettative risentono anche degli incrementi retributivi ancora modesti disposti dalla contrattazione collettiva (cfr. il riquadro: *Le aspettative di inflazione delle imprese italiane e il mercato del lavoro*).

LE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DELLE IMPRESE ITALIANE E IL MERCATO DEL LAVORO

Le aspettative di inflazione sono una determinante fondamentale delle decisioni economiche di famiglie e imprese. Ottenerne misure affidabili è notoriamente difficile: quelle più diffuse sono desunte dai prezzi delle attività finanziarie, oppure rilevate da indagini condotte presso operatori professionali e famiglie. Sono invece meno frequenti a livello internazionale i sondaggi presso le imprese, soprattutto se di natura quantitativa, nonostante le attese degli imprenditori rivestano un ruolo diretto nella fissazione dei prezzi di beni e servizi¹.

¹ Per l'Italia vi è evidenza che le attese di variazione dei prezzi di vendita delle imprese dipendono in maniera significativa dalle loro aspettative sull'andamento del livello generale dei prezzi; cfr. T. Ropele, *Inflation expectations and price setting behavior: evidence from business survey data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Un lavoro recente² esamina le determinanti delle aspettative di inflazione delle imprese italiane. Lo studio è basato su dati individuali, riferiti al periodo compreso tra il 2009 e il 2017, rilevati dall'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, cui partecipa un migliaio di aziende dell'industria e dei servizi³. Le attese di inflazione, rilevate in termini quantitativi, sono riferite all'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) sia a breve sia a lungo termine.

La letteratura ha individuato diversi fattori che possono contribuire alla formazione delle aspettative di inflazione da parte delle imprese: tra questi figurano le informazioni provenienti dai mezzi di comunicazione, le previsioni degli operatori professionali, la dinamica dei prezzi praticati dai fornitori, gli esiti della contrattazione salariale, nonché l'esperienza personale di acquisto dell'imprenditore che agisce anche in veste di consumatore⁴.

Lo studio si focalizza sul ruolo svolto dagli aumenti salariali concordati a livello settoriale nell'ambito della contrattazione collettiva, che in Italia rappresenta la principale fonte di variazione delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti. È plausibile che tali aumenti, che sono definiti per ciascun settore a livello nazionale avendo come riferimento le previsioni aggregate di inflazione, non siano a loro volta influenzati dalle aspettative della singola impresa (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2008). Ciò consente di ottenere indicazioni su un importante meccanismo attraverso cui la dinamica dei salari influisce su quella dei prezzi.

I dati dell'indagine sono combinati con quelli provenienti da altre fonti per desumere le misure dei diversi fattori che possono concorrere alla formazione delle aspettative: la valutazione degli imprenditori sull'importanza del costo delle materie prime nella fissazione dei propri listini di vendita, che è rilevata dall'indagine stessa e che si assume strettamente correlata con i prezzi praticati dai fornitori; l'esperienza di acquisto personale, approssimata con l'andamento dei prezzi del carburante; le notizie dai mezzi di informazione, misurate con l'ultimo dato ufficiale di inflazione al consumo disponibile al momento dell'intervista; le più recenti previsioni degli operatori professionali, desunte dal sondaggio di Consensus Economics. Gli incrementi salariali derivano dall'indice delle retribuzioni contrattuali elaborato dall'Istat. L'analisi viene svolta considerando sia le caratteristiche delle singole imprese sia l'andamento di alcune variabili macroeconomiche.

Le stime mostrano che gli aumenti salariali disposti nei contratti collettivi hanno un impatto positivo e statisticamente significativo sulle aspettative di

² C. Conflitti e R. Zizza, *What's behind firms' inflation forecasts*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Per una analisi della dinamica di lungo periodo delle aspettative di inflazione e delle determinanti della loro dispersione tra le imprese cfr. L. Bartiloro, M. Bottone e A. Rosolia, *What does the heterogeneity of the inflation expectations of Italian firms tell us?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 414, 2017 e il riquadro: *Le aspettative di inflazione delle imprese italiane secondo l'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore* del capitolo 9 nella *Relazione annuale* sul 2016. Per la metodologia e i risultati più recenti dell'indagine cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 aprile 2018.

⁴ S. Kumar, H. Afrouzi, O. Coibion e Y. Gorodnichenko, *Inflation targeting does not anchor inflation expectations. Evidence from firms in New Zealand*, NBER Working Paper, 21814, 2015.

inflazione su tutti gli orizzonti temporali. Anche la dinamica del costo delle materie prime influisce con segno positivo sulle attese, così come quella dei prezzi del carburante; questi ultimi plausibilmente incidono sulla percezione di inflazione degli intervistati, essendo legati ad acquisti che avvengono con elevata frequenza. I risultati sono confermati quando nelle stime si considerano anche le variabili relative alla diffusione del dato ufficiale di inflazione e alle attese degli operatori professionali. Sfruttando informazioni più dettagliate sulle diverse tipologie di aumenti salariali riconosciuti dai principali contratti collettivi siglati nel settore privato⁵, l'analisi suggerisce infine che le aspettative a breve termine reagiscono agli incrementi retributivi di natura una tantum, spesso riconosciuti dalla contrattazione a seguito di ritardi nei rinnovi, mentre quelle a lungo termine sono influenzate solo dagli aumenti di carattere permanente.

Queste evidenze confermano l'importanza delle dinamiche salariali e delle condizioni del mercato del lavoro nel determinare l'andamento delle aspettative di inflazione e quindi dei prezzi al consumo; poiché le attese di inflazione a livello aggregato sono a loro volta prese a riferimento per la contrattazione salariale, tali interazioni possono generare circoli virtuosi o viziosi, che per rimanere sotto controllo richiedono una politica monetaria vigile e credibile.

⁵ E. Adamopoulou e R. Zizza, *Regular versus lump-sum payments in union contracts and household consumption*, European Central Bank, Working Paper Series, 2013, 2017.

I prezzi alla produzione e dei beni importati

Nel 2017 i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono tornati a crescere (2,6 per cento), dopo essere scesi nel 2016. Hanno accelerato in particolare quelli dei beni energetici (4,0 per cento) e dei beni intermedi (2,8 per cento). I prezzi alla produzione dei beni non alimentari destinati al consumo, che forniscono indicazioni prospettiche sulla corrispondente componente dell'indice dei prezzi al consumo, sono aumentati solo marginalmente (0,1 per cento).

Nonostante l'apprezzamento dell'euro, gli impulsi sui prezzi provenienti dall'estero sono tornati positivi: il deflatore delle importazioni, che era diminuito nel 2016, è aumentato del 3,1 per cento lo scorso anno. Pressioni al rialzo sui costi delle imprese sono scaturite sia dai prezzi alla produzione dei beni energetici sia da quelli degli altri input intermedi importati, cresciuti nella media del 2017 del 18,6 e del 3,6 per cento, rispettivamente; avevano registrato variazioni negative negli anni precedenti.

Il costo del lavoro

Nel 2017 le retribuzioni per ora lavorata nell'economia sono rimaste quasi stazionarie. Hanno ristagnato nel settore privato e sono cresciute di poco nel pubblico impiego, dove il congelamento salariale in atto dal 2010 è stato interrotto dagli incrementi corrisposti ai militari e alle forze dell'ordine (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Dopo forti ritardi, dovuti anche alla richiesta delle imprese di recuperare parte degli incrementi delle retribuzioni reali determinati dall'inatteso calo dell'inflazione avvenuto nel triennio precedente (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2016), tra la fine del 2016 e l'inizio del 2017 sono stati siglati numerosi rinnovi contrattuali. Gli aumenti salariali concordati sono stati contenuti, più o meno esplicitamente ancorati alla modesta variazione dei prezzi dell'anno precedente. Nella seconda parte del 2017 il progressivo miglioramento delle condizioni cicliche ha favorito una lieve ripresa delle retribuzioni contrattuali e la sottoscrizione di rinnovi con incrementi salariali più sostenuti e in linea con la variazione attesa dell'IPCA. Tali segnali di ripresa dovrebbero continuare a consolidarsi nell'anno in corso.

I rapporti di lavoro a tempo indeterminato avviati tra il 2015 e il 2016 hanno continuato a usufruire anche lo scorso anno di generosi sgravi contributivi; tuttavia nel 2017 la progressiva riduzione della loro quota sulle posizioni lavorative complessive (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*) ne ha attenuato gli effetti sul costo del lavoro, cresciuto nel 2017 di un decimo sia nell'industria sia nei servizi privati, nonostante la stabilità delle retribuzioni.

La dinamica eccezionalmente moderata del costo del lavoro e l'andamento favorevole della produttività hanno determinato una riduzione del CLUP, diminuito dello 0,2 per cento nell'industria (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Anche nei servizi privati, dopo la sostanziale stabilità dei dieci anni precedenti, la produttività è aumentata in maniera significativa (0,7 per cento), determinando un calo del CLUP di eguale misura.

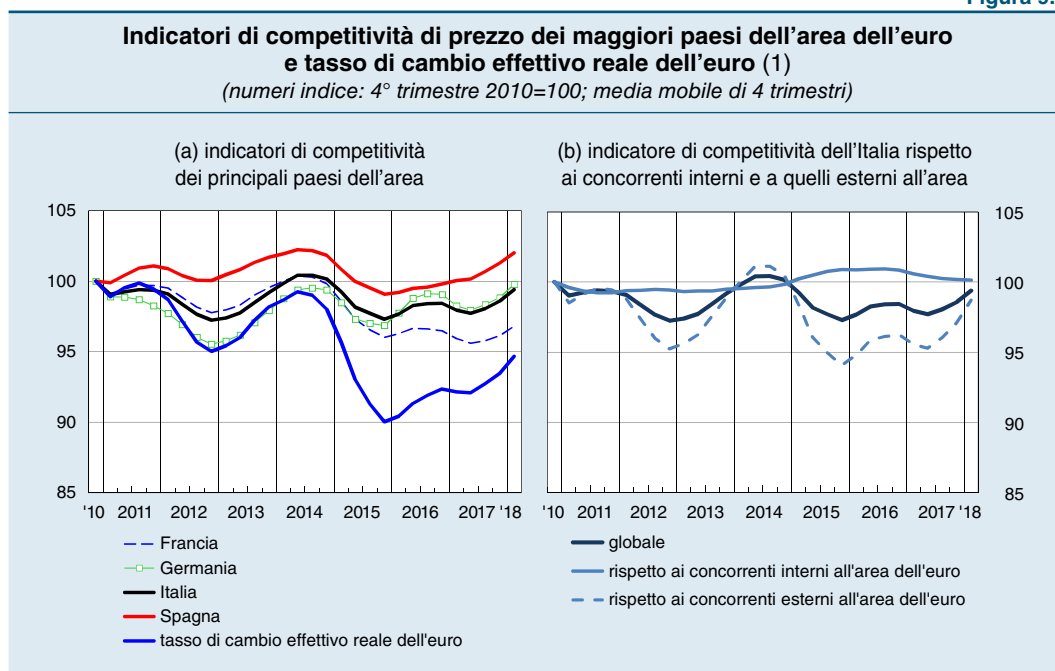
La competitività di prezzo

La crescita dei prezzi alla produzione è stata sensibilmente inferiore a quella dell'insieme dei partner commerciali. Il considerevole apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale nel corso dell'anno non ha quindi intaccato la competitività complessiva delle imprese italiane, rimasta in media sostanzialmente invariata rispetto al 2016 secondo l'indicatore basato sui prezzi alla produzione dei beni manufatti; nei confronti dei paesi esterni all'area dell'euro vi è stata tuttavia una perdita non trascurabile (fig. 9.2). Anche gli indicatori della Banca centrale europea, basati su indici di prezzo e di costo per l'intera economia, hanno mostrato variazioni contenute rispetto all'anno precedente.

Considerando una media di cinque indicatori differenti di competitività di prezzo e di costo, si stima che l'apprezzamento dell'euro dalla primavera del 2017 abbia contribuito a determinare una modesta sopravvalutazione, dell'ordine di quasi due punti percentuali nella media dell'anno, del tasso di cambio effettivo reale dell'area rispetto al livello coerente con le sue condizioni macroeconomiche; per l'Italia il disallineamento dell'indicatore medio di competitività sarebbe stato di poco inferiore¹.

¹ Per la metodologia di stima, cfr. M. Fidora, C. Giordano e M. Schmitz, *Real exchange rate misalignments in the euro area*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1162, 2018.

Figura 9.2



Fonte: Banca d'Italia e, per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, BCE.

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

Dall'ulteriore apprezzamento nominale dell'euro nei primi mesi del 2018 è derivato un moderato peggioramento della competitività di prezzo in Italia e negli altri maggiori paesi dell'area.

10. LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'avanzo di conto corrente è nuovamente aumentato nel 2017. Le esportazioni, favorite dalla crescita della domanda derivante dalla buona congiuntura internazionale, hanno accelerato; tra i servizi, è proseguita l'espansione delle entrate da turismo, in atto da otto anni. I redditi da capitale del Paese sono tornati in surplus.

Sono ripresi gli investimenti in titoli italiani da parte dei non residenti, mentre gli investitori italiani hanno continuato ad acquistare titoli esteri di portafoglio, principalmente quote di fondi comuni, per un importo ancora più elevato che nel triennio precedente. Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, che dall'avvio del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) era progressivamente aumentato di pari passo con l'immissione di liquidità, è rimasto stabile nella seconda parte del 2017.

Grazie all'accumularsi di surplus di conto corrente, la posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia è diminuita in modo assai consistente, scendendo dal picco del 24,6 per cento del PIL raggiunto nel marzo 2014 al 6,7 per cento alla fine del 2017, in prossimità dei valori toccati quasi due decenni fa. In base alle proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI) sul saldo di conto corrente, la posizione netta sull'estero dell'Italia potrebbe azzerarsi attorno al 2020, mentre resterebbero ampi gli squilibri degli altri maggiori paesi dell'area dell'euro.

Le esportazioni e le importazioni

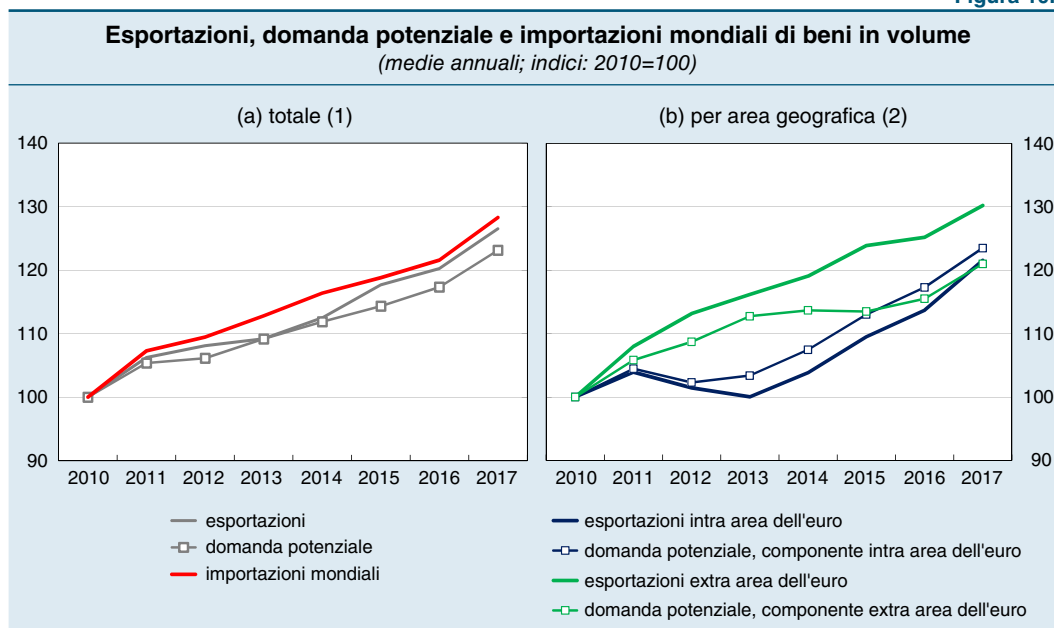
Le esportazioni. – Nel 2017 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate del 5,4 per cento in volume, più del doppio rispetto al 2016; l'accelerazione è stata sospinta da quella del commercio mondiale.

La crescita delle esportazioni di beni (5,2 per cento) è stata lievemente superiore a quella della domanda potenziale proveniente dai nostri mercati di sbocco (fig. 10.1). Come nei precedenti tre anni, le vendite sono state più dinamiche sui mercati dell'area dell'euro; anche su quelli esterni all'area hanno comunque registrato una netta ripresa, dopo la stagnazione osservata nel 2016.

L'apprezzamento dell'euro nel corso dell'anno è stato controbilanciato da un aumento dei prezzi alla produzione inferiore a quello registrato dall'insieme dei partner commerciali: di conseguenza la competitività di prezzo degli esportatori italiani è rimasta sostanzialmente invariata nella media dell'anno (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*).

La quota dell'Italia sulle importazioni mondiali di beni (3,1 per cento, a prezzi e cambi del 2005; 2,9 in valore) è pressoché stabile dal 2010, quando si è arrestato il suo prolungato calo (cfr. il capitolo 15: *Le esportazioni di beni dell'Italia nell'ultimo ventennio: andamento e determinanti*).

Figura 10.1



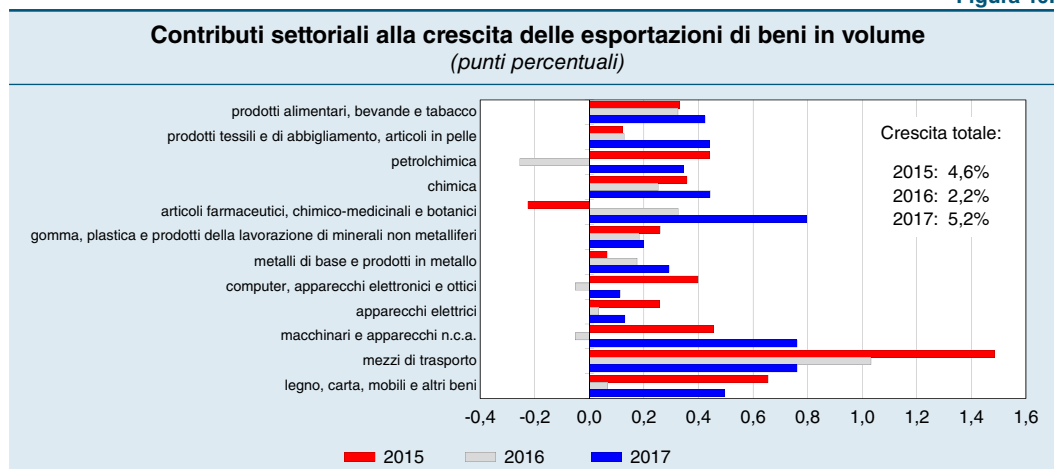
Fonte: elaborazioni su dati FMI e Istat.

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

L'aumento delle esportazioni di beni nel 2017 si è diffuso a tutti i principali settori (fig. 10.2); è stato particolarmente intenso nella farmaceutica e nei mezzi di trasporto (in particolare autoveicoli). Sono riprese le vendite del comparto della meccanica, stagnanti nel 2016.

La crescita delle esportazioni di beni, favorita dal buon andamento del commercio mondiale, è stata più accentuata verso i paesi dell'Unione europea (UE; 6,3 per cento in volume, da 3,5 nel 2016), in particolare Germania e Spagna. Hanno inoltre registrato un netto recupero le vendite sui mercati extra UE (3,9 per cento; erano cresciute solo dello 0,6 nel 2016), trainate da quelle verso le economie dell'Asia orientale, gli Stati Uniti e la Russia; hanno invece continuato a contrarsi le esportazioni verso i paesi OPEC.

Figura 10.2



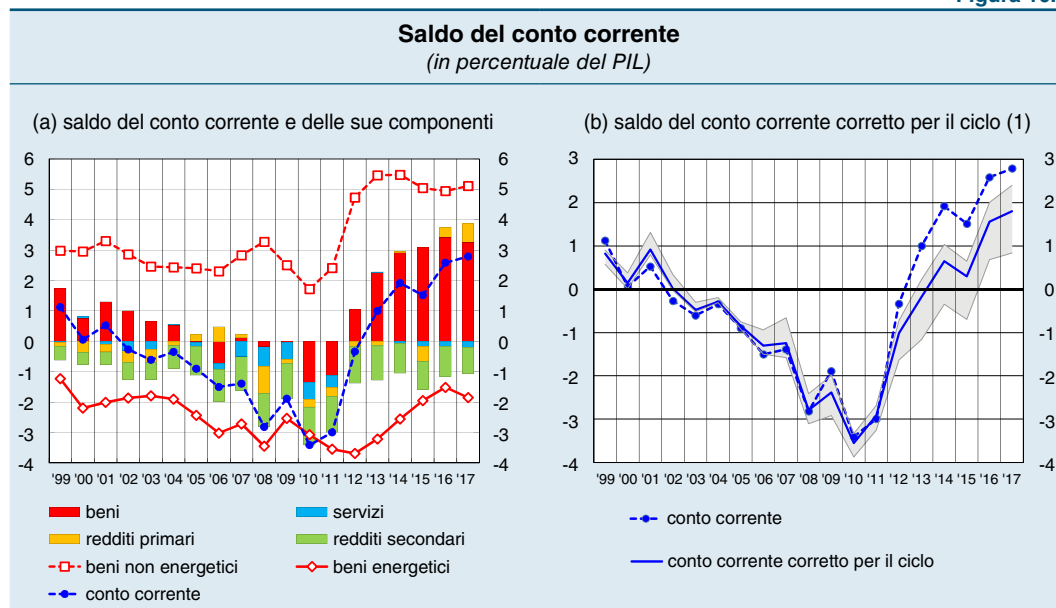
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Le importazioni. – Nel 2017 si è rafforzato l'aumento delle importazioni di beni e servizi rispetto all'anno precedente (5,3 per cento in volume, da 3,5 nel 2016). Le dinamiche particolarmente vivaci degli investimenti in impianti e macchinari (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*) e delle esportazioni, le componenti della domanda che maggiormente attivano gli acquisti di beni intermedi dall'estero, hanno sostenuto l'accelerazione delle importazioni di merci, che ha riguardato principalmente i rifornimenti di materie prime energetiche, gli acquisti di prodotti in metallo e quelli di macchine elettriche. Le importazioni di mezzi di trasporto hanno nel complesso rallentato, dopo la forte crescita nel precedente triennio che le aveva riportate sui livelli osservati prima della crisi finanziaria globale; sono aumentate a un tasso ancora elevato quelle di autoveicoli, che non hanno completamente recuperato i livelli pre-crisi.

Il conto corrente e il conto capitale

Nel 2017 l'avanzo di conto corrente ha continuato ad aumentare, raggiungendo il 2,8 per cento del PIL (47,8 miliardi di euro; fig. 10.3.a e tav. 10.1). Il conto corrente resta in avanzo anche al netto degli effetti del ciclo economico: secondo nostre stime, basate su un modello che tiene conto dell'ampiezza dello scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*) dell'Italia e dei paesi partner e delle elasticità di esportazioni e importazioni alle varie componenti della domanda, al netto degli effetti ciclici il surplus si sarebbe collocato intorno all'1,8 per cento del PIL¹ (fig. 10.3.b).

Figura 10.3



Fonte: Istat per il PIL; per il pannello a, elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la spaccatura tra beni energetici e non energetici; per il pannello b, elaborazioni su dati Banca d'Italia, Commissione europea, Istat, FMI, OCSE.

(1) Per gli aspetti metodologici, cfr. S. Fabiani, S. Federico e A. Felettigh, 2016, op. cit. L'area grigia indica l'intervallo dei valori ottenuti sulla base di modelli di stima alternativi.

¹ Per la metodologia di stima del saldo del conto corrente corretto per il ciclo economico, cfr. S. Fabiani, S. Federico e A. Felettigh, *Adjusting the external adjustment: cyclical factors and the Italian current account*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 346, 2016; per quella dell'*output gap*, cfr. A. Bassanetti, M. Caivano e A. Locarno, *Modelling Italian potential output and the output gap*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 771, 2010.

Tavola 10.1

Bilancia dei pagamenti (1) <i>(saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)</i>					
VOCI	2013	2014	2015	2016	2017
Conto corrente	16,0	31,1	25,0	43,5	47,8
in percentuale del PIL	1,0	1,9	1,5	2,6	2,8
Merci	36,1	47,4	51,1	57,7	56,0
prodotti non energetici (2)	87,6	88,9	83,3	83,1	87,8
prodotti energetici (2)	-51,5	-41,4	-32,2	-25,5	-31,8
Servizi	0,4	-1,0	-2,6	-2,7	-3,7
di cui: trasporti	-7,9	-8,3	-8,4	-8,0	-9,3
viaggi	12,8	12,5	13,5	13,8	14,6
Redditi primari	-2,4	0,6	-8,2	5,2	10,3
Redditi secondari	-18,1	-15,9	-15,3	-16,7	-14,7
Conto capitale	-0,7	2,7	3,9	-3,1	-0,9
Conto finanziario (3)	21,9	51,5	35,2	65,4	47,2
Investimenti diretti	0,6	2,3	2,4	-4,1	-11,2
italiani all'estero	15,3	15,3	14,4	13,7	6,5
esteri in Italia	14,6	12,9	12,0	17,8	17,8
Investimenti di portafoglio	-4,1	4,1	97,5	159,5	98,4
attività: azioni e quote di fondi comuni (4)	57,3	78,5	84,3	53,6	97,4
attività: titoli di debito (4)	-26,2	23,3	36,5	30,7	29,7
passività: azioni e quote di fondi comuni (4)	13,0	19,3	11,6	-2,9	15,5
passività: titoli di debito (4)	22,2	78,4	11,8	-72,3	13,1
Derivati	3,0	-3,6	2,3	-3,0	-5,7
Altri investimenti	20,7	49,6	-67,6	-85,9	-36,9
Variazione delle riserve ufficiali	1,5	-1,0	0,5	-1,2	2,7
Errori e omissioni	6,6	17,7	6,3	25,0	0,2

Fonte: Istat per il PIL.

(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti*. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) La convenzione di segno che ha tradizionalmente caratterizzato il conto finanziario è stata abbandonata con l'adozione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6): come già avveniva dal lato delle passività, ora valori positivi (negativi) delle attività sull'estero ne indicano un incremento (una riduzione). – (4) Attività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte dei residenti di titoli emessi da non residenti; passività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte di non residenti di titoli emessi da residenti.

La crescita dell'avanzo corrente nel 2017 ha beneficiato del maggiore surplus dei redditi primari; l'avanzo mercantile è invece lievemente diminuito (56,0 miliardi, da 57,7 nel 2016) per la più elevata bolletta energetica.

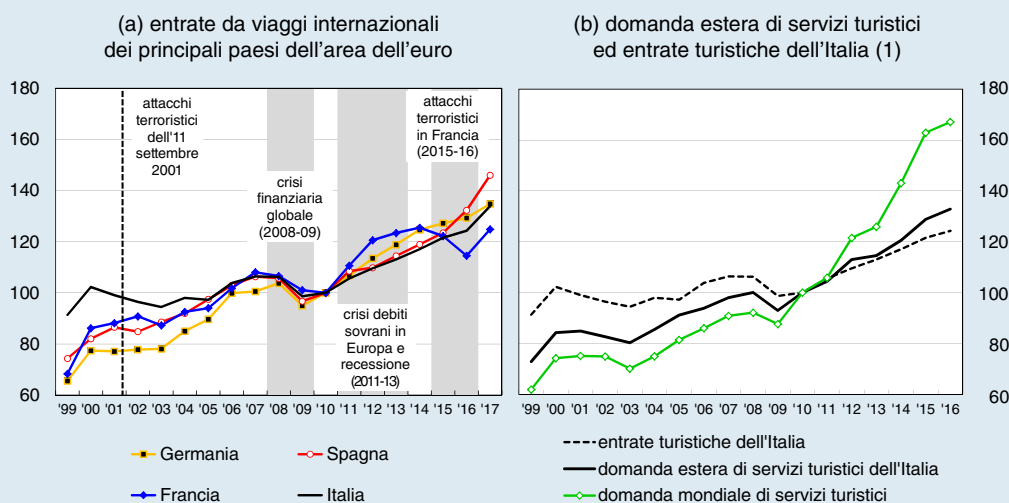
Il modesto ampliamento del deficit dei servizi ha riflesso in particolare l'accresciuto disavanzo dei servizi di trasporto, legato a un ulteriore calo della quota dei vettori residenti nel comparto del trasporto aereo passeggeri, e dei servizi informatici, di informazione e telecomunicazione. L'avanzo della bilancia turistica ha invece continuato a migliorare (14,6 miliardi, da 13,8) grazie al marcato incremento delle spese dei viaggiatori stranieri in Italia per motivi di vacanza; la dinamica positiva delle entrate turistiche conferma una tendenza in atto dal 2010, dopo la protratta stagnazione del decennio precedente (cfr. il riquadro: *La spesa dei turisti stranieri in Italia*). Si è inoltre quasi azzerato il deficit di lunga data nei compensi per l'utilizzo della proprietà intellettuale, per l'aumento delle entrate riconducibile in larga parte a pochi grandi gruppi del settore della moda e dei beni di lusso.

LA SPESA DEI TURISTI STRANIERI IN ITALIA

Le esportazioni italiane di servizi turistici, rappresentate dalle spese dei turisti stranieri in Italia, nel 2017 sono risultate superiori di circa un terzo rispetto al 2010 (figura A, pannello a). Dopo un decennio di stasi terminato con la crisi del 2008-09, il ritorno alla crescita è avvenuto a tassi superiori rispetto a quelli della Francia e simili a quelli della Germania, la cui offerta relativamente più orientata al turismo d'affari ha beneficiato degli intensi scambi economici e commerciali con i paesi asiatici e dell'Europa centrale e orientale. Il tasso di crescita è stato invece meno elevato rispetto alla Spagna che, in particolare nel turismo balneare, è riuscita a trarre beneficio più dell'Italia dalla fase di instabilità geopolitica in diversi paesi della sponda meridionale del Mediterraneo e del Medio Oriente.

Figura A

Turismo internazionale dell'Italia (prezzi correnti; indici: 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat, Banque de France e World Trade Organization.

(1) La domanda estera di servizi turistici dell'Italia è calcolata a partire dalla media ponderata delle variazioni annuali delle importazioni complessive (misurate in euro) di servizi turistici dei primi 44 paesi partner per rilevanza sulle esportazioni italiane di servizi turistici.

Dal 2010 le esportazioni di servizi turistici dell'Italia sono cresciute quasi al passo della domanda proveniente dai tradizionali bacini geografici di riferimento (figura A, pannello b)¹, confermando l'attrattività del Paese per i viaggiatori provenienti da queste aree. L'andamento delle esportazioni è stato differenziato tra le macroaree del Paese: più sostenuto nel Sud e nelle Isole e nel Nord Ovest, relativamente più contenuto nel Centro e nel Nord Est. Pur se caratterizzato da entrate cresciute più della domanda estera, il settore turistico nel Mezzogiorno rimane sottodimensionato, con

¹ La domanda estera di servizi turistici dell'Italia corrisponde all'ammontare di entrate turistiche dall'estero realizzabili ipotizzando, per ciascun paese di provenienza, una crescita delle spese turistiche in Italia pari a quella della spesa complessiva per viaggi all'estero del paese stesso (cfr. E. Breda, R. Cappariello e V. Romano, *Il turismo internazionale dell'Italia: recenti tendenze, domanda potenziale e confronto con i principali concorrenti europei*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

un peso sulle entrate turistiche complessive dell'Italia inferiore anche all'incidenza di questa area geografica in termini di PIL.

L'aumento delle esportazioni di servizi turistici registrato nell'ultimo decennio è imputabile quasi interamente ai viaggi di vacanza. Per questi ultimi l'Italia continua a essere una delle principali mete mondiali, terza in Europa per arrivi di viaggiatori internazionali dopo Spagna e Francia, quarta nel mondo subito dopo gli Stati Uniti. Le entrate relative agli altri viaggi per motivi personali sono cresciute solo lievemente mentre si sono ridotte quelle per viaggi di lavoro.

Si va sempre più affermando un modello di specializzazione turistica incentrato sulla valorizzazione del patrimonio artistico e culturale². Nel 2017 i pernottamenti per vacanze culturali o in città d'arte sono ulteriormente aumentati, rappresentando poco più della metà di quelli dei viaggiatori stranieri per vacanza in Italia e il 60 per cento della relativa spesa.

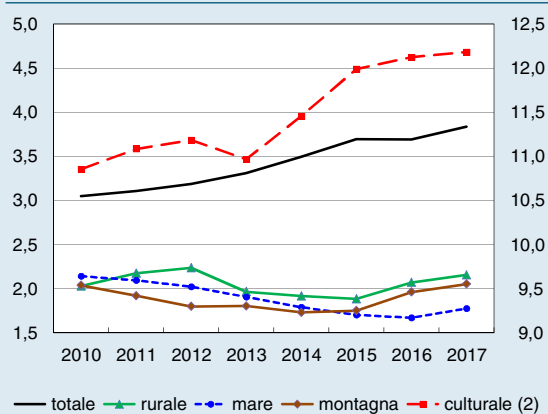
Tali flussi turistici sono però strutturalmente concentrati in alcune mete specifiche, con rischi spesso di congestione (figura B), anche se di recente hanno interessato nuove destinazioni, soprattutto nel Nord Ovest e nel Mezzogiorno. Pur rappresentando ancora una quota limitata, le presenze turistiche nei comuni meno urbanizzati – quelli in cui è presente un sito UNESCO o in cui è ubicato un borgo caratteristico (Bandiera arancione del Touring Club Italiano) – sono aumentate a un ritmo superiore rispetto alla media.

La vacanza culturale è la scelta più diffusa tra i turisti extra-europei (che rappresentano ancora una quota minoritaria del totale di quelli stranieri) e tra quelli nelle classi di età più giovani; per entrambe le tipologie è maggiore la frequenza di vacanze in città d'arte soprattutto nel caso di visita del nostro paese per la prima volta. La crescita delle mete secondarie è prevalentemente sostenuta dall'aumento dei viaggiatori europei che dopo una prima visita tornano di nuovo in Italia.

² A. Filippone, M. Gallo, P. Passiglia e V. Romano, *Gli stranieri in vacanza in Italia: prodotti turistici, destinazioni e caratteristiche dei viaggiatori*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura B

Indice di concentrazione dei pernottamenti dei turisti stranieri nei comuni italiani (1)
(valori percentuali)



(1) Indice di concentrazione di Herfindhal dei pernottamenti dei turisti stranieri nei comuni italiani in base al tipo di vacanza. Media mobile triennale. – (2) Scala di destra.

relativa agli investimenti di portafoglio, storicamente in deficit ma ormai prossima al pareggio. Al significativo aggiustamento (per circa 18 miliardi nell'ultimo triennio) di questa voce ha contribuito la minore spesa per interessi sui titoli di debito italiani detenuti dagli investitori esteri nonché, in misura analoga, l'aumento delle entrate derivanti dalle azioni e dalle quote di fondi comuni esteri detenute dai residenti, le cui consistenze sono significativamente cresciute negli anni recenti (cfr. il paragrafo: *Il conto finanziario*).

Il disavanzo dei redditi secondari (14,7 miliardi) si è ridotto rispetto al 2016 di circa due miliardi, per il calo dei trasferimenti netti verso le istituzioni della UE, che restano la componente più consistente del deficit complessivo; le rimesse all'estero degli immigrati sono invece rimaste stabili.

Negli ultimi anni l'aggiustamento del saldo di conto corrente è stato ingente: oltre sei punti di PIL rispetto al picco del deficit nel 2010, 5,4 al netto degli effetti della posizione ciclica dell'Italia nel confronto con quella dei partner commerciali. Fino al 2015 il miglioramento è stato determinato quasi interamente dalla componente dei beni, grazie al buon andamento delle esportazioni e al calo dei prezzi dei prodotti energetici. L'ulteriore aggiustamento nel biennio successivo è invece dovuto soprattutto al saldo dei redditi da capitale, che ha beneficiato della riduzione della posizione debitoria netta sull'estero e della ricomposizione per strumento delle consistenze finanziarie; da questa ricomposizione è derivato un differenziale di rendimento tra attività e passività più favorevole.

Il conto finanziario

Gli investimenti dei residenti in titoli esteri di portafoglio si sono intensificati nel 2017 (127,1 miliardi di euro, da 84,4 nell'anno precedente). Sono aumentati in particolare gli acquisti di quote di fondi comuni (91,5 miliardi), soprattutto da parte delle famiglie: queste attività finanziarie – già in forte crescita nel portafoglio degli investitori italiani negli anni precedenti (cfr. il riquadro: *Gli investimenti in fondi comuni esteri e la composizione delle attività di portafoglio dei residenti*) – rappresentano sempre più una delle principali forme di impiego del risparmio alternative a titoli pubblici e obbligazioni bancarie. Poco meno di un quarto degli investimenti di portafoglio ha riguardato titoli di debito, che si sono concentrati, come nel 2016, in obbligazioni pubbliche e private emesse fuori dall'area dell'euro, riflettendo la propensione a ricercare rendimenti più elevati; gli acquisti di titoli azionari, seppure modesti, sono ripresi.

GLI INVESTIMENTI IN FONDI COMUNI ESTERI E LA COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ DI PORTAFOGLIO DEI RESIDENTI

Nel passato quinquennio gli investitori italiani (principalmente famiglie, assicurazioni e altri intermediari finanziari non bancari) hanno effettuato ingenti acquisti di fondi di investimento esteri (circa 70 miliardi in media all'anno), modificando la composizione del loro portafoglio in favore di attività diverse dai titoli di Stato italiani e dalle obbligazioni bancarie (cfr. il riquadro: *Gli investimenti di portafoglio all'estero dell'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2017). Alla fine del 2017 le consistenze in fondi esteri hanno toccato i 776 miliardi, pari al 29 per cento delle attività sull'estero

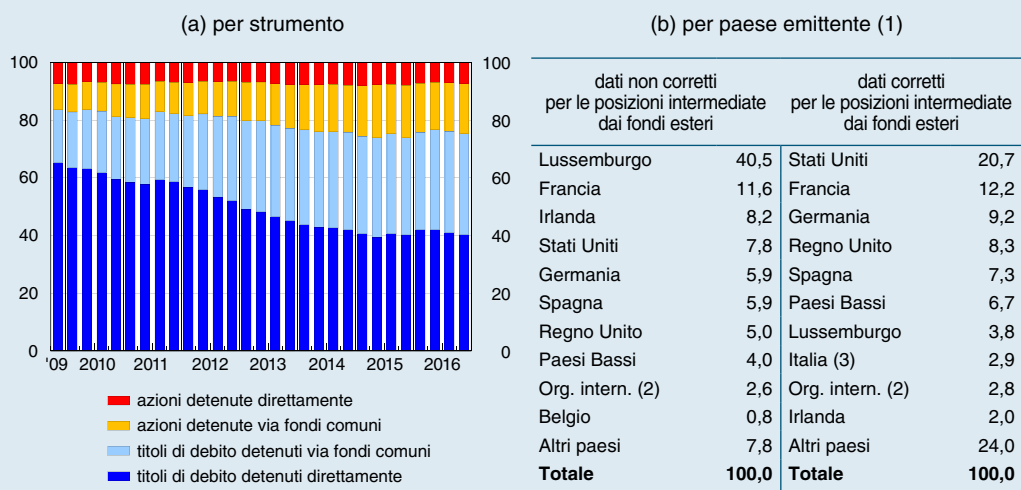
dell'Italia, un'incidenza nettamente più elevata rispetto agli altri paesi dell'Unione europea. Sebbene in diminuzione, una quota tuttora corrispondente alla metà dei fondi esteri è distribuita da intermediari facenti capo a gruppi bancari o finanziari italiani.

Il peso dei fondi esteri può ridurre il contenuto informativo delle statistiche di bilancia dei pagamenti sulla composizione del portafoglio dei residenti, sia per strumento (in quanto l'allocazione finale tra azioni e strumenti di debito dipende dalle strategie di investimento dei singoli fondi) sia per paese emittente (quasi il 90 per cento dei fondi sono domiciliati per ragioni fiscali e regolamentari in Lussemburgo e Irlanda, ma investono di fatto in attività di paesi diversi)¹. Per ovviare a tale problema sono state effettuate stime della composizione del portafoglio dei fondi esteri detenuti da residenti, sulla base di informazioni provenienti da Assogestioni, Fondo monetario internazionale (FMI) e banche centrali nazionali².

I risultati di queste stime indicano che alla fine del 2016 quasi due terzi del patrimonio dei fondi esteri era composto da strumenti di debito, mentre la restante parte era investita quasi interamente in titoli azionari. Tenendo conto delle attività detenute per il tramite di fondi esteri, la quota di titoli di debito sul complesso delle attività estere di portafoglio dell'Italia ammontava al 75 per cento (a fronte del 40 per cento se si considerassero solo i titoli detenuti direttamente). Dalla fine del 2009 tale quota si è ridotta di quasi dieci punti percentuali a favore dei titoli azionari, in particolare di quelli detenuti mediante fondi esteri (figura, pannello a).

Figura

Attività di portafoglio sull'estero dei residenti
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni, Banca d'Italia, Banque Centrale du Luxembourg, BCE, Central Bank of Ireland, FMI.

(1) Dati alla fine del 2016. – (2) Include investimenti in titoli emessi da organismi e istituzioni internazionali. – (3) Include investimenti in titoli di portafoglio italiani attraverso fondi comuni esteri (investimenti *round-trip*).

¹ A. Felettigh e P. Monti, *How to interpret the CPIS data on the distribution of foreign portfolio assets in the presence of sizeable cross-border positions in mutual funds: Evidence for Italy and the main euro-area countries*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 16, 2008.

² V. Della Corte, S. Federico e A. Felettigh, *Looking through cross-border positions in investment funds: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Correggendo per l'intermediazione dei fondi esteri, la composizione per paese emittente delle attività di portafoglio sull'estero degli italiani si modifica in modo radicale. Gli Stati Uniti diventano il principale paese di destinazione degli investimenti dei residenti, con una quota di poco superiore al 20 per cento; aumentano anche le quote di Francia, Germania, Regno Unito e Spagna, a fronte della riduzione di quella del Lussemburgo (da oltre il 40 a meno del 4 per cento; figura, pannello b). Una parte degli investimenti formalmente diretti all'estero (circa il 3 per cento) è in realtà reindirizzata verso attività italiane. Nel complesso si riscontra un incremento del grado di diversificazione geografica degli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti.

Gli investimenti diretti all'estero dei residenti sono stati pari a 6,5 miliardi (dati provvisori), circa la metà rispetto al 2016 in conseguenza di significativi disinvestimenti, in particolare da parte di UniCredit spa, e del rimborso di prestiti intrasocietari.

Dal lato delle passività, nel 2017 i non residenti hanno ripreso a investire in titoli di portafoglio italiani (28,7 miliardi). Gli acquisti dall'estero hanno riguardato per oltre la metà azioni, in relazione soprattutto alle ricapitalizzazioni avvenute nel settore bancario nella prima parte dell'anno. I restanti investimenti hanno interessato principalmente obbligazioni emesse da imprese non finanziarie (8,4 miliardi), che hanno registrato una forte ripresa (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*), e, in misura minore, titoli pubblici e obbligazioni bancarie (rispettivamente 3,6 e 3,2 miliardi; erano stati negativi per 24,6 e 28,7 miliardi nel 2016). L'andamento degli acquisti di titoli pubblici italiani dall'estero non è stato omogeneo nel corso dell'anno: ai disinvestimenti nel primo trimestre ha fatto seguito un rinnovato interesse da parte degli investitori esteri, a cui hanno verosimilmente contribuito l'attenuarsi dell'incertezza sulle prospettive dell'Unione monetaria dopo le elezioni francesi, il consolidamento della crescita, nonché il rafforzamento del sistema bancario del nostro paese. La durata residua media del debito pubblico italiano detenuto all'estero è rimasta all'incirca di sei anni, interrompendo il graduale calo osservato dalla crisi finanziaria globale.

Gli investimenti diretti in Italia da parte dei non residenti sono stati, secondo dati provvisori, pari a 17,8 miliardi, in linea con l'anno precedente. I minori investimenti nella componente azionaria sono stati compensati dai maggiori prestiti intrasocietari delle controllanti estere alle affiliate italiane. Nell'ultimo quinquennio gli afflussi per investimenti diretti esteri si sono attestati in media poco al di sotto dell'1 per cento del PIL, un livello inferiore agli altri principali paesi dell'area. La maggior parte degli investimenti dal 2013 al 2016 ha interessato le imprese dei servizi, in particolare intermediari finanziari e assicurativi e imprese dei trasporti e delle comunicazioni. Alla fine del 2016 circa un quarto dello stock di investimenti diretti in Italia riguardava imprese del comparto manifatturiero, un valore simile a quello della Francia e della Spagna e superiore a quello della Germania.

Nel 2017 la raccolta netta sull'estero delle banche italiane per prestiti e depositi, inclusa la componente intermediata da controparti centrali residenti, si è ridotta di 40,6 miliardi; il calo, sensibilmente più marcato rispetto all'anno precedente, ha riflesso le minori esigenze di raccolta (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema di pagamenti europeo TARGET2 è aumentata di 82,5 miliardi. L'incremento si è tuttavia

concentrato nei primi mesi dell'anno; dalla primavera il saldo passivo si è pressoché stabilizzato, attestandosi a 439 miliardi alla fine di dicembre (cfr. il riquadro: *Il recente andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2*).

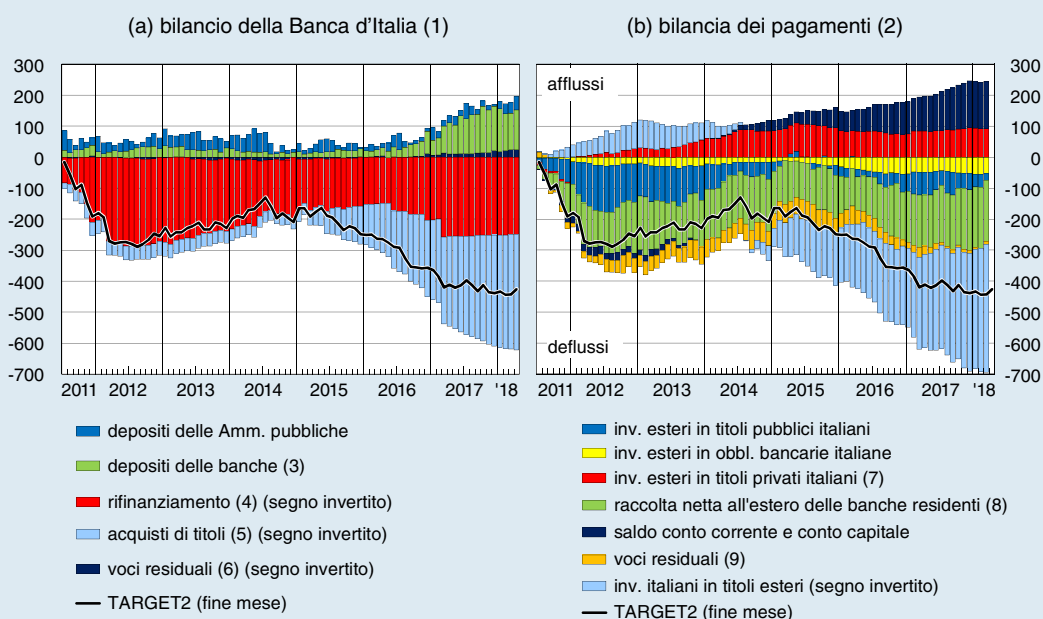
IL RECENTE ANDAMENTO DEL SALDO DELLA BANCA D'ITALIA SU TARGET2

Dall'avvio del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Euro-sistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) a marzo del 2015, il saldo debitorio della Banca d'Italia su TARGET2 è aumentato di 262 miliardi, raggiungendo i 426 alla fine dello scorso aprile.

Fino alla primavera del 2017, dal lato del bilancio della Banca d'Italia (figura A, pannello a; tavola, pannello A), il suo ritmo di crescita è stato pressoché analogo a quello della liquidità immessa nell'ambito dell'APP, in linea con quanto osservato in Spagna e in Portogallo (figura B).

Figura A

Principali fattori connessi con l'andamento del saldo TARGET2 (miliardi di euro)



(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia. Consistenze mensili (dati disponibili fino a aprile 2018). – (2) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti. Flussi cumulati da luglio 2011 (dati disponibili fino a marzo 2018). – (3) Passività verso istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (4) Prestiti a istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (5) Titoli detenuti per fini di politica monetaria. – (6) Differenza tra banconote in circolazione e "altre attività nette". – (7) Escluse le obbligazioni bancarie. – (8) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti); non include la raccolta obbligazionaria. – (9) Investimenti diretti, derivati, riserve ufficiali, altri investimenti, errori e omissioni.

Durante questo periodo la liquidità in eccesso introdotta con l'APP nei sistemi bancari dei diversi paesi dell'area dell'euro ha permesso ovunque un sostanziale miglioramento delle condizioni di finanziamento al settore privato, ma è poi defluita prevalentemente verso i sistemi di Germania, Francia e Paesi Bassi. A questi andamenti ha verosimilmente contribuito anche la configurazione dei rendimenti sui pronti contro termine overnight; quelli relativi a titoli pubblici italiani, a differenza di quelli

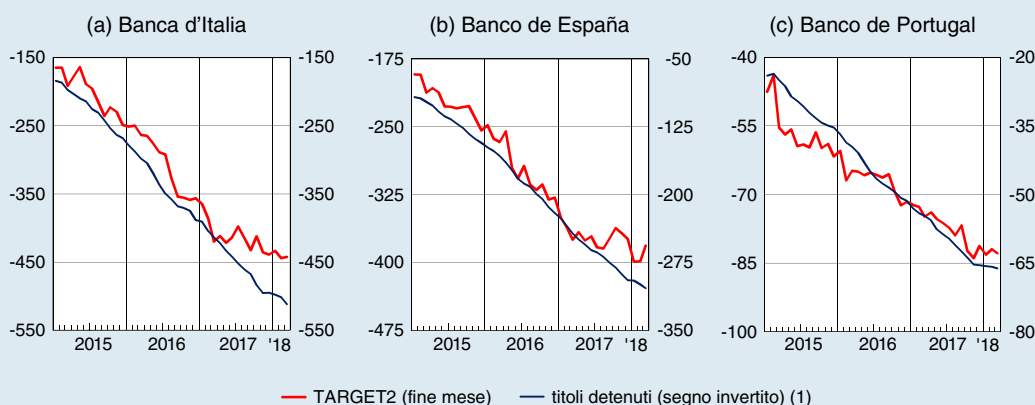
**Saldo TARGET2: relazione contabile con il bilancio della Banca d'Italia
e con la bilancia dei pagamenti (1)**
(miliardi di euro)

			(A) identità contabile del bilancio della Banca d'Italia						(B) identità contabile della bilancia dei pagamenti								
			Variazione TARGET2 = (a)+(b)+(c)-(d)-(e)-(f)						Variazione TARGET2 = (g)+(h)+(i)+(l)+(m)+(n)-(o)								
			più:			meno:			più:						meno:		
			Saldo a fine periodo	Variazio- ne del saldo	Depositi delle Amm. pubbliche	Banco- note in circolaz.	Depositi delle banche (2)	Rifinan- ziamen- to (3)	Acquisti di titoli (4)	Altre attività nette	Inv. esteri in titoli pubblici italiani	Inv. esteri in titoli privati italiani (5)	Inv. esteri in obbl. bancarie italiane	Raccolta netta all'estero delle banche residenti	Conto corrente e conto capitale	Voci residuali (6)	Inv. italiani in titoli esteri
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(l)	(m)	(n)	(o)				
Variazioni delle consistenze									Flussi								
mar.'15 - mar.'17	-420	-255	6	8	77	116	242	-12	-55	-4	-36	-56	77	27	208		
apr.'17 - dic.'17	-439	-19	-11	7	55	-6	78	-1	20	10	-3	-26	42	23	84		
gen.'18 - mar.'18	-442	-3	28	-4	-25	-1	11	-7	31	-3	-1	-1	2	1	32		
Totale dall'avvio dell'APP:																	
mar.'15 - mar.'18	-442	-278	23	11	107	109	330	-21	-4	3	-41	-84	121	51	324		

(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile del bilancio della Banca d'Italia (pannello A) e in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti (pannello B). – (2) Passività verso istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (3) Prestiti a istituzioni creditizie UEM per fini di politica monetaria. – (4) Titoli detenuti per fini di politica monetaria. – (5) Escluse le obbligazioni bancarie. – (6) Investimenti diretti, derivati, riserve ufficiali, altri investimenti, errori e omissioni.

Figura B

Saldo TARGET2 e portafoglio titoli delle BCN di Italia, Spagna e Portogallo
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

(1) Consistenze di fine mese di titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro e detenuti dalla BCN; scala di destra.

con collaterale tedesco, francese e olandese, si sono mediamente attestati al di sopra del tasso di remunerazione delle riserve bancarie depositate presso l'Eurosistema. Ciò ha reso più conveniente per le banche italiane l'impiego della liquidità nel mercato interbancario internazionale, mentre per le banche tedesche, francesi e olandesi è risultato più vantaggioso mantenerla inattiva presso la banca centrale.

Dal lato della bilancia dei pagamenti, la principale contropartita dell'aumento del saldo debitorio su TARGET2 nei primi due anni dell'APP sono stati gli acquisti di titoli esteri da parte dei residenti italiani (208 miliardi fino a marzo del 2017; figura A, pannello b; tavola, pannello B), riflettendo una ricomposizione del portafoglio da titoli di Stato e obbligazioni bancarie verso strumenti assicurativi e del risparmio gestito italiani ed esteri, caratterizzati da una maggiore diversificazione internazionale. Al ribilanciamento di portafoglio dei residenti ha contribuito l'APP, che ha diminuito la disponibilità e i rendimenti dei titoli di Stato; vi ha verosimilmente influito anche la seconda serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2) effettuate tra giugno del 2016 e marzo del 2017, che ha favorito la prosecuzione dei rimborsi netti di obbligazioni da parte delle banche¹.

Alle operazioni di politica monetaria sono in buona parte ricollegabili anche gli altri principali fattori associati con l'ampliamento del saldo passivo su TARGET2, tra cui il calo della raccolta all'estero delle banche e le vendite di titoli di Stato italiani da parte dei non residenti, in linea con quanto osservato per le obbligazioni pubbliche emesse dagli altri paesi dell'area; i deflussi sono stati solo in parte compensati dal crescente surplus di conto corrente.

Dalla primavera del 2017 alla fine dello stesso anno il saldo debitorio TARGET2 si è pressoché stabilizzato, aumentando nel complesso di soli 19 miliardi (mentre gli acquisti di titoli della Banca d'Italia per finalità di politica monetaria sono stati pari a 78 miliardi). Dal lato della bilancia dei pagamenti, i deflussi associati agli acquisti di titoli esteri da parte dei residenti e all'ulteriore riduzione della raccolta delle banche sui mercati internazionali sono stati quasi interamente compensati dagli afflussi connessi con gli investimenti esteri in titoli italiani e con l'avanzo di conto corrente.

La sostanziale stabilizzazione del saldo TARGET2 nel corso del 2017, osservata anche in Spagna, si è accompagnata a una distribuzione della liquidità in eccesso più bilanciata tra i sistemi bancari dei vari paesi. All'aumento delle riserve detenute dagli intermediari creditizi italiani (da valori pressoché nulli all'avvio dell'APP a quasi 130 miliardi alla fine del 2017) ha contribuito in primo luogo la flessione dei tassi di mercato sui pronti contro termine overnight di titoli di Stato italiani, divenuti come in altri paesi inferiori al tasso di remunerazione delle riserve bancarie depositate presso l'Eurosistema; tale flessione ha ridotto il costo-opportunità della detenzione di liquidità in eccesso anche per gli istituti di credito italiani.

Su questi sviluppi ha presumibilmente influito anche il deciso miglioramento delle prospettive del sistema bancario italiano e delle condizioni alle quali

¹ Al calo delle obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane hanno contribuito, oltre al cambiamento delle politiche di offerta delle banche, anche il venire meno di vantaggi fiscali e verosimilmente le incertezze suscitate dall'entrata in vigore della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (cfr. M. Coletta e R. Santioni, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 359, 2016).

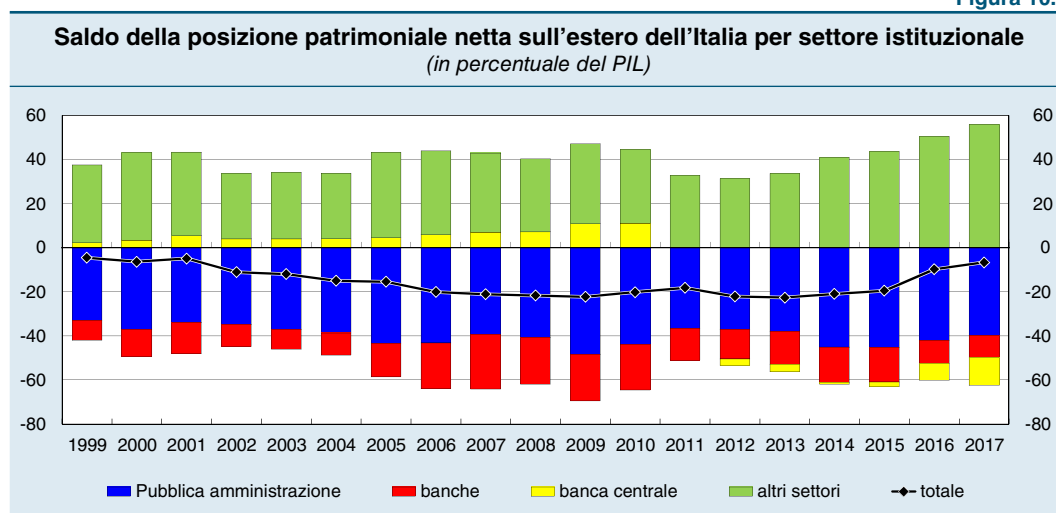
è in grado di raccogliere fondi sul mercato, in particolare dopo gli episodi di ricapitalizzazione e di soluzione dei casi di crisi di banche italiane (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

La posizione patrimoniale sull'estero

A dicembre del 2017 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era negativa per 114,7 miliardi, il 6,7 per cento del PIL. Il miglioramento di oltre tre punti di prodotto rispetto alla fine dell'anno precedente è dipeso interamente dal surplus di conto corrente. Gli aggiustamenti di valutazione hanno avuto un effetto netto trascurabile: all'impatto negativo dell'apprezzamento dell'euro si è contrapposto il rialzo dei prezzi di mercato delle attività estere detenute dai residenti.

La riduzione, per il quarto anno consecutivo, della posizione debitoria sull'estero trova la sua principale determinante nel cumularsi di saldi positivi di conto corrente e conto capitale (cfr. il riquadro: *Il miglioramento della posizione netta sull'estero*). Tale riduzione si è tradotta in un calo delle passività nette delle banche residenti e soprattutto in un aumento delle attività nette delle famiglie, delle compagnie di assicurazione e di altri intermediari finanziari non bancari, dovuto agli ingenti acquisti di titoli esteri da parte di questi settori. Nello stesso periodo si è progressivamente ampliata la posizione debitoria della Banca d'Italia, legata all'andamento del saldo TARGET2, mentre le passività nette della Pubblica amministrazione sono rimaste sui livelli di fine 2013 (fig. 10.4).

Figura 10.4



IL MIGLIORAMENTO DELLA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO

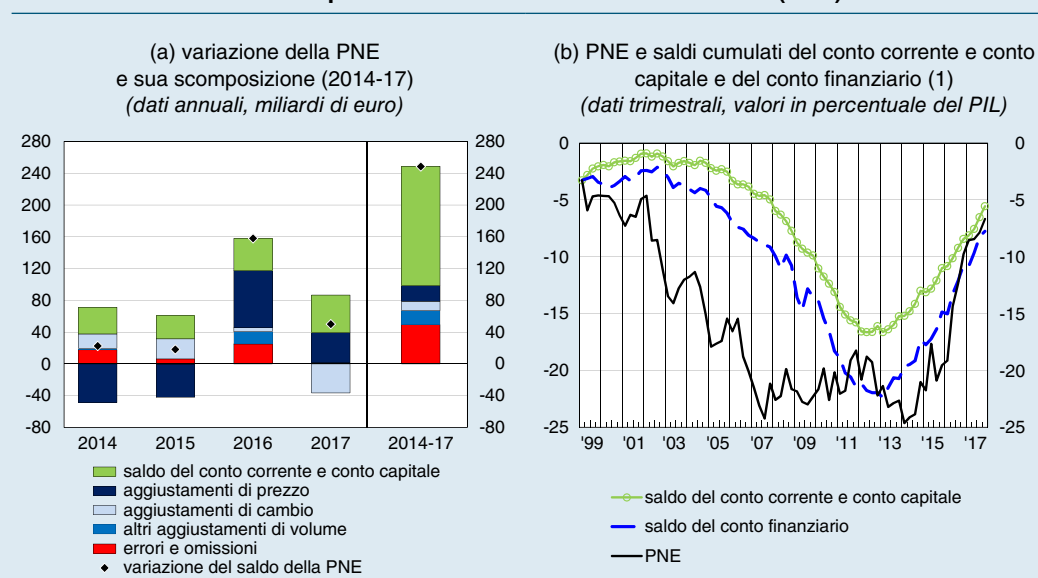
La posizione patrimoniale netta sull'estero (PNE) dell'Italia ha registrato negli ultimi quattro anni un miglioramento assai significativo: il saldo debitorio è passato da -364 miliardi di euro alla fine del 2013 a -115 alla fine del 2017 (dal 22,7 al

6,7 per cento del PIL). Questo aggiustamento è stato determinato soprattutto dal surplus di conto corrente e conto capitale, il cui effetto cumulato nel quadriennio ha contribuito per il 60 per cento (150 miliardi) alla riduzione del passivo sull'estero (figura A, pannello a)¹.

In presenza di un elevato ammontare di attività e passività sull'estero, gli aggiustamenti di valutazione dovuti ai movimenti dei prezzi e dei cambi possono creare (insieme agli errori e omissioni) un divario rilevante tra l'andamento della PNE e quello del saldo cumulato di conto corrente e conto capitale (figura A, pannello b): tra il 1999 e il 2007 la PNE era peggiorata in misura più significativa di quanto spiegato dalla dinamica del saldo corrente, mentre nel periodo successivo e fino al 2013 non aveva risentito dell'ampliamento del disavanzo. Tra il 2014 e il 2017 gli aggiustamenti di valutazione hanno nel complesso contribuito al miglioramento della PNE per circa il 20 per cento, pur determinando significative fluttuazioni annue: nel 2016 hanno ridotto la posizione debitoria di 93 miliardi, soprattutto grazie al calo dei prezzi delle azioni e obbligazioni italiane detenute dagli investitori esteri.

Figura A

Posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia (PNE)



Fonte: Istat per il PIL.

(1) I saldi del conto corrente e conto capitale e del conto finanziario sono cumulati a partire dal 1° trimestre 1999, con valore di partenza pari al corrispondente valore della PNE.

Sulla base delle previsioni del Fondo monetario internazionale sull'andamento del saldo di conto corrente e del PIL nominale, si può valutare che la PNE dell'Italia si azzererebbe nel 2020 e raggiungerebbe un saldo positivo di circa il 4 per cento

¹ Sull'entità del miglioramento non hanno influito le recenti revisioni apportate alla stima di alcune componenti delle attività finanziarie sull'estero. Gli effetti di queste revisioni hanno invece riguardato i livelli, migliorando il saldo della PNE lungo l'intera serie storica per: (a) l'emissione e le importazioni/esportazioni di banconote in euro; (b) l'emersione di capitali illecitamente detenuti all'estero dai residenti nell'ambito della prima procedura di collaborazione volontaria (voluntary disclosure); (c) la revisione della stima dei fondi comuni esteri detenuti da residenti e depositati direttamente all'estero. Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Posizione patrimoniale sull'estero e debito estero](#).

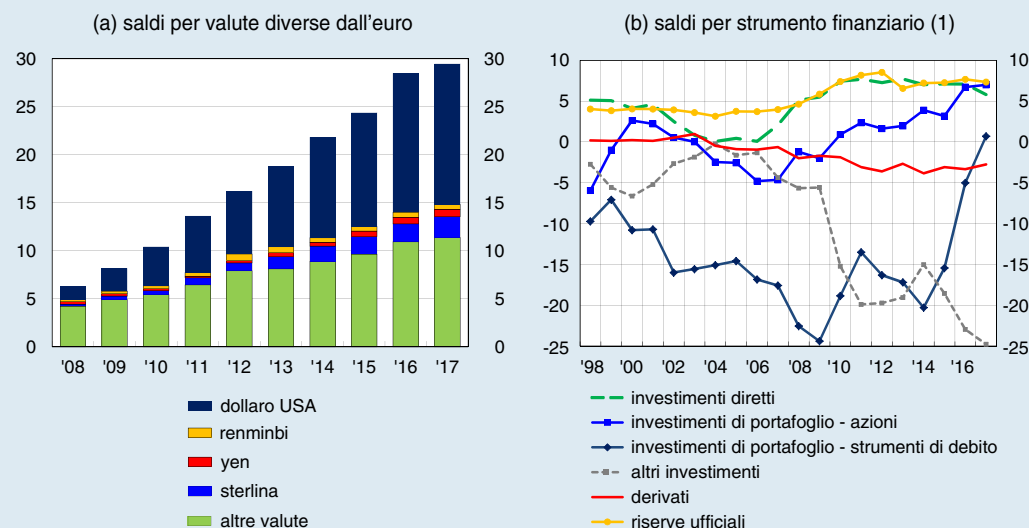
del PIL nel 2023. Analoghe proiezioni indicherebbero un'ulteriore crescita della posizione creditoria della Germania (oltre il 90 per cento del PIL nel 2023), una riduzione del saldo passivo della Spagna, sebbene su livelli ancora molto elevati (-55 per cento), e una sostanziale stabilità di quello della Francia (circa -20 per cento).

Queste proiezioni ipotizzano un impatto nullo degli aggiustamenti di valutazione. In un'analisi di stress sono stati considerati tre diversi scenari, che includono possibili effetti avversi sulla PNE italiana; tali effetti potrebbero derivare da shock inattesi riguardanti cambi, corsi azionari e tassi di interesse².

In un primo scenario, nell'ipotesi di un apprezzamento dell'euro nei confronti di tutte le altre valute dell'ordine del 20 per cento, gli aggiustamenti di valutazione determinerebbero un peggioramento della PNE di quasi sei punti di PIL; ciò riflette l'esposizione valutaria dal lato delle attività, assai cresciuta negli ultimi anni soprattutto nei confronti del dollaro statunitense (figura B, pannello a). In un secondo scenario, nell'ipotesi di una caduta del 30 per cento dei prezzi internazionali delle azioni, la PNE peggiorerebbe di circa due punti di PIL³; l'Italia registra infatti una posizione netta creditoria negli strumenti azionari, diretti e di portafoglio (inclusendo anche quelli detenuti mediante fondi comuni esteri; figura B, pannello b). Infine, nell'ipotesi di un aumento globale dei tassi di interesse di 100 punti base lungo l'intera curva delle scadenze, l'effetto sulla PNE sarebbe pressoché nullo, poiché la posizione netta

Figura B

Posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia
(valori di fine anno in percentuale del PIL)



Fonte: Istat per il PIL.

(1) Le attività in fondi comuni esteri sono state ripartite per 1/3 ad azioni e per 2/3 a titoli di debito (cfr. il riquadro: *Gli investimenti in fondi comuni esteri e la composizione delle attività di portafoglio dei residenti*).

² V. Della Corte, S. Federico e E. Tosti, *Unwinding external stock imbalances? The case of Italy's net international investment position*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Se lo shock interessasse invece solo i titoli italiani, la PNE migliorerebbe di quasi cinque punti di PIL, grazie alla riduzione del valore delle passività verso l'estero.

in titoli di debito (comprendendo quelli posseduti dai fondi esteri) è sostanzialmente bilanciata, anche in termini di durata finanziaria⁴.

Questa analisi considera solo gli impatti diretti sulla valutazione di attività e passività ed esclude possibili effetti di retroazione sulla bilancia dei pagamenti. Tuttavia, per la loro dimensione contenuta, questi effetti nei diversi scenari (anche se combinati tra loro) non sembrano in grado di modificare in modo sostanziale il quadro descritto dalle attuali proiezioni macroeconomiche; in particolare la PNE dell'Italia rimarrebbe lontana dalla soglia di allerta (-35 per cento) prevista dalla Procedura per gli squilibri macroeconomici della Commissione europea.

⁴ Se il rialzo dei tassi riguardasse invece solo i titoli emessi da residenti nell'area dell'euro oppure soltanto quelli italiani, si avrebbero effetti positivi sulla PNE rispettivamente per circa uno e tre punti di PIL.

11. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2017 la politica di bilancio ha mantenuto un orientamento moderatamente espansivo, motivato dall'obiettivo di non ostacolare l'irrobustirsi della ripresa economica. Nelle stime della Commissione europea l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico è diminuito di 0,6 punti percentuali del prodotto. Sulla scia della ripresa ciclica l'avanzo primario in termini nominali è rimasto invariato, all'1,5 per cento del PIL. Grazie all'ulteriore riduzione della spesa per interessi l'indebitamento netto ha continuato a contrarsi, portandosi dal 2,5 al 2,3 per cento. Il debito è sceso marginalmente, al 131,8 per cento.

L'orientamento della politica di bilancio nel 2018 sarebbe sostanzialmente neutrale. Nel quadro a legislazione vigente del Documento di economia e finanza (DEF) presentato alla fine di aprile, è stato confermato il calo dell'indebitamento netto nel 2018 all'1,6 per cento; nel 2020 sarebbe conseguito il pareggio di bilancio. Nell'anno in corso l'incidenza del debito sul prodotto diminuirebbe di circa un punto percentuale; la riduzione proseguirebbe a un ritmo più sostenuto negli anni successivi fino al 122 per cento nel 2021.

In maggio la Commissione europea ha valutato l'andamento dei conti pubblici nel 2017 sostanzialmente coerente con le regole di bilancio europee; per l'anno in corso ha segnalato il rischio di scostamenti significativi che saranno valutati nella primavera del 2019 alla luce dei dati di consuntivo.

La finanza pubblica nel 2017

La politica di bilancio. – Nel corso della sessione di bilancio dell'autunno 2016 il Governo decideva di rinviare la correzione dei conti e rivedeva al rialzo l'obiettivo di indebitamento netto per il 2017 rispetto a quanto indicato nella precedente primavera: nel Documento programmatico di bilancio (DPB) il disavanzo del 2017 veniva programmato al 2,3 per cento del PIL (tav. 11.1); il saldo strutturale peggiorava di circa 0,4 punti percentuali del prodotto (all'1,6 per cento) rispetto all'anno precedente. Veniva posticipato al 2018 l'aumento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia¹.

Nell'aprile 2017 il Governo, alla luce delle indicazioni della Commissione europea², contestualmente alla presentazione del DEF varava una manovra correttiva

¹ *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2017-19*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L. F. Signorini, Camera dei Deputati, 7 novembre 2016.

² La Commissione europea aveva segnalato il rischio di scostamenti significativi sia nel mese di novembre in occasione della valutazione del DPB, sia all'inizio del 2017 nel rapporto sul rispetto della regola del debito, e aveva chiesto una manovra correttiva pari ad almeno lo 0,2 per cento del PIL nel febbraio 2017.

Tavola 11.1

Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2017 (percentuali del PIL)								
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:			
	indebitamento netto	avanzo primario	variazione disavanzo strutturale	debito	crescita del PIL reale 2017	privatizzazioni 2017	indebitamento netto 2016	disavanzo strutturale 2016
Tendenziale								
Aprile 2016 (1)	1,4	2,4	-0,5	130,3	1,2	0,5	2,3	1,3
Obiettivi								
Aprile 2016 (1)	1,8	2,0	-0,1	130,9	1,4	0,5	2,3	1,2
Settembre 2016 (2)	2,0	1,7	0,0	132,5	1,0	0,5	2,4	1,2
Ottobre 2016 (3)	2,3	1,4	0,4	132,6	1,0	0,5	2,4	1,2
Aprile 2017 (4)	2,1	1,7	0,3	132,5	1,1	0,3	2,4	1,2
Stime								
Aprile 2017 (4)	2,3	1,5	0,5	132,7	1,1	0,3	2,4	1,1
Settembre 2017 (5)	2,1	1,7	0,4	131,6	1,5	0,2	2,5	1,0
Consuntivo (6)	2,3	1,5	0,3	131,8	1,5	0,0	2,5	1,4

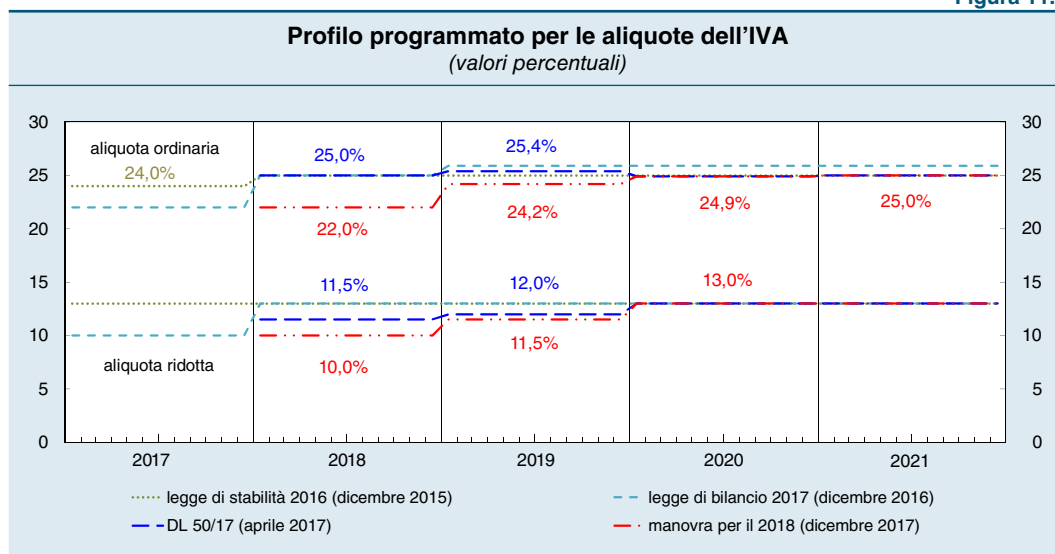
(1) Documento di economia e finanza 2016. – (2) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016. – (3) Documento programmatico di bilancio 2017. – (4) Documento di economia e finanza 2017. – (5) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017. – (6) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat. Per la variazione del saldo strutturale nel 2017 e per il disavanzo strutturale del 2016, Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2018.

(cfr. il paragrafo: *Le prospettive* nel capitolo 11 della *Relazione annuale* sul 2016), che consentiva di ridurre l'obiettivo di disavanzo per l'anno in corso dal 2,3 al 2,1 per cento del PIL; in termini strutturali l'aumento del disavanzo rispetto all'anno precedente veniva limitato a 0,3 punti percentuali (all'1,5 per cento). Il debito pubblico era indicato pressoché stabile al 132,5 per cento del PIL. Dal 2018 gran parte delle risorse reperite con la manovra era destinata a rimodulare gli effetti delle clausole di salvaguardia, disponendo anche un diverso profilo temporale degli aumenti delle aliquote (fig. 11.1)³.

Con la *Nota di aggiornamento* del DEF di settembre il Governo confermava la stima per l'indebitamento netto del 2017 al 2,1 per cento del PIL, nonostante l'Istat avesse nel frattempo rivisto al rialzo il disavanzo a consuntivo del 2016 dal 2,4 al 2,5 per cento. Secondo la Nota l'incidenza del debito sul prodotto nel 2017 sarebbe diminuita dal 132,0 per cento del 2016 (rivisto al ribasso per effetto della revisione in aumento del PIL operata dall'Istat) al 131,6 per cento: il calo derivava da nuove stime delle correzioni stock-flussi rispetto a quanto ipotizzato nel DEF.

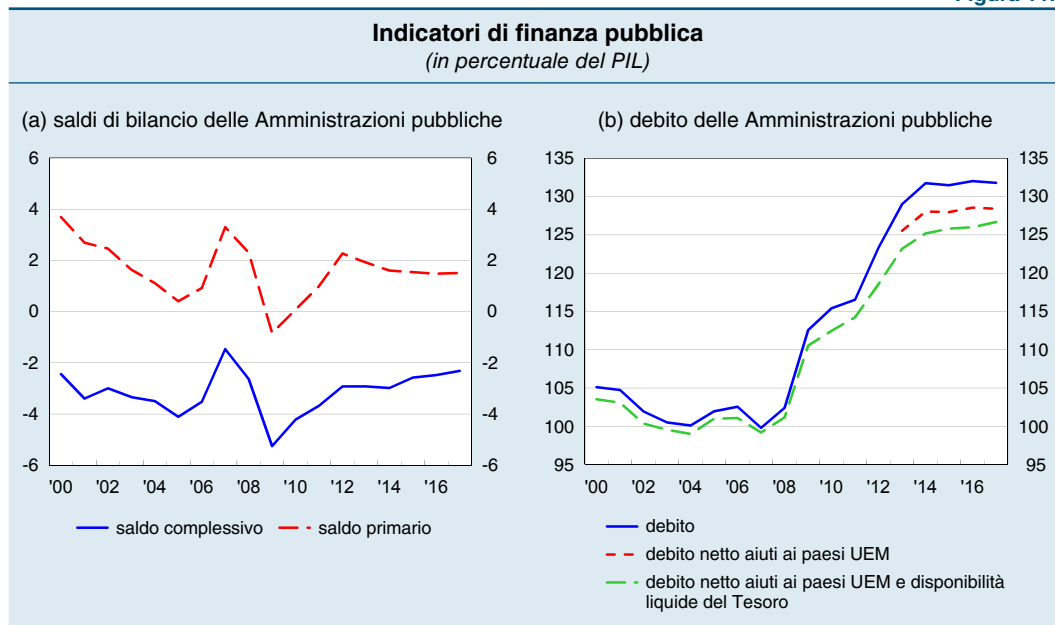
³ Il maggiore gettito atteso dall'attivazione delle clausole veniva ridotto di 3,8 miliardi nel 2018, di 4,4 nel 2019 e di 4,1 nel 2020 (a 15,7 miliardi nel 2018, 18,9 nel 2019 e 19,2 dal 2020). In particolare la manovra disponeva che l'aumento dal 10 a 13 per cento dell'aliquota ridotta, previsto in precedenza per il 2018, fosse ripartito in tre anni (nella misura di 1,5 punti nel 2018, di 0,5 punti nel 2019 e di un punto nel 2020); per l'aliquota ordinaria del 22 per cento veniva confermato l'aumento di 3 punti fissato per il 2018 mentre si stabilivano valori del 25,4 per cento per il 2019, del 24,9 per cento nel 2020 e del 25 per cento dal 2021. Veniva infine posticipato al 2019 l'aumento delle accise previsto per il 2018. Con la manovra di bilancio approvata alla fine del 2017 gli inasprimenti per il 2018 venivano cancellati (cfr. il paragrafo: *Le prospettive*).

Figura 11.1



I risultati. – Nel 2017 l'indebitamento netto è sceso al 2,3 per cento del PIL (dal 2,5 del 2016; fig. 11.2.a e tav. 11.2) per effetto della riduzione della spesa per interessi (dal 4,0 al 3,8 per cento del prodotto); l'avanzo primario è rimasto sostanzialmente stabile all'1,5 per cento. I provvedimenti a sostegno del sistema bancario hanno accresciuto l'indebitamento netto per circa 0,3 punti percentuali del PIL⁴; al netto di questa posta il disavanzo sarebbe risultato sostanzialmente in

Figura 11.2



⁴ Le erogazioni a sostegno del sistema finanziario (circa 0,4 punti percentuali del prodotto) sono state in parte compensate dalle entrate (circa lo 0,1 per cento del PIL) del Fondo di risoluzione nazionale – incluso nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche – versate dal sistema bancario nell'ambito dell'operazione di risoluzione di Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara e Cassa di Risparmio di Chieti. Tali entrate sono state contabilizzate fra le imposte indirette.

Tavola 11.2

Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1) <i>(miliardi di euro e percentuali del PIL)</i>						
VOCI	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Entrate correnti	766,3	763,7	770,5	781,8	781,0	795,1
di cui: contributi sociali	215,8	215,3	214,3	219,1	220,6	226,2
imposte dirette	239,8	240,9	238,0	243,3	248,3	250,5
imposte indirette	246,7	239,8	248,8	250,2	243,1	249,9
Entrate in conto capitale	5,9	8,8	6,7	6,9	6,8	4,8
Totale entrate	772,3	772,5	777,1	788,6	787,8	799,9
in % del PIL	47,9	48,1	47,9	47,7	46,9	46,6
Spese primarie correnti	671,4	683,7	691,0	693,9	705,5	708,3
Interessi	83,6	77,6	74,4	68,0	66,4	65,6
Spese in conto capitale (2)	64,3	58,1	60,2	69,3	57,5	65,7
di cui: investimenti fissi lordi	41,4	38,6	36,9	37,3	35,7	33,7
Totale spese	819,3	819,4	825,5	831,2	829,5	839,6
in % del PIL	50,8	51,1	50,9	50,3	49,3	48,9
Saldo primario	36,5	30,7	26,0	25,5	24,8	26,0
in % del PIL	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5
Indebitamento netto	47,1	46,9	48,4	42,6	41,6	39,7
in % del PIL	2,9	2,9	3,0	2,6	2,5	2,3

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.

linea con quanto indicato dal Governo nei documenti programmatici del 2017. L'incidenza sul prodotto delle entrate e quella delle spese primarie si sono ridotte in pari misura (0,3 punti percentuali, rispettivamente al 46,6 e al 45,1 per cento del PIL; cfr. i paragrafi: *Le entrate* e *Le spese*).

Il rapporto fra il debito e il prodotto è diminuito leggermente, al 131,8 per cento (fig. 11.2.b; cfr. il paragrafo: *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*); il calo è di poco inferiore a quanto atteso dal Governo nello scorso autunno. Le misure di sostegno al settore finanziario hanno incrementato il debito di quasi un punto percentuale del PIL (cfr. il riquadro: *L'impatto sui conti pubblici delle misure di sostegno al settore finanziario*); il decumulo di disponibilità liquide del Tesoro lo ha ridotto di 0,8.

L'IMPATTO SUI CONTI PUBBLICI DELLE MISURE DI SOSTEGNO AL SETTORE FINANZIARIO

In Italia il sostegno al settore finanziario fornito dall'operatore pubblico dall'inizio della crisi globale è stato modesto. Fino al 2016 è stato di entità del tutto marginale, mentre nel 2017 sono state gestite alcune situazioni di crisi bancaria che hanno determinato un impatto non trascurabile sui conti pubblici. Nonostante gli interventi recenti, il supporto pubblico al settore finanziario nel nostro paese rimane significativamente più basso rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro. Nel confronto con le principali economie dell'area, il sostegno pubblico in Italia è stato

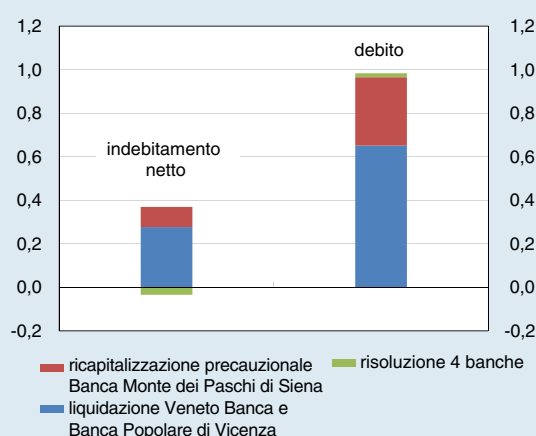
sensibilmente inferiore rispetto a quello di Germania e Spagna e solo leggermente superiore a quello della Francia. Anche il supporto nella forma di garanzie rilasciate a favore di banche e altre istituzioni finanziarie, che nelle fasi più acute della crisi ha raggiunto in Italia valori non trascurabili, è stato più contenuto rispetto alla media delle altre economie dell'area dell'euro.

Gli interventi in Italia. – Gli interventi di sostegno al settore finanziario del 2017 hanno riguardato: (a) la liquidazione di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza¹; (b) la ricapitalizzazione precauzionale di Banca Monte dei Paschi di Siena; (c) la definizione della cessione a soggetti privati delle quattro banche nate dall'operazione di risoluzione del 2015². Nel complesso queste operazioni hanno accresciuto l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche di circa 0,3 punti percentuali del PIL e il debito pubblico di quasi un punto percentuale (figura A)³. A fronte dell'incremento del debito, le Amministrazioni pubbliche hanno acquisito attivi finanziari (principalmente partecipazioni azionarie e crediti deteriorati)⁴

che verranno ceduti o recuperati nel corso del tempo, contribuendo nei prossimi anni a ridurre il costo netto delle operazioni per il bilancio dello Stato e il debito pubblico.

Figura A

**Sostegno pubblico
al settore finanziario italiano nel 2017 (1)**
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, *Supplementary tables for reporting government interventions to support financial institutions*, aprile 2018.

(1) L'effetto sull'indebitamento netto include anche il versamento da parte del sistema bancario – nell'ambito dell'operazione di risoluzione delle 4 banche – del contributo (pari a circa lo 0,1 per cento del PIL) al Fondo di risoluzione nazionale che, secondo le regole statistiche europee, è incluso nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche.

¹ La contabilizzazione dell'operazione è avvenuta secondo le [indicazioni metodologiche dell'Eurostat](#).

² L'operazione di risoluzione di Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara e Cassa di Risparmio di Chieti è stata gestita dal Fondo di risoluzione nazionale (FRN) che, secondo le regole statistiche europee, è incluso nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche. Le sofferenze delle banche sottoposte a risoluzione sono gestite da una società specializzata (REV Gestione Crediti spa) controllata dall'FRN. Prima della loro cessione, nel 2017 le banche sono state ricapitalizzate per 0,9 miliardi dall'FRN; l'esborso è stato finanziato con il versamento da parte del sistema bancario di un contributo all'FRN pari a poco più di 1,5 miliardi. Nel complesso quindi l'operazione ha determinato una leggera riduzione dell'indebitamento netto del 2017.

³ La differenza fra l'impatto sull'indebitamento netto e quello sul debito è principalmente dovuta a: (a) la riclassificazione nel debito pubblico, in linea con il parere dell'Eurostat, delle passività delle liquidazioni di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza (6,4 miliardi); (b) la contabilizzazione nell'indebitamento netto solamente di una parte (1,6 miliardi su 5,4 miliardi complessivi) del supporto finanziario a favore di Banca Monte dei Paschi di Siena (la parte restante è stata considerata un'operazione finanziaria con effetti solo sul debito).

⁴ Il valore degli attivi finanziari acquisiti nel corso del 2017, valutati secondo un approccio prudenziale in linea con le indicazioni metodologiche dell'Eurostat, ammonta a circa lo 0,7 per cento del PIL. Considerando una valutazione dei crediti deteriorati coerente con i tassi di recupero osservati nel decennio precedente, il valore degli attivi acquisiti nel corso del 2017 sarebbe pari a circa un punto percentuale del prodotto.

Gli interventi effettuati in precedenza (dall'inizio della crisi e fino al 2016) hanno avuto un impatto cumulato sul disavanzo delle Amministrazioni pubbliche pari a circa lo 0,2 per cento del PIL. Alla fine del 2016 la parte del debito pubblico connessa con tali operazioni era di ammontare analogo e riconducibile all'operazione di risoluzione delle quattro banche varata alla fine del 2015.

Il confronto internazionale. – Sin dall'inizio della crisi il sostegno pubblico al settore finanziario nel nostro paese è stato contenuto nel confronto con la media delle altre economie dell'area dell'euro (figura B). Sulla base dei dati forniti dall'Eurostat, gli effetti cumulati sull'indebitamento netto nel decennio 2008-2017 sono stati pari a poco più di mezzo punto percentuale per l'Italia, contro i circa 2,5 punti della media degli altri paesi dell'area (i corrispondenti valori per Germania e Spagna sono 1,6 e 4,6; per la Francia l'effetto è stato sostanzialmente nullo).

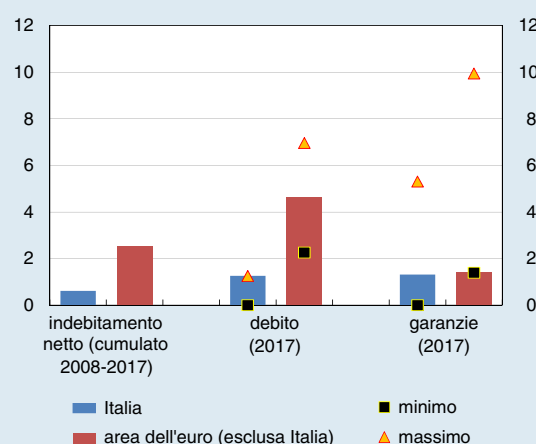
Alla fine dello scorso anno l'impatto sul debito pubblico degli interventi di sostegno al settore finanziario era pari a 1,3 punti percentuali del prodotto. Alla stessa data, nelle altre economie dell'area dell'euro, gli effetti sul debito pubblico del sostegno finanziario erano pari in media a 4,6 punti percentuali del prodotto (5,9 in Germania, 4,4 in Spagna e 0,1 in Francia).

Le garanzie. – Aiuti pubblici al settore finanziario sono stati forniti anche nella forma di garanzie rilasciate a favore di banche e altre istituzioni finanziarie, senza impatto immediato su disavanzo e debito⁵. Nelle fasi più acute della crisi tali garanzie hanno raggiunto valori molto elevati; il livello massimo registrato in Italia è stato pari al 5,3 per cento del PIL, contro quasi il 10 per cento nella media degli altri paesi dell'area dell'euro (6,5 in Germania, 10,1 in Spagna e 5,2 in Francia).

⁵ Tali garanzie, in quanto passività solo potenziali, non vengono conteggiate nell'indebitamento netto e nel debito pubblico fino al momento della loro effettiva escussione. Nel caso dell'Italia l'intervento ha assunto principalmente la forma di garanzie su emissioni obbligazionarie delle banche; su tali garanzie finora non vi sono state escussioni.

Figura B

**Sostegno pubblico al settore finanziario
negli anni 2008-2017:
un confronto internazionale (1)**
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, *Supplementary tables for reporting government interventions to support financial institutions*, aprile 2018.

(1) Per l'indebitamento netto si considera il valore cumulato dal 2008 al 2017 del sostegno finanziario in rapporto al PIL. Per il debito e le garanzie si riporta il dato del 2017 (istogramma) e i valori minimi e massimi del periodo 2008-2017. L'area dell'euro è composta dai 19 paesi che alla fine del 2017 adottavano la moneta unica.

Negli ultimi anni, con il miglioramento delle condizioni del sistema finanziario, le garanzie si sono ridotte. Alla fine del 2017 in Italia erano pari a 1,3 punti percentuali del PIL, contro 1,4 per la media degli altri paesi dell'area dell'euro (0,3 in Germania, 3,4 in Spagna e 1,6 in Francia).

Nelle stime della Commissione europea l'orientamento della politica di bilancio nel 2017 è rimasto espansivo per il quarto anno consecutivo; l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico è sceso di 0,6 punti percentuali. Dal 2014 l'impulso espansivo cumulato è stato pari al 2,3 per cento del prodotto. In termini strutturali (al netto cioè sia degli effetti della componente ciclica, sia delle misure temporanee) il deterioramento dei conti pubblici è stato meno pronunciato (un quarto di punto percentuale del PIL): l'avanzo primario si è ridotto di 0,4 punti percentuali, ma la discesa della spesa per interessi (in rapporto al prodotto potenziale) ha contenuto l'aumento del disavanzo.

Le entrate

Nel 2017 le entrate sono cresciute dell'1,5 per cento (a 799,9 miliardi, pari al 46,6 per cento del PIL; tav. 11.2), riflettendo l'aumento in gran parte ciclico dei contributi sociali e del gettito tributario. La dinamica complessiva di queste due voci è stata comunque più contenuta di quella del PIL: la pressione fiscale è di conseguenza diminuita, per il quarto anno consecutivo (al 42,5 per cento del prodotto, dal 42,7 del 2016).

Le entrate contributive, aumentate del 2,5 per cento (a 226,2 miliardi), sono state sospinte dagli incassi connessi con la definizione agevolata dei ruoli affidati agli agenti della riscossione (cosiddetta rottamazione delle cartelle) e soprattutto dall'andamento dell'occupazione nel settore privato (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Nel 2017 hanno continuato a manifestarsi gli effetti degli sgravi temporanei per le assunzioni di lavoratori a tempo indeterminato previsti dalle manovre per il 2015 e per il 2016⁵.

Anche il gettito tributario, cresciuto dell'1,2 per cento (a 502,6 miliardi), ha beneficiato della rottamazione delle cartelle. Sono aumentate sia le imposte indirette (del 2,8 per cento, a 249,9 miliardi) sia, in minore misura, quelle dirette (dello 0,9 per cento, a 250,5 miliardi); si sono invece più che dimezzate le imposte in conto capitale (passate da 5,4 a 2,2 miliardi).

Fra le imposte indirette l'IVA ha segnato un marcato incremento (5,7 per cento, a 108,8 miliardi): vi ha influito, per la componente relativa agli scambi interni, l'ampliamento dell'ambito di applicazione del meccanismo della scissione contabile (*split payment*)⁶ e, per la componente relativa alle importazioni, il rialzo dei corsi petroliferi rispetto al 2016. Il gettito dell'IRAP ha ripreso a crescere (dell'8,9 per cento, a 22,4 miliardi), dopo un quadriennio di calo ininterrotto (dovuto alla congiuntura

⁵ Nelle valutazioni ufficiali le minori entrate contributive connesse con tali provvedimenti ammonterebbero a circa 5,2 miliardi nel 2016 e 6,3 nel 2017 (cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2015 e nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2016 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Contributi sociali*).

⁶ Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2016 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte indirette*.

economica sfavorevole e soprattutto alle misure che hanno determinato l'esclusione del costo del lavoro dalla base imponibile). Sono infine lievemente diminuite le imposte immobiliari locali (dello 0,6 per cento, a 20,6 miliardi) e, in misura più accentuata, le entrate da lotterie e giochi (del 3,4 per cento, a 9,1 miliardi).

La dinamica delle imposte dirette è stata sostenuta dall'Irpef (salita dell'1,7 per cento, a 169,9 miliardi) che ha beneficiato della ripresa ciclica e del miglioramento del mercato del lavoro. L'Ires è invece rimasta sostanzialmente stabile (intorno a 34,2 miliardi): per effetto dei meccanismi di versamento dell'imposta, la diminuzione dell'aliquota (dal 27,5 al 24,0 per cento) – applicata a decorrere dal 2017 – ha avuto un impatto limitato sul gettito dell'anno; ulteriori effetti dovrebbero osservarsi nel 2018⁷. Le imposte sostitutive sui redditi da attività finanziarie hanno infine registrato una flessione (del 5,3 per cento, a 12,9 miliardi) in connessione con il calo dei rendimenti.

La significativa contrazione delle imposte in conto capitale è essenzialmente legata al ridimensionamento degli introiti temporanei relativi alla procedura di collaborazione volontaria (passati da 4,1 a un miliardo circa)⁸.

La pressione fiscale nel confronto internazionale. – Sebbene in graduale riduzione, la pressione fiscale in Italia resta più elevata di 1,2 punti percentuali rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro⁹; il divario ha comunque raggiunto i livelli più bassi dell'ultimo decennio. Limitando il confronto ai principali paesi dell'area, il peso della fiscalità è inferiore a quello della Francia (48,6 per cento), mentre è superiore a quello di Germania e Spagna (40,5 e 34,6 per cento, rispettivamente).

La tassazione sul lavoro ha un'incidenza significativa in Italia. L'aliquota implicita di tassazione sul lavoro è la più elevata dell'area dell'euro (a differenza dell'aliquota implicita sui consumi, che è fra le più basse; cfr. il riquadro: *Effetti su incentivi e redistribuzione di una ricomposizione della tassazione sulle famiglie*)¹⁰. Anche con riferimento a figure tipo di lavoratore dipendente, l'evidenza disponibile indica un cuneo fiscale più elevato in Italia rispetto agli altri paesi dell'area; l'introduzione a partire dal 2014 di sgravi a favore dei dipendenti con redditi medio-bassi ha tuttavia ridotto sensibilmente il cuneo per le figure tipo

⁷ La riduzione dell'aliquota non ha di fatto avuto conseguenze per gli enti creditizi e finanziari e per la Banca d'Italia, ai quali dal 2017 è applicata un'addizionale di 3,5 punti percentuali; cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2016 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette*.

⁸ Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2014 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette*.

⁹ In base alle regole contabili europee il credito di imposta per i lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi (9,2 miliardi l'anno nelle valutazioni ufficiali) e quello alle imprese per imposte anticipate (2,4 miliardi nel 2016 e 5,9 nel 2017) sono classificati come maggiori spese. Se si contabilizzano entrambi gli sgravi in riduzione delle entrate la pressione fiscale si collocherebbe al 41,6 per cento del PIL nel 2017 e il divario rispetto agli altri paesi dell'area risulterebbe pari a 0,3 punti percentuali.

¹⁰ Le informazioni sono tratte dal database [Data on taxation](#) della Commissione europea; il dato più recente è riferito al 2016. L'aliquota implicita di tassazione sul lavoro è calcolata rapportando la somma dei contributi sociali e delle imposte sul reddito da lavoro dipendente alle retribuzioni lorde; l'aliquota implicita di tassazione sul consumo è definita come rapporto fra il gettito di tutte le imposte sui consumi e la spesa finale per consumi delle famiglie.

con retribuzioni inferiori alla media (cfr. il paragrafo: *Le entrate* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2016)¹¹.

EFFETTI SU INCENTIVI E REDISTRIBUZIONE DI UNA RICOMPOSIZIONE DELLA TASSAZIONE SULLE FAMIGLIE

In Italia il cuneo fiscale sul lavoro – pur diminuito negli ultimi anni – resta elevato, anche nel confronto internazionale. Gli organismi internazionali¹ hanno più volte suggerito che una sua ulteriore riduzione potrebbe essere ottenuta spostando parte del carico tributario dalle imposte dirette (come l'Irpef) a quelle indirette (come l'IVA), a parità di saldo di bilancio.

Tale misura potrebbe attenuare gli effetti distorsivi delle imposte sull'offerta di lavoro; inoltre, aumentando la tassazione sulle importazioni e riducendola sulle esportazioni, potrebbe comportare di fatto una svalutazione fiscale e di conseguenza un miglioramento della posizione competitiva dell'economia italiana. Tuttavia l'inasprimento di un'imposta come l'IVA, tipicamente regressiva rispetto al reddito, potrebbe ridurre la capacità redistributiva del sistema tributario.

Una valutazione degli effetti in termini di incentivi all'offerta di lavoro e di redistribuzione di una ricomposizione del prelievo fiscale gravante sulle famiglie può essere condotta mediante BIMic (*Bank of Italy Microsimulation*), il modello di microsimulazione delle imposte e dei benefici sociali della Banca d'Italia². L'analisi si basa su due indicatori sintetici, il cui uso è consolidato in letteratura. L'indicatore che valuta l'impatto sugli incentivi è definito come complemento a uno della media delle aliquote marginali effettive³: si tratta di una misura delle risorse aggiuntive che, a seguito di un aumento unitario del reddito da lavoro, rimangono nella disponibilità del nucleo familiare dopo l'applicazione di imposte e benefici sociali. L'indicatore che valuta l'effetto redistributivo del sistema di imposte e di benefici sociali è la variazione nella disuguaglianza, misurata dall'indice di Gini, tra la distribuzione dei redditi lordi e quella dei redditi netti⁴.

¹ Un esempio recente è fornito in Commissione europea, *Raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sul programma nazionale di riforme 2018 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità 2018 dell'Italia*, COM(2018) 411 final, 2018.

² N. Curci e M. Savegnago, *Shifting taxes from labour to consumption: the efficiency equity trade-off*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

³ Nel calcolo delle aliquote marginali effettive si tiene conto anche dell'IVA pagata sulla frazione del maggior reddito disponibile destinata al consumo.

⁴ Il reddito lordo è definito come la somma tra il reddito di mercato e le prestazioni previdenziali; il reddito netto è dato dal reddito lordo cui sono aggiunti gli altri trasferimenti monetari (tra i quali ad es. gli assegni al nucleo familiare) e sottratte le principali imposte (Irpef, tassazione separata sulle attività finanziarie, imposte sugli immobili, IVA). Un aumento dell'indice di Gini indica un aumento della disuguaglianza.

¹¹ OCSE, *Taxing Wages 2018*, 2018; le stime più recenti riguardano il 2017. L'OCSE non effettua elaborazioni per Cipro, Lituania e Malta.

Per il sistema fiscale e di welfare a legislazione vigente, il primo indicatore è pari al 60,1 per cento (un aumento del reddito da lavoro di 100 euro comporta un incremento del reddito netto di circa 60 euro), il secondo è pari a 5,5 punti percentuali (il sistema di imposte e benefici sociali riduce infatti l'indice di Gini da 41,4 sui redditi lordi a 35,9 sui redditi netti).

A titolo esemplificativo di una possibile ricomposizione del prelievo fiscale sono stati presi in considerazione due scenari controfattuali, nei quali l'aumento delle imposte indirette finanzia, con modalità diverse ma sempre a parità di saldo di bilancio, la riduzione delle imposte sul reddito (figura, pannello a). In particolare entrambi gli scenari presuppongono che l'aliquota IVA ridotta aumenti dal 10 all'11,5 per cento e quella ordinaria dal 22 al 25 per cento⁵; nello scenario 1 si ipotizza inoltre la riduzione della prima aliquota dell'Irpef (dal 23 al 21 per cento), mentre nello scenario 2 si prefigura un incremento delle detrazioni per i redditi da lavoro nella misura di un quarto, mantenendone inalterato l'andamento decrescente al crescere del reddito.

In entrambi gli scenari si osserva un miglioramento nell'impatto sugli incentivi rispetto alla legislazione vigente, a fronte però di un peggioramento della capacità redistributiva del sistema (figura, pannello b). L'aumento delle detrazioni per redditi da lavoro (scenario 2) presenta valori degli indicatori più favorevoli rispetto alla revisione della prima aliquota dell'Irpef (scenario 1): il risultato relativo all'impatto in termini di incentivi dipende dal fatto che nello scenario 2 lo sgravio è esclusivamente destinato ai redditi da lavoro, diversamente da quanto accade nello scenario 1; il risultato relativo alla redistribuzione riflette sostanzialmente il fatto che, mentre lo sgravio dello scenario 1 beneficia tutti i contribuenti, quello dello scenario 2 è concentrato sui contribuenti con redditi fino a quasi 70.000 euro.

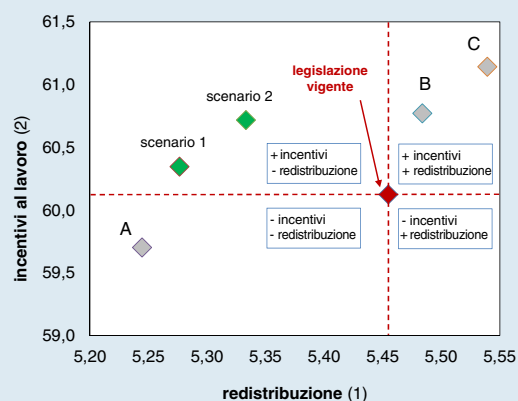
Figura

Ricomposizione del prelievo fiscale sulle famiglie: effetti su incentivi e redistribuzione

(a) descrizione degli scenari simulati
(variazioni rispetto alla legislazione vigente)

	IVA	Irpef: prima aliquota	Irpef: detrazioni redditi da lavoro	Saldo di bilancio
scenario 1 (A + B)	↑	↓	=	=
scenario 2 (A + C)	↑	=	↑	=
A	↑	=	=	↑
B	=	↓	=	↓
C	=	=	↑	↓

(b) incentivi al lavoro e redistribuzione
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic.

(1) Differenza tra l'indice di Gini dei redditi lordi e quello dei redditi netti. – (2) Complemento a uno della media delle aliquote marginali effettive.

⁵ Si tratta degli stessi aumenti che erano previsti per il 2018 dalle clausole di salvaguardia prima dell'approvazione dell'ultima manovra di bilancio.

Con riferimento al prelievo sulle imprese, nel 2017 l'aliquota legale massima applicata alla tassazione complessiva dei redditi è stata pari al 27,8 per cento in Italia (in diminuzione dal 31,3 del 2016)¹², un valore inferiore a quello di Francia e Germania (rispettivamente 34,4 e 30,2 per cento) ma superiore a quello della Spagna (25,0 per cento)¹³. La riduzione osservata in Italia riflette la citata diminuzione dell'aliquota dell'Ires.

Le spese

Nel 2017 la spesa delle Amministrazioni pubbliche è aumentata dell'1,2 per cento (a 839,6 miliardi, pari al 48,9 per cento del PIL). A fronte di un lieve incremento della spesa primaria corrente (0,4 per cento, a 708,3 miliardi), le erogazioni in conto capitale sono cresciute in misura sostenuta (14,2 per cento, a 65,7 miliardi).

La spesa primaria corrente è stata sospinta dalle prestazioni sociali in denaro, cresciute comunque a un ritmo modesto (dell'1,7 per cento, a 342,1 miliardi). La dinamica della componente pensionistica (1,2 per cento) è stata frenata dall'andamento dei prezzi cui sono indicizzate le erogazioni, pur in presenza di un incremento del numero dei trattamenti.

Anche le erogazioni per consumi intermedi e prestazioni sociali in natura sono aumentate, complessivamente del 2,3 per cento (a 140,2 miliardi); vi hanno in parte influito gli esborsi per l'acquisto di farmaci innovativi.

I redditi da lavoro dipendente sono rimasti sostanzialmente stabili (intorno a 164 miliardi): la crescita delle retribuzioni unitarie (dello 0,8 per cento) è stata controbilanciata dalla flessione dell'occupazione nel settore pubblico; il numero di occupati nel 2017 si è portato a 3,3 milioni di unità, inferiore di quasi dieci punti percentuali rispetto al picco del 2003¹⁴. Alla fine dello scorso anno è stato riavviato il processo per il rinnovo dei contratti dei dipendenti pubblici dopo il blocco in vigore dal 2010; gli aumenti retributivi e il connesso pagamento degli arretrati accresceranno le erogazioni del 2018¹⁵.

Le altre spese correnti sono diminuite in misura consistente (del 9,1 per cento, a 62 miliardi) sostanzialmente per effetto del ridimensionamento dei contributi alla produzione e dei trasferimenti alla UE (diminuiti rispettivamente del 10,1 e del 19,0 per cento, a 26,4 e 12,1 miliardi).

La crescita significativa della spesa in conto capitale è quasi interamente riconducibile ai trasferimenti alle imprese, pressoché triplicati (a 16,9 miliardi)

¹² Tale riduzione non ha avuto effetto per gli enti creditizi e finanziari e per la Banca d'Italia (cfr. nota 7).

¹³ Le informazioni sono tratte dal database [Data on taxation](#) della Commissione europea.

¹⁴ L'occupazione nel settore pubblico è in calo pressoché ininterrotto dal 2003; nel 2016 era aumentata per effetto dei provvedimenti di stabilizzazione del personale nel comparto della scuola e dell'inclusione della Rai nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche.

¹⁵ Nelle valutazioni ufficiali la maggiore spesa per i rinnovi contrattuali del settore statale nel 2018 sarebbe pari a circa 4 miliardi, di cui 1,2 per arretrati. A questi andranno aggiunte le risorse per il rinnovo dei contratti dei dipendenti delle Amministrazioni locali.

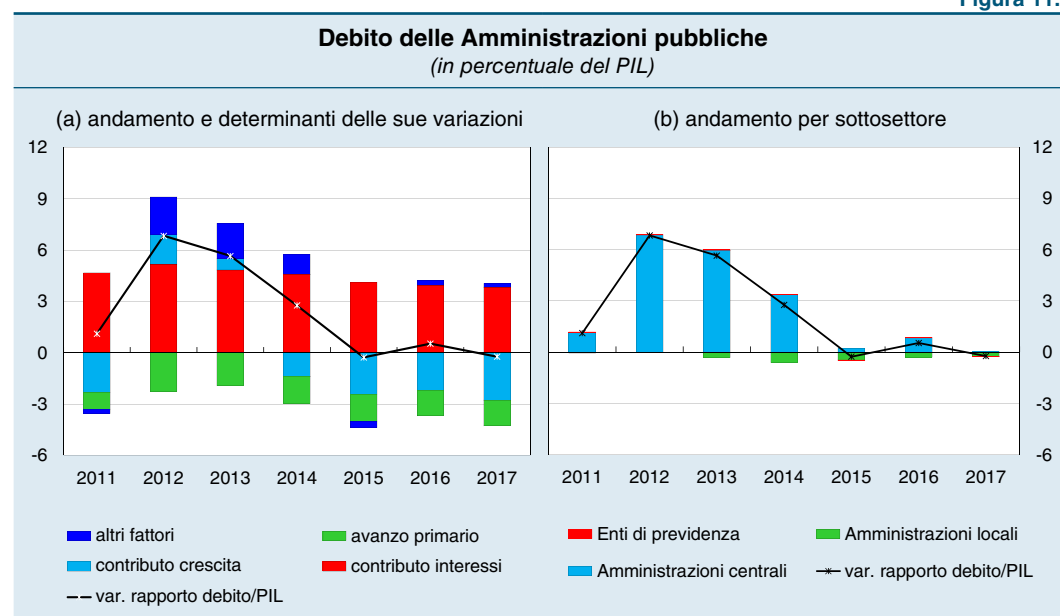
rispetto al 2016 per effetto dei provvedimenti a sostegno del settore finanziario (cfr. il riquadro: *L'impatto sui conti pubblici delle misure di sostegno al settore finanziario*) e dei maggiori crediti di imposta per imposte anticipate. Gli investimenti sono invece ulteriormente diminuiti (del 6,3 per cento, al netto delle dismissioni immobiliari); tale voce è in calo pressoché ininterrottamente dal 2010¹⁶ e ha raggiunto, in rapporto al PIL, il valore più basso da oltre due decenni (il 2,0 per cento del prodotto).

La spesa per interessi ha continuato a ridursi (dell'1,2 per cento, a 65,6 miliardi), sebbene in misura decisamente meno sostenuta rispetto alla media osservata nel quadriennio precedente. L'impatto dell'aumento delle passività è stato più che bilanciato dal calo dell'onere medio del debito (dal 3,1 del 2016 al 3,0 per cento), che ha beneficiato di rendimenti all'emissione ancora contenuti; complessivamente nell'ultimo quinquennio l'onere medio è diminuito di quasi un terzo (era pari al 4,4 per cento nel 2012). L'incidenza della spesa per interessi sul PIL, in riduzione dal 2013, è stata pari al 3,8 per cento (dal 4,0 nel 2016), il livello minimo dall'avvio dell'Unione economica e monetaria.

Il debito delle Amministrazioni pubbliche

Il debito pubblico si è collocato al 131,8 per cento del prodotto, in calo di due decimi rispetto al 2016. L'avanzo primario ha contribuito a ridurre tale rapporto per 1,5 punti, mentre il divario fra l'onere medio del debito e la crescita nominale del prodotto lo ha ampliato di 1,1 punti; un incremento di 0,2 punti è infine derivato da un insieme di altri fattori che non rilevano ai fini dell'indebitamento netto (fig. 11.3).

Figura 11.3

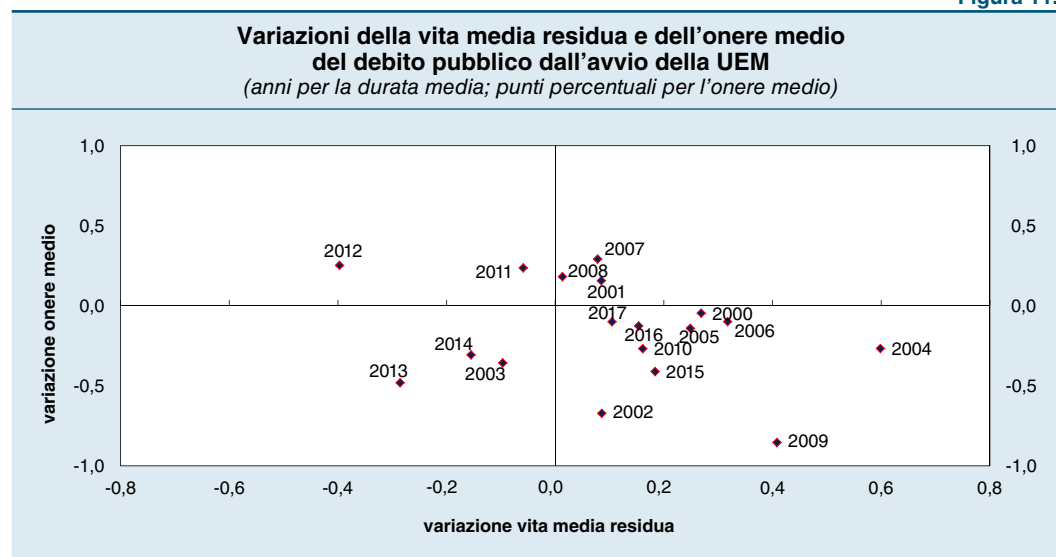


¹⁶ Nel 2015 si è osservata un'accelerazione della spesa per investimenti dovuta alla componente cofinanziata con risorse europee e, in particolare, agli esborsi relativi alla chiusura del ciclo di programmazione 2007-2013.

Nell'ambito di tali fattori la diminuzione delle disponibilità liquide del Tesoro ha contenuto il debito (per 0,8 punti percentuali del prodotto); in senso opposto hanno operato le misure di sostegno al settore finanziario (cfr. il riquadro: *L'impatto sui conti pubblici delle misure di sostegno al settore finanziario*) e i flussi generati da strumenti finanziari derivati (per complessivi 0,6 e 0,3 punti, rispettivamente).

La vita media residua del debito è aumentata per il terzo anno consecutivo raggiungendo 7,4 anni. Dall'avvio dell'Unione economica e monetaria la gestione del debito è stata generalmente orientata all'allungamento delle scadenze per limitare la sensibilità alle oscillazioni dei tassi (cfr. il riquadro: *La normalizzazione delle condizioni finanziarie e l'economia italiana* del capitolo 4); in alcuni anni tale strategia è stata perseguita anche sostenendo i costi connessi con un aumento dell'onere medio (fig. 11.4).

Figura 11.4



La quota di debito detenuta dalla Banca d'Italia è ulteriormente aumentata (al 16,3 per cento, dal 12,3 nel 2016); dal 2015, anno in cui è stato avviato il programma di acquisto di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP), è più che triplicata. Sono diminuite la quota di debito detenuta da altri operatori residenti (dal 55,0 per cento del 2016 al 51,5) e, marginalmente, quella detenuta da operatori non residenti (dal 32,7 per cento del 2016 al 32,3).

Le altre passività e le garanzie. – Il debito pubblico, calcolato in coerenza con le regole europee, non tiene conto di alcune tipologie di passività. Fra queste ultime le principali sono le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche – in quanto passività potenziali (*contingent liabilities*) – a favore di altri soggetti, le passività in derivati e quelle commerciali (con l'eccezione di quelle cedute pro soluto a intermediari finanziari).

Nel 2017 le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche a favore di altri soggetti sono aumentate in misura significativa, dal 2,4 al 3,7 per cento del prodotto; l'incremento ha riguardato principalmente il settore finanziario ed è riconducibile agli interventi a favore delle banche in difficoltà.

Le passività nette in derivati, valutate al valore di mercato, sono diminuite dall'1,8 all'1,4 per cento del PIL; a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi di mercato, il calo riflette principalmente la scadenza di alcuni contratti e l'effetto dei pagamenti netti del Tesoro sui contratti ancora in essere.

Secondo stime della Banca d'Italia, i debiti commerciali sarebbero ulteriormente diminuiti tra il 2016 e il 2017 passando dal 3,8 per cento del PIL al 3,3 (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*).

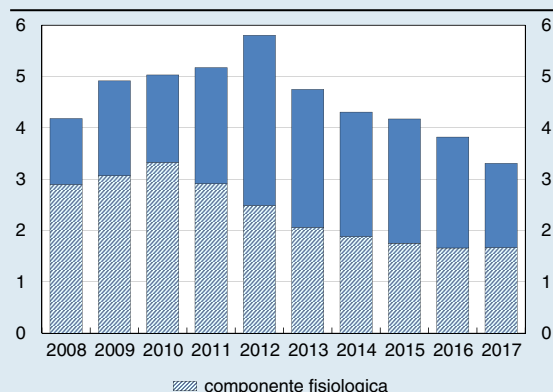
I DEBITI COMMERCIALI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Nel 2017 per le Amministrazioni pubbliche è proseguita la riduzione dei debiti commerciali che, nel confronto internazionale, rimangono tuttavia elevati. Nei prossimi anni l'evoluzione del sistema informativo sulle operazioni degli enti pubblici (Siope+) dovrebbe contribuire a ridurre i tempi di pagamento.

La stima dei debiti commerciali. – A regime Siope+ dovrebbe consentire una valutazione più accurata dell'ammontare dei debiti commerciali (e dei relativi tempi di pagamento). In mancanza di dati ufficiali completi, vengono di seguito presentate le stime che la Banca d'Italia elabora sulla base delle segnalazioni di vigilanza e di proprie indagini statistiche, condotte sulle imprese¹. Data la natura campionaria di alcune informazioni, tali stime sono caratterizzate da un grado di incertezza non trascurabile. I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche sarebbero diminuiti tra il 2016 e il 2017 dal 3,8 per cento del PIL al 3,3 (all'incirca da 64 a 57 miliardi; figura)². Tale livello resta ancora superiore a quello coerente con i tempi di pagamento stabiliti contrattualmente dalle parti (componente fisiologica).

Figura

Stima dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)



(1) La componente fisiologica è quella coerente con i tempi di pagamento stabiliti contrattualmente tra le parti.

¹ La stima è ottenuta dalla somma di due componenti: (a) i crediti ancora nei bilanci delle imprese, stimati utilizzando le indagini campionarie condotte dalla Banca d'Italia sulle imprese; (b) i crediti ceduti dalle imprese a intermediari finanziari con clausola pro soluto, rilevati dalle segnalazioni di vigilanza (9,2 miliardi alla fine del 2016 e del 2017). Ulteriori dettagli sulla metodologia sono disponibili in L. D'Aurizio, D. Depalo, S. Momigliano e E. Vadalà *I debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto*, "Politica economica", 3, 2015, pp. 421-458.

² Sulla base dei dati forniti all'Eurostat nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi, tra il 2016 e il 2017 lo stock di debiti commerciali in rapporto al PIL è diminuito dal 2,9 al 2,8 per cento, il secondo valore più alto tra i paesi della UE (il più alto nel 2016). Va rilevato che tali dati non tengono conto dei debiti ceduti con clausola pro soluto a intermediari finanziari e, per l'Italia, della quasi totalità dei debiti a fronte della spesa in conto capitale. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito dell'Eurostat: *Note on stock of liabilities of trade credits and advances (April 2018)*.

I tempi medi di pagamento. – Sulla base delle indagini campionarie sopra indicate, nel 2017 i tempi medi effettivi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche sarebbero lievemente diminuiti rispetto al 2016 (collocandosi a circa 95 giorni). Secondo l'indagine *European Payment Report 2018*, risultano ancora superiori rispetto a quelli degli altri paesi considerati.

Lo scorso 7 dicembre la Commissione europea ha deciso di deferire l'Italia alla Corte di giustizia dell'Unione europea a causa dei ritardi nei tempi di pagamento da parte delle Amministrazioni pubbliche³.

Nel corso del 2018 sarà esteso a tutte le Amministrazioni pubbliche l'obbligo di trasmettere i mandati di pagamento attraverso Siope+, un sistema informativo sulle operazioni degli enti pubblici (una fase sperimentale è stata avviata a luglio del 2017). A regime tale sistema dovrebbe consentire la quantificazione dell'ammontare dei debiti commerciali e il monitoraggio immediato dei tempi di pagamento delle amministrazioni debentrici⁴, nonché favorire il rispetto dei tempi previsti dalla direttiva europea contro i ritardi di pagamento.

³ Dal 2013, in seguito al recepimento nel nostro ordinamento della direttiva europea contro i ritardi di pagamento (direttiva UE/2011/7), i tempi di pagamento non possono superare di norma i 30 giorni (60 per alcune tipologie di forniture, in particolare quelle sanitarie). La Commissione europea, pur riconoscendo gli sforzi compiuti per ridurre i tempi di pagamento, ha rilevato che "le Amministrazioni pubbliche italiane necessitano ancora in media di 100 giorni per saldare le loro fatture, con picchi che possono essere nettamente superiori"; cfr. Commissione europea, *Ritardi di pagamento: la Commissione deferisce l'Italia alla Corte di Giustizia per non aver garantito il pagamento dei fornitori nei termini*, comunicato stampa del 7 dicembre 2017.

⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. la [sezione dedicata](#) sul sito del Ministero dell'Economia e delle finanze.

Le prospettive

Tutti i documenti programmatici approvati nel 2016 e nei primi mesi del 2017 indicavano per il 2018 la ripresa del consolidamento di bilancio e per il 2019 il raggiungimento di un sostanziale pareggio in termini nominali e strutturali. In particolare nel DEF dell'aprile 2017 l'obiettivo di indebitamento netto per il 2018 era fissato all'1,2 per cento del PIL, quasi un punto in meno rispetto al 2,1 allora atteso per il 2017 e sostanzialmente in linea con il quadro tendenziale. Alla correzione strutturale dei conti nel biennio 2018-19 (0,8 punti percentuali all'anno) contribuivano in larga parte gli inasprimenti fiscali previsti dalle clausole di salvaguardia.

Alla fine di maggio del 2017, con una lettera inviata alla Commissione europea, il Governo tuttavia informava le istituzioni europee di volere limitare la correzione strutturale dei conti nel 2018 a 0,3 punti percentuali del prodotto, valore inferiore di mezzo punto percentuale rispetto a quanto indicato un mese prima nel DEF. La decisione era motivata dalla volontà di evitare che una correzione più ampia mettesse a rischio la ripresa economica ancora fragile. Nel luglio 2017, a conclusione del semestre europeo, il Consiglio della UE raccomandava all'Italia di conciliare tale esigenza con il perseguimento di un significativo aggiustamento di bilancio nel 2018.

A settembre la *Nota di aggiornamento* del DEF rivedeva al ribasso – in media di circa 0,3 punti percentuali del PIL all'anno – le previsioni tendenziali dell'indebitamento netto nel triennio 2018-2020, riflettendo sia una maggiore crescita attesa del prodotto sia una minore spesa per interessi. Nonostante tale miglioramento, il Governo programmava un disavanzo per il 2018 pari all'1,6 per cento del PIL, superiore di oltre mezzo punto rispetto al suo valore tendenziale. Come preannunciato con la lettera alla Commissione, il disavanzo strutturale programmato scendeva di soli 0,3 punti percentuali; il conseguimento dell'obiettivo di un sostanziale pareggio strutturale veniva posticipato al 2020.

In ottobre la Commissione europea segnalava il rischio di un mancato rispetto delle regole del Patto di stabilità e crescita da parte dell'Italia. Sulla base delle metodologie concordate a livello europeo, essa stimava, in particolare, una riduzione strutturale dell'indebitamento netto nel 2018 pari allo 0,2 per cento del prodotto, un valore inferiore sia a quanto previsto dalla parte preventiva del Patto, sia a quanto annunciato dal Governo nella lettera del maggio precedente (e confermato in settembre). Nella risposta ai rilievi della Commissione europea il Governo sottolineava la distanza nelle valutazioni circa la situazione ciclica del paese. Il minore aggiustamento stimato dalla Commissione rispetto ai programmi del Governo veniva inoltre ricondotto ad aspetti metodologici connessi principalmente con la valutazione delle condizioni cicliche dell'economia e su cui da tempo l'Italia aveva avanzato riserve nelle sedi europee deputate.

Alla fine di novembre – nella sua valutazione del DPB per il 2018 – la Commissione europea riconosceva la necessità di dare sostegno alla ripresa economica ancora fragile e giudicava adeguato un aggiustamento strutturale del saldo nel 2018 di almeno 0,3 punti percentuali del prodotto (inferiore a quanto richiesto dalle regole), escludendo deviazioni aggiuntive. Pur alla luce di queste valutazioni, la Commissione confermava il rischio di scostamenti significativi e invitava l'Italia ad adottare misure per assicurare il rispetto della parte preventiva del Patto, condizione necessaria affinché nella valutazione sul rispetto della regola del debito siano presi in considerazione eventuali fattori rilevanti.

La manovra di bilancio approvata dal Parlamento alla fine dello scorso dicembre ha dato attuazione ai programmi del Governo¹⁷. Le misure in essa contenute accrescono l'indebitamento netto previsto per il 2018 dello 0,6 per cento del PIL (10,8 miliardi), realizzando interventi in sostanziale continuità con le politiche di bilancio adottate negli ultimi anni. La principale misura espansiva è consistita in un ulteriore rinvio degli inasprimenti di imposta previsti dalle clausole di salvaguardia (con un impatto valutato ufficialmente in 15,7 miliardi nel 2018). Altre misure di rilievo hanno riguardato lo stanziamento di risorse per il pubblico impiego e a favore degli enti territoriali. Sono stati infine disposti, con costi limitati nel 2018 e più elevati negli anni successivi, incentivi agli investimenti privati e all'occupazione giovanile, nonché maggiori risorse per gli investimenti pubblici e per il contrasto alla povertà.

¹⁷ *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2018-2020*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L. F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 7 novembre 2017.

La parziale copertura di tali interventi è stata principalmente individuata nell'intensificazione del contrasto all'evasione fiscale, nella riprogrammazione nel tempo di alcune spese in conto capitale e nel rinvio di un anno dell'introduzione del regime impositivo opzionale previsto per alcuni tipi di impresa (imposta sul reddito di impresa, IRI).

Alla fine di aprile del 2018 il Governo in carica per la gestione degli affari correnti ha presentato un DEF contenente soltanto l'aggiornamento delle previsioni a legislazione vigente¹⁸. Rispetto a quanto programmato in autunno, le nuove stime confermano sostanzialmente per il triennio 2018-2020 l'andamento dell'indebitamento netto, mentre la stima della correzione strutturale nel 2018 risulta inferiore (0,1 punti percentuali del PIL, a fronte di 0,3 precedentemente indicati).

In maggio la Commissione europea ha valutato l'andamento dei conti pubblici nel 2017 sostanzialmente coerente con il Patto di stabilità e crescita. Per il 2018, stimando una variazione strutturale del disavanzo nulla a fronte di una correzione richiesta pari ad almeno 0,3 punti percentuali del PIL, la Commissione ha confermato il rischio di scostamenti significativi che saranno valutati nella primavera del prossimo anno alla luce dei dati di consuntivo.

¹⁸ *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L. F. Signorini, Camera dei Deputati, Roma, 9 maggio 2018.

12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

I progressi in materia di concorrenza sono stati contenuti. Le limitate aperture realizzate anche in seguito al varo della prima legge annuale per il mercato e la concorrenza (L. 124/2017) sono state accompagnate da arretramenti in alcuni settori.

È stata approvata una legge delega di riforma della disciplina delle crisi di impresa. I criteri previsti offrono spazi per un'ampia revisione della procedura di liquidazione che potrebbero essere sfruttati per ridurre i tempi e i costi nel recupero dei crediti. La riforma introduce procedure di allerta e di composizione delle crisi da cui potrà discendere un utile superamento dell'inerzia del debitore; c'è però il rischio che automatismi eccessivi nell'avvio di tali procedure inneschino liquidazioni precoci ed effetti di congestionamento degli organismi preposti alla loro gestione.

Nel settore della giustizia civile è proseguita, grazie al calo della litigiosità, la diminuzione dei procedimenti pendenti presso i tribunali; i progressi sul fronte delle durate restano tuttavia limitati, con l'eccezione delle esecuzioni immobiliari i cui tempi si sono ridotti in seguito delle misure introdotte nel 2015-16.

Restano ancora inattuate rilevanti disposizioni previste dal nuovo Codice dei contratti pubblici, incluse quelle riguardanti un'adeguata qualificazione delle stazioni appaltanti. Queste misure sono fondamentali per accrescere l'efficienza del sistema, soprattutto alla luce della maggiore discrezionalità che le nuove norme assegnano all'acquirente pubblico.

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati

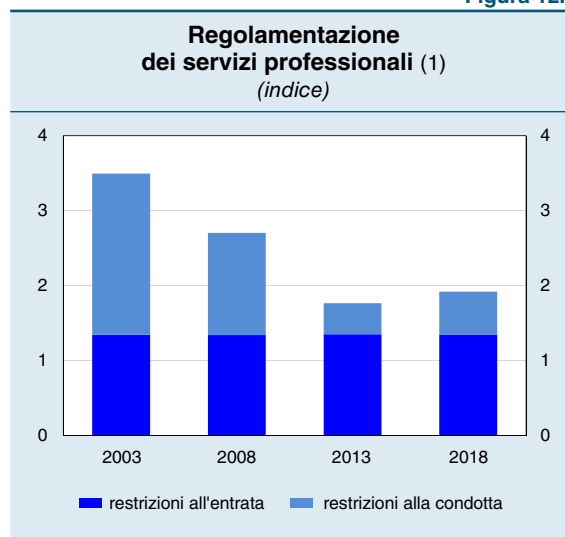
Nel 2017 sono state adottate misure per accrescere la trasparenza e la comparabilità delle offerte in alcuni comparti (servizi bancari, telefonia mobile, energia; L. 124/2017). Sono stati previsti incentivi per l'affidamento mediante gara dei servizi di trasporto pubblico locale (DL 50/2017) e attribuiti all'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente le funzioni di regolazione e controllo del settore dei rifiuti (L. 205/2017).

In altri comparti l'apertura al mercato ha subito rinvii: è stato posticipato al 2019 il passaggio al mercato libero nel settore dell'energia (L. 124/2017); è stata prorogata al 2020 l'entrata in vigore dell'obbligo di gara per le concessioni sull'occupazione di suolo pubblico (L. 205/2017) previsto dalla direttiva Bolkestein (direttiva CE/2006/123).

Nei servizi professionali si sono registrati sviluppi di segno opposto. Da un lato sono state eliminate alcune restrizioni allo svolgimento dell'attività in forma societaria

per le farmacie e la professione forense (L. 124/2017), dall'altro è stata introdotta la norma sull'equo compenso in base alla quale – nei rapporti con la Pubblica amministrazione, le banche, le assicurazioni e le grandi imprese – la remunerazione del professionista può essere sottoposta a un giudizio di equità da parte del giudice, che nel determinare il compenso tiene conto di parametri definiti a livello ministeriale (DL 148/2017). La disposizione rappresenta un restringimento al principio della libera determinazione del compenso che l'abrogazione delle tariffe aveva inteso promuovere. Le restrizioni regolamentari alla concorrenza, fortemente diminuite tra il 2003 e il 2013, risultano ora lievemente aumentate (fig. 12.1).

Figura 12.1

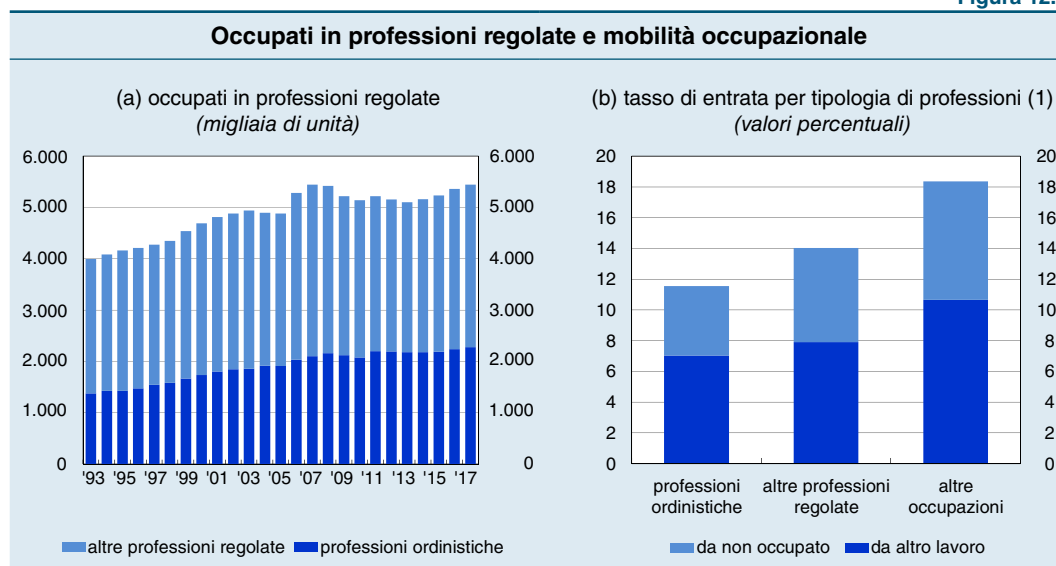


Fonte: S. Mocetti, G. Roma e E. Rubolino, *Knocking on parents' doors: regulation and intergenerational mobility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

(1) Grado di regolamentazione per 14 professioni ordinistiche ottenuto mutuando l'approccio dell'OCSE relativo ai servizi professionali; l'indice assume valori compresi tra 0 e 6, con il valore minimo (massimo) assegnato alla regolamentazione meno (più) restrittiva.

Le professioni regolate – che includono tutte le occupazioni che per essere esercitate richiedono il possesso di specifiche qualifiche in termini di formazione ed esperienza professionale – rappresentano una quota significativa e crescente dell'occupazione totale. In base ai dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, si stima che gli occupati in queste professioni siano circa 5,4 milioni (fig. 12.2.a), quasi il 24 per cento del totale (52 per cento tra quelli in possesso di una laurea). Il numero di occupati nelle professioni regolate è salito di oltre il 30 per cento rispetto alla metà degli anni novanta,

Figura 12.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) Probabilità di entrare in una professione da uno stato di non occupato o da un'altra occupazione. Una professione è definita diversa da un'altra sulla base della classificazione delle occupazioni a 4 digit dell'Istat o se, a parità di professione, l'individuo passa dallo stato di lavoratore dipendente a indipendente, e viceversa.

più del doppio rispetto al totale degli occupati; solo una minima parte di tale crescita è attribuibile all'ampliamento del numero delle professioni regolate¹.

Restrizioni ingiustificate all'entrata e alla condotta possono limitare l'offerta, generando rendite, e ridurre la mobilità dei lavoratori tra le diverse attività. A parità di titolo di studio e di altre caratteristiche osservabili, i redditi da lavoro nelle professioni regolate sono più elevati di circa l'8 per cento rispetto al resto degli occupati; il tasso di entrata nelle professioni regolate da uno stato di non occupazione o da un altro lavoro è più contenuto (fig. 12.2.b). L'esistenza di misure che ostacolano la concorrenza può inoltre distorcere l'allocazione dei talenti (cfr. il riquadro: *Regolamentazione delle professioni e mobilità intergenerazionale*).

REGOLAMENTAZIONE DELLE PROFESSIONI E MOBILITÀ INTERGENERAZIONALE

Orientarsi verso l'impiego svolto da uno dei genitori è un fenomeno diffuso. In parte ciò dipende dalla trasmissione intergenerazionale di abilità e saperi rilevanti in ciascuna occupazione. La possibilità, per chi eredita un'attività già avviata, di beneficiare di rendite derivanti dalla regolamentazione professionale, che influenza positivamente anche la permanenza nella professione dei genitori, riduce però la qualità nell'allocazione dei talenti.

Rischi di possibili distorsioni derivanti dalla regolamentazione sono evidenziati dal fatto che i paesi dell'Unione europea con discipline più restrittive si caratterizzano anche per una maggiore persistenza intergenerazionale. Simili indicazioni si ottengono confrontando occupazioni diverse all'interno di uno stesso paese. In Italia, nella media di 14 professioni organizzate in ordini¹, oltre un quarto dei figli dei liberi professionisti è iscritto a un corso di laurea che conduce a esercitare la stessa attività del genitore, contro il 12 per cento dei figli di professionisti che operano come dipendenti e il 7 per cento dei figli di persone occupate in professioni simili ma non regolamentate².

Una stima più puntuale degli effetti della regolamentazione è stata ottenuta considerando le variazioni nel tempo di quest'ultima. In particolare sono stati analizzati gli interventi di liberalizzazione introdotti nel 2006 e nel biennio 2011-12, misurati da un indicatore di intensità della regolamentazione che riproduce, per le 14 professioni considerate, quello elaborato dall'OCSE, seppure a un maggiore livello di aggregazione. In tal modo si tiene conto del fatto che ogni professione può avere proprie specifiche caratteristiche che favoriscono l'acquisizione in ambito familiare di abilità e competenze rilevanti e si isolano gli effetti legati alla sola variazione nel tempo delle rendite di posizione prodotte dalla regolamentazione.

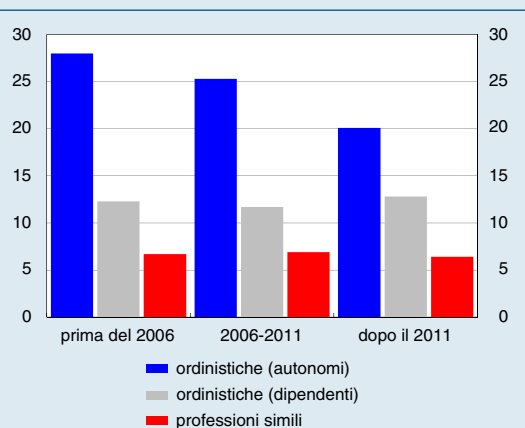
¹ Agronomi, architetti, assistenti sociali, avvocati, biologi, chimici, commercialisti, farmacisti, geologi, ingegneri, medici, notai, psicologi e veterinari.

² S. Mocetti, G. Roma e E. Rubolino, *Knocking on parents' doors: regulation and intergenerational mobility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

¹ S. Mocetti, L. Rizzica e G. Roma, *Regulated occupations in Italy: extent and labor market effects*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

L'effetto combinato dei due interventi di liberalizzazione ha prodotto, a parità di variazioni nella dinamica delle iscrizioni ai vari corsi di laurea, una diminuzione di circa un quarto nel grado di persistenza intergenerazionale nella professione per i figli dei liberi professionisti, a fronte di una sostanziale stasi per i figli di quelli che lavorano come dipendenti e di quanti svolgono attività lavorative simili ma non regolamentate (figura). Tale risultato riflette in particolare l'allentamento di alcuni vincoli alla condotta professionale (abolizione delle tariffe ed eliminazione del divieto di pubblicità). L'impatto delle liberalizzazioni è stato più marcato nelle province con alta domanda di servizi professionali, dove i vincoli di offerta in precedenza prodotti dalla regolamentazione generavano maggiori rendite di posizione.

Figura
Persistenza intergenerazionale per coorti (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) La persistenza intergenerazionale è misurata con la probabilità che i figli scelgano un corso di laurea che conduca alla stessa professione di uno dei genitori. La coorte fa riferimento all'anno di immatricolazione all'università. I tre gruppi considerati sono i figli dei liberi professionisti, dei professionisti che operano come dipendenti e dei soggetti occupati in professioni simili ma non regolamentate.

La regolamentazione dell'attività di impresa

La legge delega di riordino della disciplina delle crisi di impresa e dell'insolvenza (L. 155/2017), recentemente approvata e da attuarsi entro novembre 2018, si pone l'obiettivo di accrescere l'efficacia dell'attuale quadro normativo. Il provvedimento prevede tra l'altro un'ampia revisione della procedura di liquidazione, la riorganizzazione delle competenze degli uffici giudiziari, l'introduzione di misure per incentivare una tempestiva emersione e gestione della crisi.

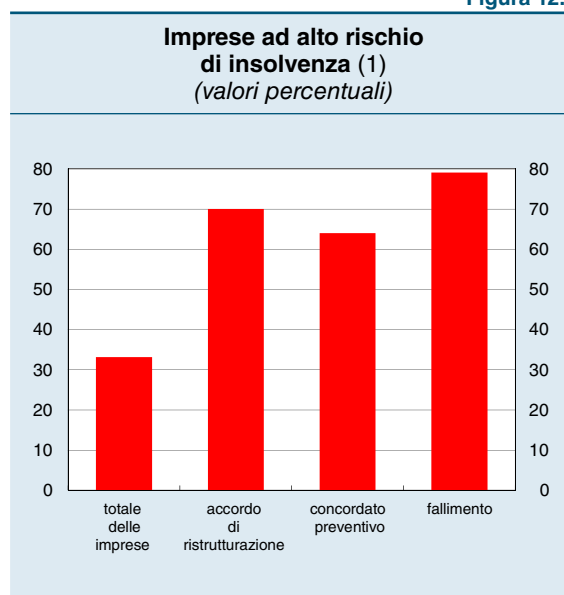
Anche a seguito della scelta di limitare l'utilizzo del concordato preventivo a fini liquidatori, nell'assetto delineato dalla legge delega la procedura di liquidazione giudiziale vedrebbe rafforzato il proprio ruolo quale strumento per la cessazione dell'attività delle imprese insolventi. Le evidenze disponibili sul funzionamento delle esecuzioni immobiliari, che presentano diverse analogie con le procedure di liquidazione, indicano che la fase della vendita, pur variabile in relazione a fattori di natura anche congiunturale, incide in media per meno della metà della durata complessiva della procedura². Pertanto interventi di semplificazione delle diverse fasi delle procedure e di rafforzamento degli incentivi per i soggetti coinvolti (ad es. il curatore fallimentare) fornirebbero un importante contributo alla riduzione dei tempi.

² S. Giacomelli, T. Orlando e G. Rodano, *Le procedure esecutive immobiliari: il funzionamento e gli effetti delle recenti riforme*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La prevista riorganizzazione delle competenze in materia fallimentare tra gli uffici giudiziari, finalizzata ad accrescere il grado di specializzazione dei giudici, è particolarmente rilevante in considerazione dell'elevata complessità della materia e delle competenze tecnico-specialistiche richieste.

La gran parte delle imprese coinvolte in un accordo di ristrutturazione o in un concordato preventivo nel periodo 2010-14 mostrava un elevato rischio di insolvenza già due anni prima dell'avvio della procedura (fig. 12.3). Analisi relative al funzionamento dei concordati mostrano che un più tempestivo avvio della procedura si associa a maggiori probabilità di omologazione dei piani da parte dei tribunali e a più elevati tassi di recupero per i creditori³.

Figura 12.3



Fonte: A. Danovi, S. Giacomelli, P. Riva e G. Rodano, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 430, 2018.

(1) Un'impresa è considerata ad alto rischio di insolvenza se ha uno score di Cerved (CeBI Score3) superiore a 6. Per le imprese entrate in procedura si considera lo score calcolato in base ai bilanci relativi a due anni prima dell'anno di apertura. Sono considerate le imprese che hanno aperto una procedura nel periodo 2010-14; per il totale delle imprese si considerano tutti i bilanci relativi al periodo 2010-14.

Per incentivare la precoce emersione e gestione della crisi e offrire strumenti di assistenza ai debitori, la delega introduce misure di rafforzamento della governance delle imprese – con una maggiore responsabilizzazione dell'imprenditore o degli organi di gestione e di controllo – e disegna tre nuove procedure di allerta e composizione assistita della crisi. La legge prevede anche che siano individuati indici di natura economico-finanziaria in grado di rivelare tempestivamente l'esistenza di uno stato di difficoltà. Associare automaticamente lo stato di crisi al superamento di determinate soglie, in particolare se non ben calibrate, può tuttavia provocare un ricorso eccessivo alle nuove procedure, con effetti di congestionamento degli organismi preposti alla loro gestione e di induzione di precoci liquidazioni⁴.

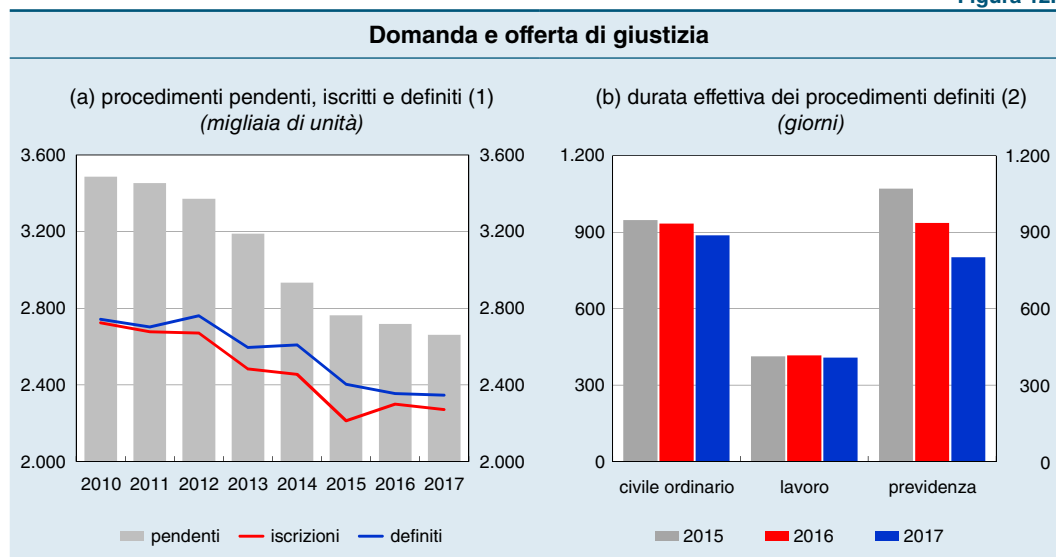
I fattori di contesto

La giustizia civile. – È proseguita la diminuzione dei procedimenti pendenti nei tribunali (fig. 12.4.a). Tale dinamica riflette esclusivamente la riduzione della litigiosità; in senso opposto ha agito l'ulteriore calo del numero di procedimenti definiti. Il minore arretrato inizia a ripercuotersi sulla durata dei procedimenti che è in lieve diminuzione, pur mantenendosi su livelli elevati (fig. 12.4.b). La flessione è stata più significativa per il contenzioso previdenziale, che tuttavia incide per

³ A. Danovi, S. Giacomelli, P. Riva e G. Rodano, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 430, 2018.

⁴ E. Brodi, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente "sistema di allerta e composizione"*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura 12.4



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) I dati si riferiscono al totale dei procedimenti presso i tribunali (eccetto gli accertamenti tecnici preventivi in tema di previdenza). –
(2) Durata media effettiva dei procedimenti definiti presso i tribunali, per tipologia di materia.

meno del 10 per cento del totale. Anche per effetto delle misure di riduzione dell'arretrato introdotte nel recente passato, la quota dei procedimenti pendenti da oltre tre anni è ulteriormente diminuita nell'ultimo anno, scendendo al di sotto del 21 per cento. Tali misure hanno lievemente rallentato la flessione della durata.

Con riferimento alle procedure esecutive immobiliari, prime evidenze mostrano che gli specifici provvedimenti legislativi adottati nel 2015-16 stiano contribuendo a limitarne la durata (cfr. il riquadro: *La durata delle procedure esecutive: effetti di alcune recenti riforme*). Ulteriori benefici potrebbero derivare dalla completa attuazione delle misure contenute in tali provvedimenti. Si sta concludendo la realizzazione delle infrastrutture informatiche volte a favorire la digitalizzazione delle aste giudiziarie e la diffusione delle informazioni sull'avanzamento delle procedure (cfr. il riquadro: *Le iniziative nazionali per favorire il recupero dei crediti deteriorati garantiti da immobili*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). I tempi delle procedure esecutive rimangono tuttavia molto elevati: in media di oltre quattro anni e mezzo nel 2017, con valori significativamente maggiori nel Mezzogiorno.

LA DURATA DELLE PROCEDURE ESECUTIVE: EFFETTI DI ALCUNE RECENTI RIFORME

Nel biennio 2015-16 sono state introdotte rilevanti modifiche alla disciplina delle procedure di esecuzione immobiliare con l'obiettivo di abbreviarne i tempi¹. In particolare nel 2015 sono stati ridotti alcuni termini processuali e sono state modificate le modalità di svolgimento delle vendite, rendendo più flessibile il meccanismo di formazione dei prezzi. Su quest'ultimo aspetto si è intervenuti ulteriormente nel 2016.

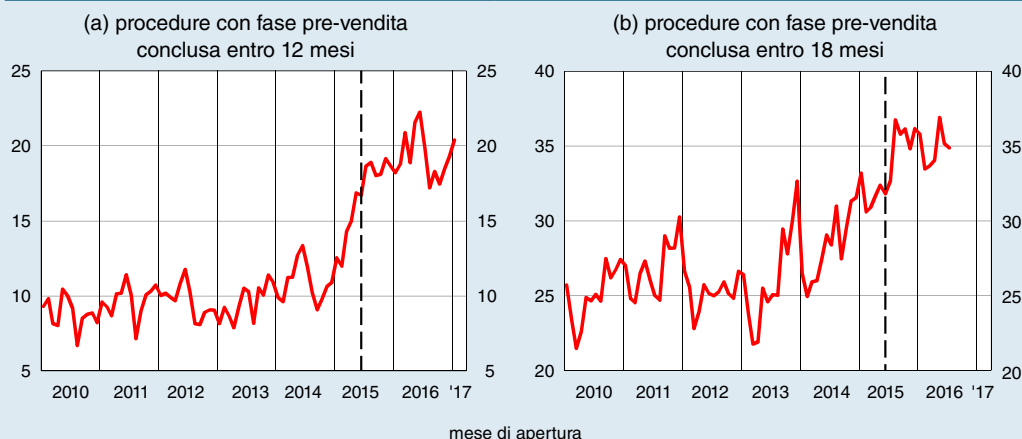
¹ DL 83/2015 convertito con modificazioni dalla L. 132/2015 e DL 59/2016 convertito con modificazioni dalla L. 119/2016.

L'efficacia di tali misure è stata valutata utilizzando informazioni tratte dal portale dei servizi telematici del Ministero della Giustizia, che consentono di identificare le principali fasi in cui si articolano le procedure (pre-vendita, vendita e post-vendita)². Poiché una parte consistente delle procedure soggette alle nuove norme è ancora in corso, l'analisi è stata incentrata sulle prime due fasi e si è utilizzata come *proxy* della loro lunghezza la quota di procedure per le quali ciascuna di tali fasi si è conclusa entro un determinato orizzonte temporale.

Le misure adottate stanno contribuendo a ridurre i tempi di entrambe le fasi considerate. La quota di procedure per le quali la pre-vendita si è conclusa entro un anno è salita dal 10 al 19 per cento (figura A, pannello a); la quota di quelle per le quali la pre-vendita si è conclusa entro 18 mesi si è portata dal 27 al 35 per cento (figura A, pannello b). Si stima che la durata mediana della pre-vendita si sia così ridotta di circa un decimo³.

Figura A

Tempi necessari per la chiusura della fase di pre-vendita (1)
(quota sul totale; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'associazione Tavolo di Studio sulle Esecuzioni Italiane (T6) e Datasinc srl.

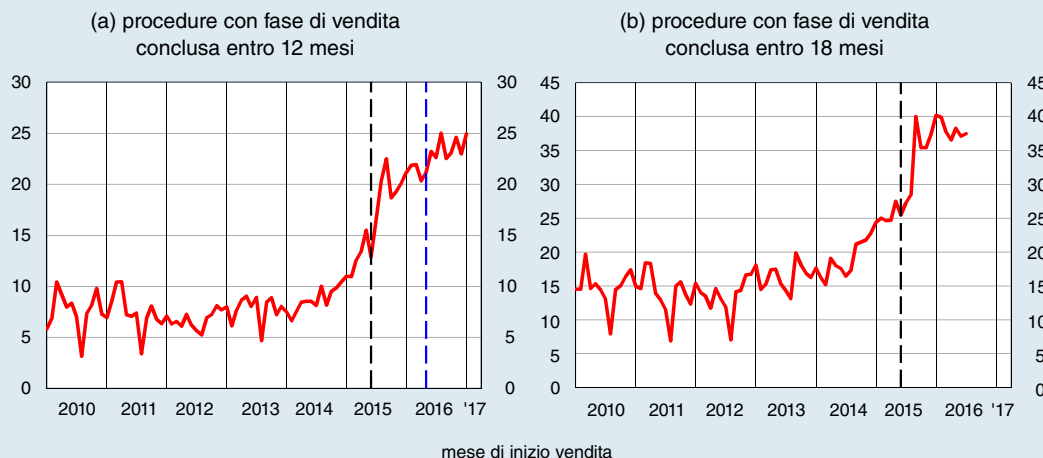
(1) Le linee rosse continue mostrano, per mese di apertura, la percentuale di procedure per le quali la fase pre-vendita si è conclusa entro l'orizzonte considerato (12 mesi nel pannello a; 18 mesi nel pannello b), rispetto al totale delle procedure avviate, con l'esclusione di quelle che si sono interrotte entro l'orizzonte considerato senza avere concluso la fase pre-vendita. La linea nera tratteggiata indica il mese di entrata in vigore del DL 83/2015.

Gli effetti delle innovazioni normative sono maggiori per la vendita: le quote di procedure con tale fase chiusa entro un anno ed entro 18 mesi dall'inizio delle operazioni sono aumentate rispettivamente dall'8 al 21 per cento (figura B, pannello a) e dal 17 al 36 per cento (figura B, pannello b). Si stima che la durata mediana della fase di vendita si sia quasi dimezzata.

² S. Giacomelli, T. Orlando e G. Rodano, *Le procedure esecutive immobiliari: il funzionamento e gli effetti delle recenti riforme*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ In queste stime la durata mediana è identificata dall'orizzonte temporale entro il quale la fase in oggetto si è conclusa per il 50 per cento delle procedure per le quali è stata avviata, con l'esclusione di quelle che si sono interrotte entro l'orizzonte considerato senza avere concluso la fase stessa (ad es. per rinuncia delle parti).

Figura B

Tempi necessari per la chiusura della fase di vendita (1)*(quota sul totale; valori percentuali)*

Le riduzioni così stimate sono in linea con le valutazioni prospettiche – formulate all'avvio delle riforme⁴ – per quanto concerne la fase pre-vendita e di poco inferiori per quanto riguarda quella di vendita.

⁴ M. Marcucci, A. Pischedda e V. Profeta, *The changes of the Italian insolvency and foreclosure regulation adopted in 2015*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 2, 2015.

Stime econometriche mostrano differenze elevate nella durata delle procedure esecutive immobiliari tra tribunali, che potrebbero anche riflettere fattori di natura organizzativa e gestionale⁵. Le linee guida approvate dal Consiglio superiore della magistratura nell'ottobre 2017 potranno favorire la diffusione delle prassi vigenti nei tribunali migliori. Evidenze relative a specifiche fasi delle procedure esecutive mostrano scostamenti significativi tra la loro durata effettiva e i limiti imposti dalla legge (tav. 12.1). Un'analisi approfondita dei fattori sottostanti (ad es. assenza di incentivi adeguati, risorse insufficienti) può contribuire a individuare ulteriori soluzioni per accrescere l'efficienza delle procedure.

L'utilizzo di strumenti stragiudiziali per il recupero crediti appare tuttora limitato. Una rilevazione condotta dalla Banca d'Italia nell'aprile 2018 presso 290 intermediari segnala come solo poche banche hanno indicato di voler ricorrere al patto marciano (DL 59/2016) per i contratti di nuova stipula, mentre per la maggior parte degli

⁵ S. Giacomelli, T. Orlando e G. Rodano, *Le procedure esecutive immobiliari: il funzionamento e gli effetti delle recenti riforme*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Tavola 12.1

Durata di alcune specifiche fasi delle procedure esecutive (prima della riforma del 2015)			
FASE	Limite di legge (1) (giorni)	Durata mediana (2) (giorni)	Quota conclusa entro il limite (2) (valori percentuali)
Deposito documentazione (3)	120	127	46
Nomina esperto stimatore (4)	30	109	27
Deposito perizia (5)	120	161	30

Fonte: elaborazioni su dati dell'associazione Tavolo di Studio sulle Esecuzioni Italiane (T6) e Datasinc srl. La fonte originaria era costituita dai dati della sezione ad accesso pubblico del portale dei servizi telematici (PST) del Ministero della Giustizia (cfr. S. Giacomelli, T. Orlando e G. Rodano, *Le procedure esecutive immobiliari: il funzionamento e gli effetti delle recenti riforme*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

(1) Il limite di legge è quello in vigore prima della riforma del 2015 (DL 83/2015). Per il deposito della documentazione e per il deposito della perizia tale limite era prorogabile fino a un massimo di 240 e 120 giorni, rispettivamente. – (2) Sono escluse le procedure per cui in PST risulta un evento che segnala la presenza di proroghe. – (3) La durata della fase di deposito della documentazione è calcolata come il tempo intercorso tra l'evento "iscrizione a ruolo" e l'evento "deposito documentazione ipocatastale / relazione notarile" per tutte le procedure per cui entrambi gli eventi sono registrati nel PST. – (4) La durata della fase di nomina dell'esperto stimatore è calcolata come il tempo intercorso tra l'evento "deposito documentazione ipocatastale / relazione notarile" e l'evento "nomina CTU" per tutte le procedure per cui entrambi gli eventi sono registrati nel PST. – (5) La durata del deposito della perizia è calcolata come il tempo intercorso tra l'evento "nomina CTU" e l'evento "deposito perizia del CTU" per tutte le procedure per cui entrambi gli eventi sono registrati nel PST.

intermediari (61 per cento) tale possibilità è ancora in fase di studio. Nel febbraio 2018 è stato sottoscritto un accordo tra l'Associazione bancaria italiana e Confindustria con l'obiettivo di promuoverne l'utilizzo.

La corruzione. – L'Istat ha recentemente pubblicato i risultati della prima indagine sulla diffusione della corruzione in Italia. Secondo tali dati circa l'8 per cento delle famiglie è stato concretamente coinvolto, almeno una volta nel corso della vita, in eventi corruttivi. Tra gli imprenditori e i lavoratori autonomi circa un terzo dichiara che nel settore in cui opera è frequente il ricorso a pagamenti illeciti per ottenere licenze, concessioni o contratti con la Pubblica amministrazione. L'elevata diffusione del fenomeno, soprattutto nel Lazio e nel Mezzogiorno, influenza negativamente l'attività privata e limita i benefici derivanti dall'impiego di risorse pubbliche⁶.

L'indicatore di percezione della corruzione elaborato da Transparency International (*corruption perception index*), ha registrato un progressivo miglioramento dall'inizio del decennio, riflettendo probabilmente le azioni di contrasto attuate nel periodo. Nell'ultimo anno, anche in risposta a sollecitazioni provenienti dagli organismi internazionali, è stato rivisto in senso restrittivo l'istituto della prescrizione ed estesa la protezione degli informatori (*whistleblower*) ai lavoratori del settore privato.

I contratti pubblici. – Il funzionamento del sistema degli appalti influisce sull'economia per gli effetti sulla qualità e sui costi dei beni e dei servizi forniti e sull'efficiente allocazione dei fondi pubblici alle imprese. In base ai dati dell'Autorità nazionale anticorruzione, nel 2017 l'importo complessivo dei bandi dei contratti pubblici per beni, servizi e forniture era di circa 150 miliardi (quasi il 9 per cento del PIL), in crescita rispetto all'anno precedente sul quale potrebbero aver influito le difficoltà di adattamento del sistema alle nuove norme. Circa i due terzi delle commesse

⁶ I. De Angelis, G. de Blasio e L. Rizzica, *On the unintended effects of public transfers. Evidence from EU funding to Southern Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

sono aggiudicate attraverso procedure negoziate e affidamenti diretti, meccanismi che attribuiscono più flessibilità alle stazioni appaltanti nell'individuazione dell'impresa affidataria rispetto alle procedure competitive. La maggiore autonomia può facilitare la selezione del contraente più adeguato ma può determinare anche inefficienze e favoritismi, specie laddove le amministrazioni sono meno qualificate (cfr. il riquadro: *Regolamentazione sugli appalti: alcuni possibili costi della discrezionalità*).

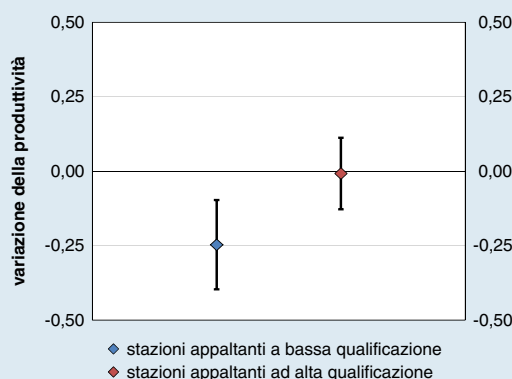
REGOLAMENTAZIONE SUGLI APPALTI: ALCUNI POSSIBILI COSTI DELLA DISCREZIONALITÀ

Le procedure negoziate si caratterizzano per i maggiori margini di discrezionalità nella selezione del contraente attribuiti alle stazioni appaltanti, che possono consultare e negoziare con uno o più operatori economici le condizioni dell'appalto. Gli effetti di tale maggiore flessibilità possono essere analizzati confrontando le caratteristiche delle imprese aggiudicatarie prima e dopo l'attuazione di una modifica normativa del 2011¹, che aveva ampliato la possibilità di ricorrere a procedure negoziate per la realizzazione di opere pubbliche².

L'analisi, che utilizza dati relativi alle gare bandite dai Comuni italiani nel periodo 2009-2013, mostra che l'ampliamento della discrezionalità si è associato a una diminuzione della produttività media delle imprese aggiudicatarie (misurata nell'anno precedente l'affidamento dell'appalto). Ne discendono effetti negativi sull'efficienza allocativa connessi con l'afflusso di fondi pubblici a imprese strutturalmente più deboli. La peggiore allocazione si osserva esclusivamente tra le stazioni appaltanti "meno qualificate" (figura)³. In tali stazioni l'ampliamento della discrezionalità si è anche accompagnato a un incremento delle gare aggiudicate alle imprese che annoverano tra i propri soci o amministratori un esponente politico locale.

Figura

Effetto della maggiore discrezionalità sulla produttività delle imprese aggiudicatarie (1) (indice)



Fonte: elaborazioni su dati Telemat, Cerved Group e Ministero dell'Interno.

(1) La figura mostra la stima puntuale dell'effetto dell'aumento della discrezionalità introdotto nel 2011 (cfr. nota 1) e il relativo intervallo di confidenza (90 per cento), separatamente per le stazioni appaltanti con l'indice di qualificazione (cfr. nota 3) minore (a sinistra) e maggiore della mediana (a destra). La produttività è il rapporto tra il valore aggiunto e il costo del lavoro nell'anno precedente l'affidamento dell'appalto.

¹ Art. 4 del DL 70/2011, convertito dalla L. 106/2011.

² A. Baltrunaite, C. Giorgiantonio, S. Mocetti e T. Orlando, *Discretion and supplier selection in public procurement*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

³ La qualificazione è stata misurata aggregando i seguenti indicatori: il titolo di studio conseguito dagli amministratori locali e dagli addetti; il grado di specializzazione degli uffici preposti alla funzione acquisti, approssimato dalla dimensione del Comune; la trasparenza delle informazioni, definita come la quota di appalti aggiudicati nel periodo precedente la riforma per i quali sono state trasmesse all'autorità competente le informazioni relative alla esecuzione del contratto; il rischio di corruzione, stimato combinando misure di frequenza dei reati contro la Pubblica amministrazione, di percezione della corruzione e di fiducia nelle istituzioni locali.

Più in generale l'aumento della discrezionalità nel caso considerato si è associato a una riduzione della trasparenza del sistema, con un calo della quota di appalti per i quali sono stati rispettati gli obblighi di trasmissione delle informazioni relative alla fase di esecuzione del contratto (per es. i costi finali dell'opera).

Per limitare i rischi connessi con la discrezionalità, il nuovo Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 50/2016) ha previsto diversi strumenti, tra i quali anche un sistema di qualificazione della committenza pubblica, che tiene conto sia di caratteristiche organizzative delle stazioni appaltanti, sia della loro performance pregressa, premiando i comportamenti virtuosi. A distanza di oltre due anni dall'entrata in vigore del Codice le misure rimangono tuttavia per la maggior parte non operative.

L'efficacia del sistema non può prescindere dalla disponibilità di informazioni adeguate relative a tutte le fasi dell'appalto: i dati sull'esecuzione dei lavori pubblici banditi dai Comuni, ad esempio, sono trasmessi all'autorità competente solo nella minoranza dei casi⁷.

⁷ A. Baltrunaite, C. Giorgiantonio, S. Mocetti e T. Orlando, *Discretion and supplier selection in public procurement*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2017 la situazione economica e patrimoniale delle banche si è rafforzata. La consistenza dei crediti deteriorati si è notevolmente ridotta sia in seguito alle numerose operazioni di cessione di sofferenze, sia per la riduzione delle nuove insolvenze, che, valutate in rapporto ai prestiti, sono tornate sui livelli antecedenti la crisi finanziaria globale.

Le condizioni monetarie espansive hanno contribuito a ridurre il costo della provvista, sceso su valori molto bassi nel confronto storico. L'incremento dei depositi da clientela ha quasi compensato il calo della raccolta obbligazionaria al dettaglio; la particolare convenienza delle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema ha consentito di diminuire la provvista interbancaria.

La riduzione delle rettifiche sui crediti deteriorati ha determinato un forte aumento degli utili, al quale ha contribuito anche il calo dei costi operativi. Il recupero di redditività e i cospicui aumenti di capitale hanno notevolmente limitato il divario di patrimonializzazione tra le principali banche italiane ed europee. Il rafforzamento del capitale nel 2017 è stato il più rilevante dell'ultimo decennio.

Nel corso dell'anno sono state risolte le situazioni di difficoltà di alcuni gruppi bancari. Banca Monte dei Paschi di Siena ha avuto accesso alla ricapitalizzazione precauzionale; Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza sono state poste in liquidazione; si è perfezionata la cessione delle banche ponte costituite a seguito della risoluzione, alla fine del 2015, di quattro intermediari locali.

Le agevolazioni fiscali introdotte con la normativa sui piani individuali di risparmio hanno determinato un forte aumento dell'afflusso di risorse verso i fondi comuni. Sono cresciuti anche gli utili delle società di gestione. La redditività delle compagnie assicurative si è mantenuta stabile nonostante il modesto calo della raccolta.

La struttura dell'industria bancaria italiana

Alla fine del 2017 erano attive in Italia 113 banche incluse in 60 gruppi bancari, 347 banche non appartenenti a gruppi e 78 filiali di banche estere. I gruppi bancari classificati come significativi nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico europeo (Single Supervisory Mechanism, SSM) erano 11 – 3 in meno rispetto al 2016 – a seguito della fusione tra 2 ex banche popolari di grande dimensione e dell'uscita dal mercato di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca. Ai gruppi significativi era riconducibile il 74 per cento del totale delle attività degli intermediari italiani.

Le banche di credito cooperativo – attualmente interessate da una riforma del settore (cfr. il riquadro: *La riforma del credito cooperativo*) – rimangono la categoria più numerosa (280 unità) tra le banche non appartenenti a gruppi, seguita dalle società per azioni (52) e dalle banche popolari (15). A marzo del 2018 la Corte costituzionale ha ritenuto infondate le questioni di costituzionalità sollevate in merito ad alcuni aspetti della riforma delle banche popolari.

LA RIFORMA DEL CREDITO COOPERATIVO

A seguito della riforma del credito cooperativo varata con la L. 49/2016, ICCREA, Cassa Centrale Banca e Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige hanno presentato istanza per divenire capogruppo di tre gruppi bancari cooperativi¹. Entro 90 giorni dal rilascio delle autorizzazioni da parte delle autorità di vigilanza, le assemblee delle singole banche di credito cooperativo (BCC) dovranno deliberare la definitiva adesione al gruppo cooperativo prescelto e la firma del contratto di coesione.

Sulla base delle intenzioni finora manifestate, 144 BCC aderiranno al gruppo ICCREA, 95 a quello Cassa Centrale Banca e 39 al gruppo Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige. Una volta completato il processo di costituzione, la struttura del sistema bancario italiano si modificherà in modo rilevante; questo sarà infatti composto da 52 gruppi (inclusi i tre cooperativi) e 67 banche non appartenenti a gruppi (a fronte di 60 gruppi e 347 banche operanti alla fine dello scorso anno). Il gruppo Cassa Centrale Banca avrà un attivo di bilancio consolidato superiore a 30 miliardi e sarà classificato, insieme al gruppo ICCREA che già supera questa soglia, tra quelli sottoposti alla vigilanza diretta della Banca centrale europea; il gruppo Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige sarà vigilato dalla Banca d'Italia.

Considerando i dati di fine 2017 i gruppi ICCREA e Cassa Centrale Banca, che opereranno sull'intero territorio nazionale, diverranno nell'ordine il sesto e il decimo gruppo bancario italiano per quota di mercato dei prestiti (5,3 e 2,7 per cento rispettivamente). Il gruppo cooperativo provinciale Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige, a fronte di una quota del mercato nazionale dei prestiti pari allo 0,6 per cento, risulterà tra i principali istituti di credito della regione Trentino-Alto Adige (22 per cento dei prestiti).

La riforma del credito cooperativo permetterà alle singole BCC di rafforzare il capitale nella misura e con la rapidità imposte dalla regolamentazione e dalle condizioni di mercato, pur mantenendo le caratteristiche mutualistiche tipiche del comparto. Tra il 2007 e il 2017 il grado di patrimonializzazione delle BCC ha risentito dei bassi flussi di autofinanziamento e dell'impossibilità di accedere al mercato dei capitali.

I sistemi di garanzia solidale previsti dai contratti di coesione e il ricorso alle risorse patrimoniali che il gruppo di appartenenza potrà raccogliere sul mercato

¹ Per una descrizione delle previsioni della riforma del credito cooperativo, cfr. il riquadro: *La recente riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016.

consentiranno di gestire eventuali situazioni di difficoltà. In assenza del gruppo e dei sistemi di garanzia, in caso di crisi una BCC dovrebbe essere liquidata, con possibili perdite anche per i depositanti non protetti. La creazione dei gruppi permetterà inoltre di affrontare con più efficacia le sfide legate al progresso tecnologico, all'aumento della concorrenza, all'evoluzione del quadro di vigilanza europeo.

In Italia gli attivi delle banche rappresentano poco meno del 70 per cento di quelli del settore finanziario, una quota simile a quella degli altri principali paesi europei. La dimensione del settore bancario italiano rispetto all'economia è tuttavia più contenuta: alla fine del 2017 gli attivi delle banche erano pari a 2,2 volte il PIL, a fronte del 2,7 per cento dell'area dell'euro, del 2,4 della Germania e del 3,7 della Francia.

Le banche italiane hanno continuato a riorganizzare le modalità con cui offrono i propri servizi alla clientela. Nel corso del 2017 il numero di sportelli bancari è diminuito del 5,7 per cento (dal 19,9 del 2008), a circa 27.300 unità. Secondo le informazioni contenute nei piani industriali dei gruppi significativi, nel 2018 si avrebbe una riduzione di entità analoga. In Italia il numero medio di sportelli bancari ogni 10.000 abitanti, pari a 4,8 nel 2016, è superiore alla media dell'area dell'euro (4,4), ma inferiore ai valori di Francia (5,6) e Spagna (6,2)¹.

I primi cinque gruppi bancari hanno intrapreso da tempo un percorso di razionalizzazione della presenza territoriale eliminando le sovrapposizioni di sportelli che si erano generate in seguito alle aggregazioni bancarie avvenute nel periodo appena precedente la crisi finanziaria. Tra il 2009 e il 2013 circa l'88 per cento delle chiusure degli sportelli è stato effettuato in comuni in cui erano presenti altri sportelli dello stesso gruppo; in seguito, tra il 2014 e il 2017, questa quota è scesa al 67 per cento. Le altre banche hanno ridotto il numero complessivo di sportelli solo dal 2013 e, verosimilmente, hanno proceduto più lentamente anche per via della minore sovrapposizione territoriale dei loro sportelli; per questi intermediari meno della metà delle chiusure è avvenuta in un comune in cui disponevano di almeno un altro sportello.

È proseguita la diffusione dei canali distributivi digitali; la quota di famiglie che può accedere al proprio conto di deposito attraverso questa modalità ha raggiunto il 65,9 per cento, di cui quasi il 90 per cento può farlo con funzioni dispositive. Una recente indagine della Banca d'Italia ha rilevato un interesse generalizzato delle banche ad adottare nuove tecnologie digitali (soprattutto per i pagamenti istantanei e per la conclusione di contratti e operazioni a distanza), considerate cruciali per migliorare la qualità dei servizi offerti e per raggiungere le fasce più giovani della popolazione². Il numero di iniziative censite è elevato (235 progetti), ma gli importi stanziati sono esigui (circa 131 milioni) e in prevalenza concentrati sulle banche significative. Dall'Indagine regionale sul credito bancario condotta dalle Filiali della Banca d'Italia all'inizio del 2018 emerge che per le banche di minore dimensione

¹ Elaborazioni su dati BCE, *Report on financial structures*, 2017.

² Banca d'Italia, *FinTech in Italia: Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017.

la scarsità di risorse (tecnologiche, umane o finanziarie) rappresenta il principale ostacolo all'avvio di progetti di sfruttamento delle nuove tecnologie digitali.

La soluzione delle situazioni di difficoltà di alcuni gruppi bancari

Nel 2017 sono state risolte le situazioni di difficoltà di alcuni gruppi bancari.

La Commissione europea ha approvato nel luglio 2017 la ricapitalizzazione precauzionale di Banca Monte dei Paschi di Siena, commisurando l'intervento massimo dello Stato a 5,4 miliardi, comprensivi del ristoro degli investitori al dettaglio nell'ambito delle misure di condivisione degli oneri con azionisti e creditori subordinati (*burden sharing*).

Nel mese di giugno il Consiglio di sorveglianza dell'SSM ha dichiarato la "prossimità al dissesto" di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza. Accertata la non sussistenza dell'interesse pubblico all'avvio di una procedura di risoluzione da parte del Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB), le banche sono state poste in liquidazione coatta amministrativa con misure pubbliche a sostegno della fuoriuscita ordinata dal mercato; Intesa Sanpaolo ha acquisito parte delle attività dei due gruppi.

Si è infine conclusa la cessione delle quattro banche ponte, costituite a seguito della procedura di risoluzione avviata alla fine del 2015; Nuova Banca delle Marche, Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio e Nuova Cassa di Risparmio di Chieti sono state vendute a UBI Banca, Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara a BPER Banca.

Le attività

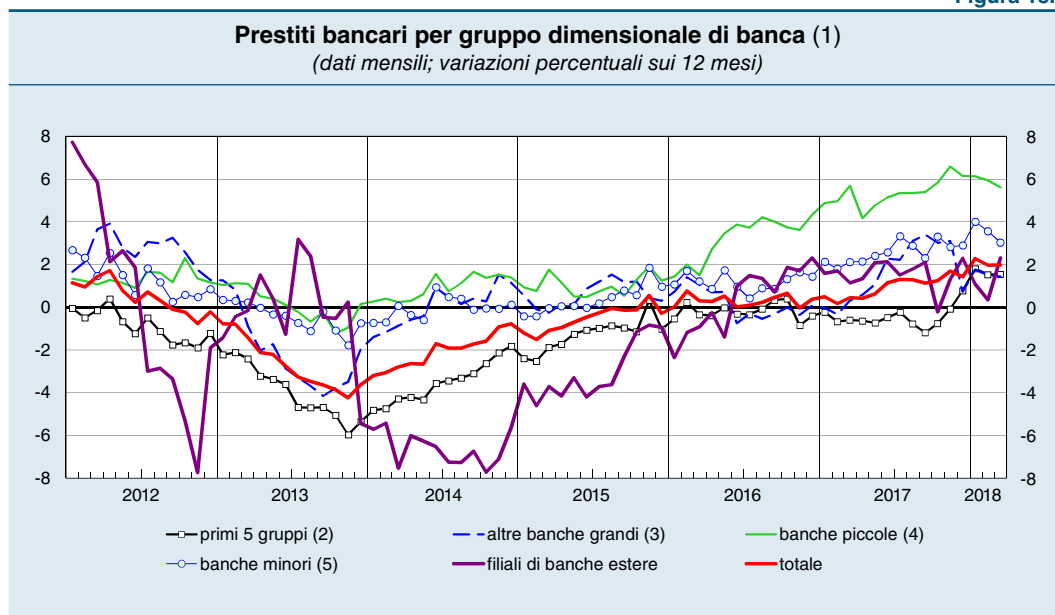
Il credito. – Nel 2017 i prestiti delle banche italiane sono aumentati dell'1,4 per cento, un punto percentuale in più rispetto al 2016 (fig. 13.1). La crescita ha interessato il settore privato, mentre il credito alle Amministrazioni pubbliche si è lievemente ridotto.

I prestiti del settore bancario a residenti in Italia, circa 1.800 miliardi, sono pari al 107 per cento del PIL, un livello prossimo a quello del 2008 e di 16 punti percentuali inferiore al picco del 2012.

La crescita del credito alle famiglie (3,2 per cento) è stata sostenuta da una maggiore domanda, favorita dai bassi tassi di interesse e dall'aumento del reddito disponibile; le condizioni di offerta sono rimaste accomodanti. La crescita è stata particolarmente sostenuta per il credito al consumo, proseguendo una tendenza avviatasi nella seconda metà del 2015: da allora la quota di queste forme di finanziamento sul totale dei prestiti bancari al settore privato non finanziario è passata dal 4,4 al 7,0 per cento, un valore di poco superiore alla media dell'area dell'euro (6,6), ma inferiore a quello di Germania (7,7) e Francia (7,4).

Sono invece rimasti sostanzialmente invariati i prestiti alle imprese nonostante il rafforzamento della ripresa economica (cfr. il riquadro: *Ripresa economica e credito alle imprese* del capitolo 7). Secondo le valutazioni degli intermediari le condizioni

Figura 13.1



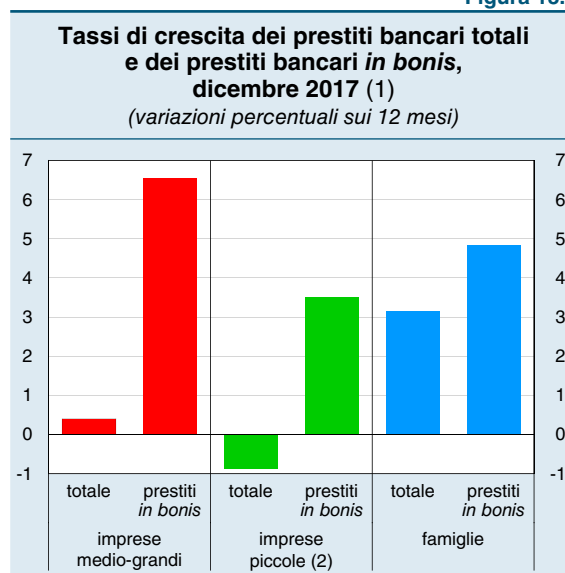
Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2018 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La suddivisione degli intermediari è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a marzo del 2018 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre del 2008. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*. – (2) Banche appartenenti ai seguenti gruppi: Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane e UniCredit. – (3) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 21.532 e 182.052 milioni. – (4) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 3.626 e 21.531 milioni. – (5) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati inferiori a 3.626 milioni.

di offerta sono rimaste favorevoli; ne hanno beneficiato in primo luogo le imprese finanziariamente più solide e di maggiore dimensione (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). I prestiti alle aziende con più di 20 addetti sono aumentati dello 0,5 per cento, mentre quelli alle imprese più piccole sono diminuiti dello 0,9 per cento. Il differenziale di crescita tra classi dimensionali è più ampio se si escludono i debitori insolventi, nei confronti dei quali il credito diminuisce fisiologicamente (fig. 13.2).

Nei primi mesi del 2018 si è registrata un'accelerazione dei finanziamenti alle imprese. L'incremento è stato più ampio per le aziende manifatturiere e dei servizi di maggiore dimensione in ragione della crescita degli investimenti; potrebbero avervi contribuito anche gli incentivi

Figura 13.2



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Esposizioni *in bonis* a dicembre del 2017 che nell'arco dei 12 mesi considerati non hanno registrato segnali di deterioramento. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

all'offerta di credito previsti dalle operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine presso l'Eurosistema (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2018).

I titoli. – Alla fine del 2017 i titoli nel portafoglio delle banche emessi da controparti non bancarie erano pari a poco meno di 540 miliardi, in calo del 6,2 per cento rispetto alla fine del 2016. La riduzione ha interessato esclusivamente i titoli pubblici italiani, pari a 331,7 miliardi, diminuiti del 12,5 per cento rispetto a dicembre del 2016 e del 22,4 per cento con riferimento al picco del primo trimestre del 2015.

In dicembre la quota di titoli pubblici sul totale degli attivi era pari al 9,1 per cento; per le banche minori, che ne detengono strutturalmente una quota maggiore, era pari al 20,5 per cento. La vita media residua dei titoli nel portafoglio delle banche, pari a 4,8 anni a fine 2017, è rimasta pressoché invariata nel corso dell'anno.

Le banche stanno gradualmente riducendo la quota di titoli italiani sul totale dei titoli sovrani in portafoglio, scesa dal 98 all'88 per cento tra il 2013 e il 2017. Questa tendenza è comune al complesso delle banche dell'area dell'euro, per le quali la quota di titoli pubblici del paese di residenza è diminuita dal 78 al 72 per cento. Cali superiori ai dieci punti percentuali hanno avuto luogo nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi dei debiti sovrani (Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia).

La presenza di strumenti finanziari complessi nel bilancio delle banche italiane significative è contenuta: alla fine del 2017 le attività classificate come di secondo e terzo livello – il cui valore non si basa su prezzi osservati su mercati spessi e liquidi (cfr. il riquadro: *Gli strumenti finanziari complessi nei bilanci delle banche significative dell'SSM*) – erano complessivamente pari a circa il 6 per cento del totale delle attività, meno della metà rispetto a quanto si osserva in media per il campione delle banche incluse nel *Risk Dashboard* dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA)³.

GLI STRUMENTI FINANZIARI COMPLESSI NEI BILANCI DELLE BANCHE SIGNIFICATIVE DELL'SSM

I principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*, IFRS) richiedono alle banche di classificare le attività e le passività finanziarie valutate al *fair value* secondo una gerarchia che tenga conto della maggiore o minore disponibilità di informazioni di mercato. Gli strumenti finanziari classificati come di secondo e terzo livello (L2 e L3) non sono quotati su mercati spessi e liquidi. Si tratta ad esempio di alcuni derivati di credito o su tassi di interesse, o di obbligazioni strutturate; i relativi valori di bilancio vengono quindi definiti dagli intermediari sulla base di prezzi rilevati su mercati poco liquidi, o di prezzi relativi a strumenti con caratteristiche simili ma quotati su mercati più attivi, o utilizzando modelli di valutazione¹. L'incertezza valutativa è particolarmente elevata per gli

¹ Per una descrizione più esaustiva delle attività di primo, secondo e terzo livello, cfr. il riquadro: *La composizione delle attività valutate al fair value nei bilanci delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017.

³ Il campione è composto da 190 banche europee (cfr. sul sito dell'EBA: *Risk analysis and data*).

strumenti di tipo L3: infatti, mentre la valutazione degli strumenti L2 si basa su parametri deducibili da transazioni di mercato, quella degli L3 utilizza parametri non osservabili.

Alla fine del 2016 l'ammontare di strumenti L2 e L3 presenti nei bilanci delle banche del Meccanismo unico di vigilanza (Single Supervisory Mechanism, SSM) era elevato (6,8 trilioni circa, di cui 3,6 tra le attività e 3,2 tra le passività; in particolare le attività rappresentavano il 16 per cento del totale di bilancio); tale ammontare risultava inoltre concentrato presso un numero ristretto di banche. Il sistema bancario italiano deteneva una quota relativamente contenuta del totale di strumenti L2 e L3 (circa il 5 e il 6 per cento, rispettivamente, delle attività e delle passività).

Nostre analisi recenti² evidenziano che le regole contabili lasciano ampi margini di discrezionalità agli intermediari nella valutazione di questi strumenti e che prevedono un trattamento più severo per gli strumenti L3; ne consegue che le banche sono incentivate a estendere il confine della categoria degli strumenti L2 e che una parte di questi ultimi può presentare di fatto un grado di incertezza valutativa non dissimile da quello degli strumenti L3³. L'insieme degli strumenti L2 è comunque molto variegato e può includere sia prodotti relativamente semplici come gli swap sia prodotti con caratteristiche simili a quelle degli strumenti L3. Non è agevole quantificare le due componenti.

Gli intermediari tendono anche ad adottare tecniche di copertura dei rischi. Per gli strumenti L2 più complessi e per tutti gli L3 tuttavia è raro che si possa realizzare una copertura completa; per essi quindi rimane spesso un rischio residuo non coperto. La valutazione dell'effettiva rilevanza di tale rischio richiede analisi approfondite da parte della Vigilanza, da condurre anche attraverso accertamenti ispettivi mirati.

Alcuni esercizi di simulazione mostrano che, sotto ipotesi estreme (assenza di compensazione fra i rischi dell'attivo e del passivo e di benefici da diversificazione), le potenziali perdite su alcune tipologie di strumenti L2 e L3 in condizioni di forte stress di mercato possono oscillare tra il 10 e il 50 per cento del loro valore, in relazione alla complessità dello specifico strumento.

Per attenuare gli effetti dell'incertezza valutativa le regole contabili e quelle prudenziali prevedono apposite rettifiche ai valori di bilancio e deduzioni dal patrimonio di vigilanza (*additional valuation adjustments*, AVA). Gli aggiustamenti tuttavia sono spesso calcolati non per il singolo strumento ma a livello di portafoglio: è quindi possibile una compensazione tra attività e passività della stessa tipologia, che potrebbe portare a sottostimare il relativo rischio. Per gli intermediari dell'SSM che figurano tra i maggiori detentori di attività di secondo e terzo livello l'importo degli AVA è

² R. Roca e F. Potente (a cura di), *Risks and challenges of complex financial instruments: an analysis of SSM banks*, Questioni di economia e finanza, 417, 2017.

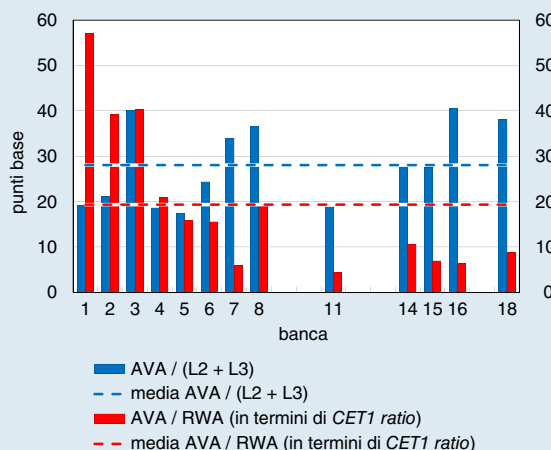
³ In particolare per gli strumenti L3 il profitto maturato come differenza tra prezzo al quale si realizza una transazione e contestuale valore desunto da un modello di valutazione (cosiddetto *day-one profit*) va coperto da accantonamenti corrispondenti.

mediamente pari allo 0,3 per cento del valore di bilancio degli attivi L2 e L3 e allo 0,2 per cento delle attività ponderate per i rischi (*risk weighted assets*, RWA). Tale ammontare potrebbe risultare contenuto rispetto alle potenziali oscillazioni di valore in condizioni di stress (figura).

L'SSM ha intrapreso alcune iniziative per valutare taluni profili di rischio dei portafogli L2 ed L3, o focalizzate sugli L3 (ad es. l'*asset quality review* del 2014). Un ulteriore arricchimento dell'azione di supervisione potrebbe derivare da un ampliamento dei dati disponibili. Informazioni sui principali modelli di valutazione in uso potrebbero ad esempio essere utili per identificare tecniche particolarmente complesse; indicatori di turnover potrebbero contribuire a valutare l'effettivo grado di liquidità degli strumenti finanziari; l'analisi dell'andamento dei *day-one profit* potrebbe infine migliorare l'individuazione dei prodotti connotati da maggiore grado di complessità.

Figura

**Additional valuation adjustments
su un campione di banche nell'SSM (1)**
(punti base; dicembre 2016)



Fonte: SNL Financial e bilanci di esercizio.

(1) Il campione è costruito, in ordine alfabetico, da 18 banche: Banco Santander; Bayerische Landesbank; BBVA; BNP Paribas; Commerzbank; Crédit Agricole Group; Crédit Mutuel Group; Deutsche Bank; DZ BANK AG; Groupe BPCE; HSBC France; ING Groep; Intesa Sanpaolo; Landesbank Baden-Württemberg; Nordea Pankki Suomi Oyj; Rabobank; Société Générale; UniCredit. I dati non sono riportati nel grafico seguendo tale ordine. I dati mancanti fanno riferimento a banche per le quali non sono state riscontrate nel bilancio di esercizio le deduzioni prudenziali riferibili agli AVA.

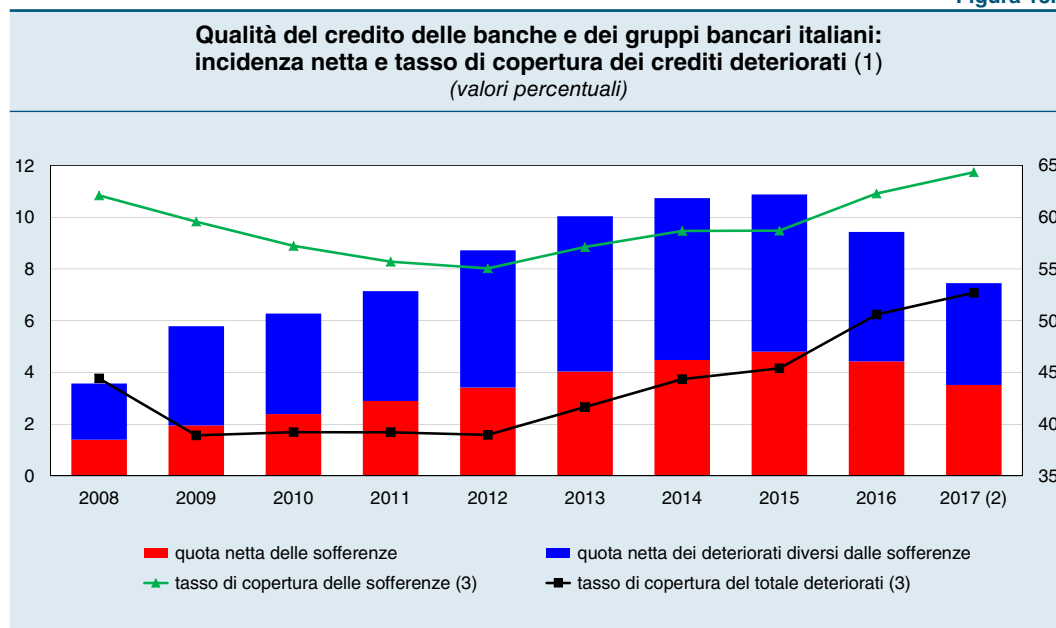
I crediti deteriorati

Nel 2017 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei crediti è sceso di mezzo punto percentuale, al 2,1 per cento, riportandosi sui valori precedenti alla crisi finanziaria. La diminuzione è proseguita nel primo trimestre del 2018 raggiungendo l'1,7 per cento, in ragione del calo delle insolvenze tra i prestiti alle imprese.

Le consistenze di crediti deteriorati (al netto delle rettifiche di valore) nei bilanci bancari si sono ridotte di 38 miliardi, a 135; al lordo delle rettifiche di valore, il calo è stato di 65 miliardi, a 285. L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dalle banche è scesa a fine anno al 14,5 per cento al lordo delle rettifiche di valore e al 7,5 per cento al netto (17,3 e 9,4 per cento nel 2016 rispettivamente). Il peso dei prestiti deteriorati netti si è ridotto di oltre tre punti percentuali rispetto al picco di dicembre del 2015 (fig. 13.3).

Nel 2017 le banche hanno ceduto sul mercato e cancellato dai loro bilanci un ammontare di crediti deteriorati lordi pari a 35 miliardi (8 nel 2016), circa il 10 per cento delle consistenze in essere alla fine del 2016; le operazioni di cessione sono state realizzate per quasi due terzi attraverso cartolarizzazioni assistite, per la maggior parte delle operazioni, dalla garanzia pubblica sulla cartolarizzazione delle sofferenze. Altri

Figura 13.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Crediti verso clientela. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le incidenze sono calcolate a partire dalle esposizioni al netto delle relative rettifiche di valore. Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (2) Dati provvisori. – (3) Scala di destra.

18 miliardi sono stati trasferiti a una società controllata dal Ministero dell'Economia e delle finanze a seguito della liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca. Ulteriori tre miliardi sono stati oggetto di cessione nell'ambito dell'operazione di acquisizione di tre ex Casse di Risparmio da parte di una filiazione di banca estera. Alla riduzione dei crediti deteriorati ha contribuito anche l'attività di recupero in via ordinaria.

Nel 2017 il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate, misurato dal rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati, è cresciuto di due punti percentuali al 53 per cento, un valore ampiamente superiore alla media delle principali banche europee. È aumentato di circa mezzo punto il tasso di copertura dei crediti deteriorati non assistiti da garanzia, al 63,5 per cento.

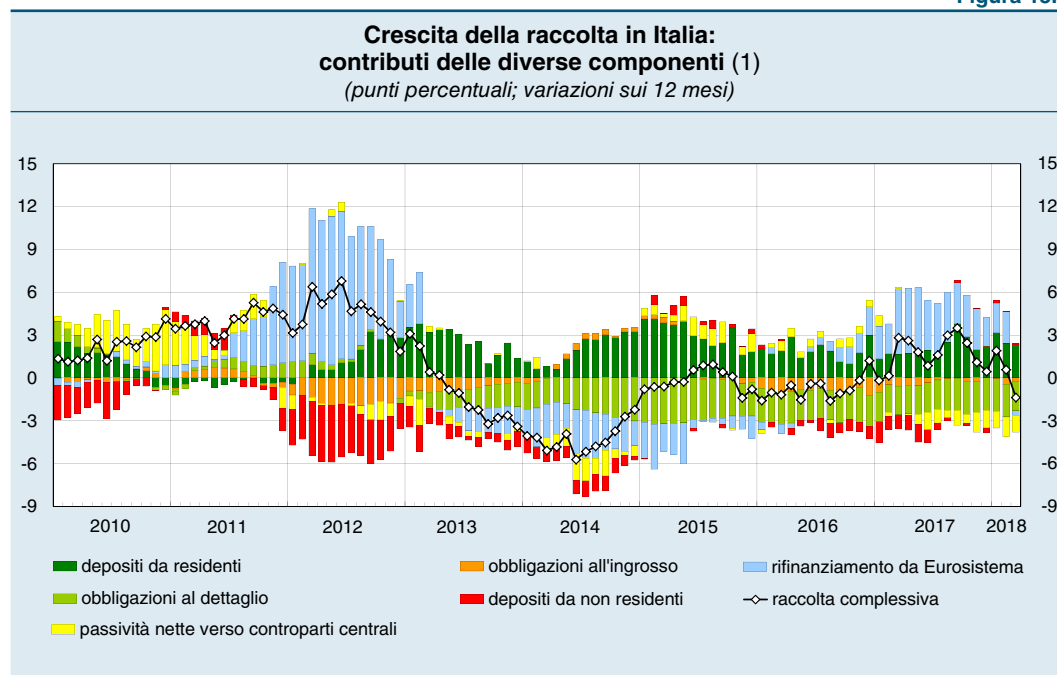
È migliorata la capacità delle banche di far fronte alle perdite inattese derivanti dai crediti deteriorati; tra il 2015 e il 2017 il rapporto tra questo tipo di attività al netto delle rettifiche e il capitale di migliore qualità è sceso dal 105 al 70 per cento (dal 118 al 74 per cento per le banche significative).

Sono state avviate diverse iniziative per favorire l'ulteriore riduzione dei crediti deteriorati. La Banca centrale europea (BCE) ha pubblicato nel marzo 2017 linee guida non vincolanti per le banche significative, contenenti le migliori prassi per la gestione dei crediti deteriorati; a marzo del 2018 le linee guida sono state integrate con riferimento agli accantonamenti sui crediti (*addendum*). Nello stesso mese la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa volta a contenere la formazione di nuove esposizioni deteriorate (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Nel 2018 saranno pubblicate dall'EBA le linee guida sulla gestione dei crediti deteriorati per le banche europee. La Banca d'Italia ha emanato lo scorso gennaio linee guida sulla gestione di tali crediti, coerenti con quelle recentemente pubblicate dalla BCE, rivolte alle banche meno significative.

La raccolta

Nel 2017 la raccolta delle banche italiane è aumentata dello 0,4 per cento (fig. 13.4). Il finanziamento presso l'Eurosistema è salito alla fine del primo trimestre dello scorso anno, a seguito dell'ultima delle operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2); alla fine del 2017 ammontava al 10,7 per cento della raccolta complessiva, due punti percentuali in più rispetto alla fine del 2016. Sono diminuiti i finanziamenti all'ingrosso, soprattutto le passività interbancarie intermedie da controparti centrali (-27,2 per cento) e i depositi da non residenti (-2,2 per cento).

Figura 13.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Non sono considerate le passività nei confronti delle istituzioni finanziarie monetarie residenti. Le passività nette nei confronti delle controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

La ricomposizione della raccolta a favore del rifinanziamento presso l'Eurosistema è stata incentivata dalla lunga scadenza delle operazioni e dal basso costo per gli intermediari che raggiungeranno gli obiettivi di espansione del credito a famiglie e imprese previsti dalle regole delle TLTRO2.

La quota della provvista obbligazionaria sul totale della raccolta è scesa all'11,8 per cento, in costante diminuzione rispetto al picco del 27 per cento della seconda metà del 2011. Questa tendenza potrebbe subire un'inversione per la necessità di rispettare i nuovi requisiti minimi sui fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL). Ciò potrebbe comportare un incremento significativo del costo della raccolta qualora le banche siano chiamate a effettuare ingenti emissioni obbligazionarie in tempi brevi (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018).

La riduzione delle obbligazioni detenute dalle famiglie è stata quasi completamente compensata dall'aumento dei depositi da residenti in Italia. La quota della raccolta al dettaglio rappresentata da obbligazioni è pari al 6,6 per cento, in diminuzione dalla fine del 2011, quando era pari al 25,1 per cento. Alla fine del 2017 le famiglie detenevano il 21,7 per cento delle obbligazioni emesse dalle banche; circa il 15 per cento di tale importo era costituito da obbligazioni subordinate.

La quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) è pari al 3,7 per cento (fig. 13.5), in calo di 2,4 punti percentuali rispetto alla fine del 2016 e di oltre 14 dal 2011. Per via della debole crescita dei prestiti la riduzione del *funding gap* è stata più intensa per i cinque principali gruppi (da 10,5 a 6,9 per cento); per le altre banche l'indicatore è rimasto ampiamente negativo (-25,8 punti percentuali).

Il costo medio della raccolta nell'anno è sceso dallo 0,39 allo 0,28 per cento, un valore molto basso nel confronto storico. La diminuzione è attribuibile, in parti uguali, alla ricomposizione della raccolta verso fonti di provvista meno costose, in particolare all'incremento dei depositi alla clientela e al calo della raccolta obbligazionaria, e alla riduzione dei costi delle diverse componenti della raccolta bancaria. In particolare, il tasso medio corrisposto sui depositi è sceso dallo 0,25 allo 0,19 per cento e quello sull'interbancario dal -0,28 al -0,32 per cento.

Nei primi tre mesi del 2018 la raccolta complessiva è rimasta pressoché invariata rispetto alla fine del 2017. È proseguito il calo della provvista obbligazionaria, a cui le banche hanno fatto fronte con un aumento della raccolta all'ingrosso, ed è rimasto immutato l'ammontare dei rifinanziamenti presso l'Eurosistema.

La redditività e il patrimonio

La redditività. – Nel 2017 la redditività delle banche e dei gruppi italiani è tornata a essere positiva: il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è salito al 7,0 per cento, anche per effetto di componenti straordinarie relative a operazioni di aggregazione (fig. 13.6)⁴. Al netto di tali componenti il ROE sarebbe

⁴ Nel corso dell'anno alcuni gruppi hanno contabilizzato proventi non ricorrenti connessi con le operazioni di consolidamento del settore, relative sia alla cessione di parte delle attività delle due banche liquidate lo scorso giugno con il sostegno dello Stato, sia alle operazioni di fusione e acquisizione con differenza positiva tra il *fair value* delle attività e passività acquisite e il corrispettivo pagato.

Figura 13.5

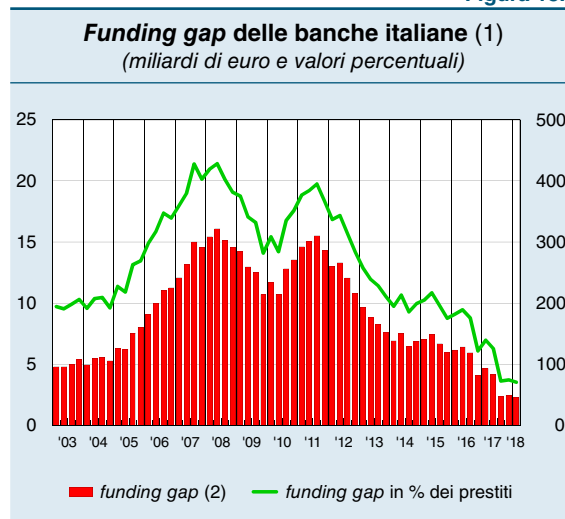
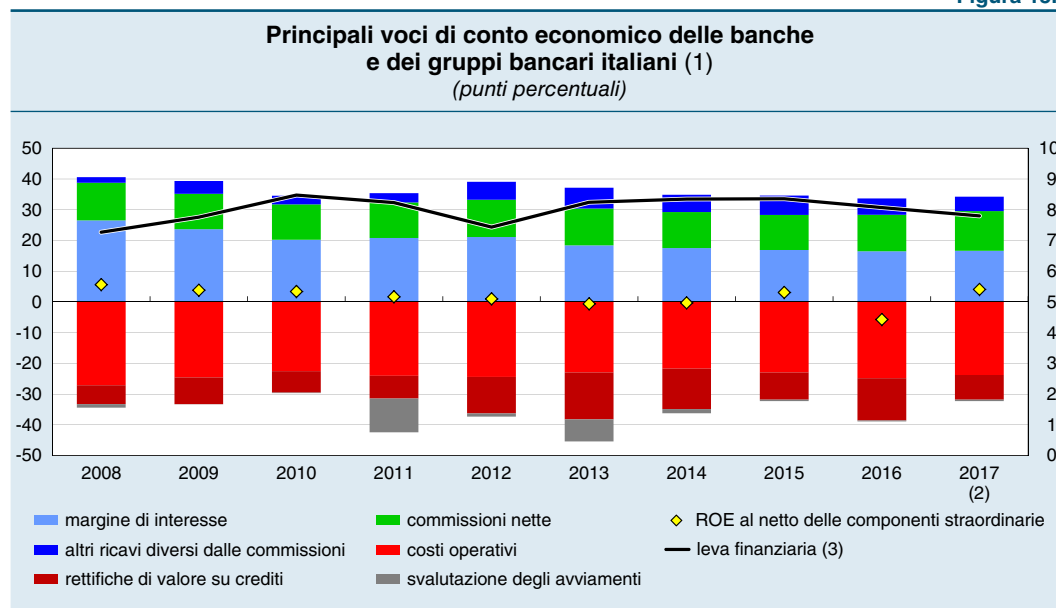


Figura 13.6



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) In rapporto al capitale medio dell'anno. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Capitale medio dell'anno in rapporto all'attivo di fine anno, differente dalla misura prudenziale. Scala di destra.

stato pari al 4,1 per cento, comunque il valore più alto dal 2008. Il miglioramento è dovuto principalmente alle minori rettifiche su crediti, che si sono ridotte nell'anno del 39,6 per cento.

Il risultato di gestione è aumentato del 13,8 per cento, principalmente per la riduzione dei costi (-5,5 per cento); sono scese sia le spese per il personale (-3,8 per cento) sia quelle amministrative (-7,8 per cento). Il rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione è diminuito di oltre quattro punti percentuali, al 69,2 per cento. Per le banche italiane significative esso resta però elevato nel confronto internazionale: alla fine del 2017 era pari al 69,9 per cento, 6,5 punti più della media del campione di banche incluse nel *Risk Dashboard* dell'EBA.

Il margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 2016. L'incremento delle commissioni (6,3 per cento), derivante in larga parte dal collocamento di prodotti del risparmio gestito, ha compensato la lieve diminuzione del margine di interesse (-0,9 per cento). La differenza tra rendimento medio delle attività e costo medio delle passività si è mantenuta sul livello, molto basso, del 2016 (1,1 per cento).

I ricavi rimangono su valori di gran lunga inferiori a quelli precedenti la crisi finanziaria: rispetto al 2008 sono diminuiti del 26,1 per cento al netto degli effetti dell'inflazione e di 0,3 punti percentuali in rapporto agli attivi. Tra il 2008 e il 2017 le banche italiane hanno in parte compensato la forte riduzione del margine di interesse con un incremento dei ricavi da commissione, la cui quota sul margine di intermediazione è salita dal 30,1 al 37,8 per cento. Sono aumentati soprattutto i proventi da vendita di prodotti assicurativi, collocamento titoli, tenuta e gestione dei conti correnti, mentre sono scesi quelli relativi ai servizi di negoziazione.

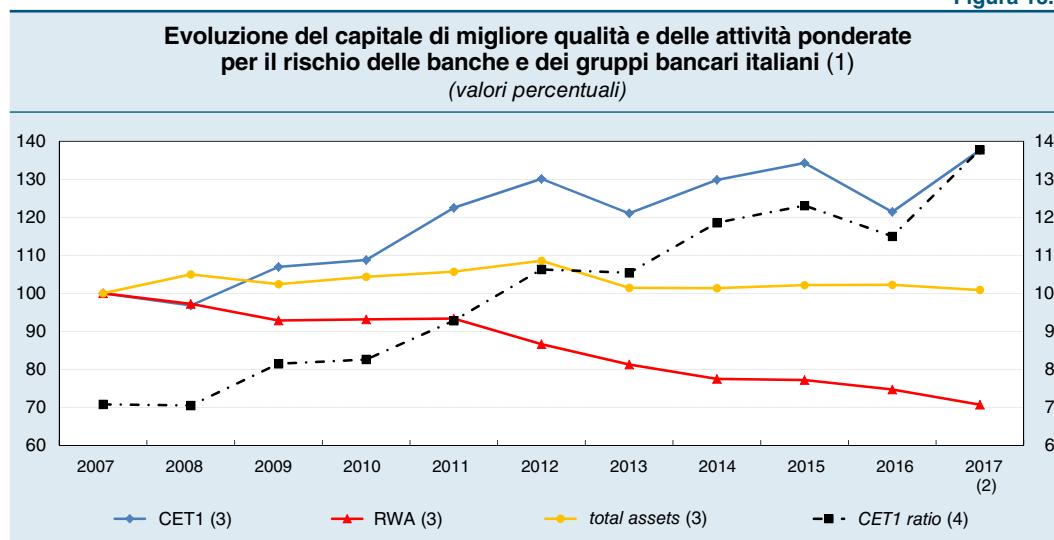
Il patrimonio. – Il rafforzamento patrimoniale conseguito dal sistema bancario nel 2017 è stato il più rilevante dell'ultimo decennio, sia in valore assoluto, sia in rapporto alle attività ponderate per i rischi (*risk weighted assets*, RWA). Alla fine di dicembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche italiane era pari al 13,8 per cento del totale degli RWA, 230 punti base in più rispetto alla fine del 2016. Per le banche significative l'aumento è stato di 290 punti base, al 13,3 per cento. Il divario tra il livello di patrimonializzazione delle banche significative italiane e quello dei principali intermediari europei si è ridotto nell'anno da oltre 2 a 1,5 punti percentuali⁵.

Il completamento di rilevanti aumenti di capitale da parte di quattro gruppi significativi ha contribuito per oltre due terzi all'incremento del *CET1 ratio* del sistema; su un importo complessivo superiore ai 22 miliardi, poco meno di 4 sono connessi con l'intervento dello Stato, un contributo di circa 30 punti base di *CET1 ratio*. Nei primi mesi del 2018 si è concluso positivamente l'aumento di capitale da parte di una banca meno significativa, per un importo di circa 700 milioni.

Al miglioramento della posizione patrimoniale ha contribuito anche la riduzione del 5 per cento delle attività ponderate per i rischi. Il calo ha riflesso sia la contrazione dell'attivo di bilancio, sia la riallocazione verso attività a minore assorbimento patrimoniale.

Dalla fine del 2007 il grado di patrimonializzazione del sistema, misurato attraverso il capitale di migliore qualità, è pressoché raddoppiato (fig. 13.7). Per le banche significative, l'incremento del *CET1 ratio* è stato di oltre 7 punti percentuali, conseguito per oltre la metà attraverso il ricorso diretto al mercato (circa 70 miliardi in valore).

Figura 13.7



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) Per capitale di migliore qualità si intende il *core tier 1* fino a dicembre del 2013 e, da marzo del 2014, il *common equity tier 1*. 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.

⁵ Il dato alla fine del 2016 include l'aumento di capitale del gruppo Unicredit, perfezionato all'inizio del 2017.

Lo scorso dicembre il Gruppo dei Governatori e dei Capi della vigilanza (Group of Governors and Heads of Supervision, GHOS) ha raggiunto un accordo sul completamento della seconda tranche del pacchetto di riforme noto come Basilea 3⁶. Queste misure, che si aggiungono a quelle già adottate a seguito della crisi finanziaria, verranno gradualmente introdotte dal 2022 e avranno pieno effetto a partire dal 2027; esse contribuiranno a rendere più confrontabili i livelli di patrimonializzazione delle banche, riducendo l'eccessiva eterogeneità nel calcolo degli attivi a rischio.

Gli aspetti principali delle riforme includono: l'aggiornamento dei metodi standard per la misurazione dei rischi di credito e operativo; limitazioni all'utilizzo dei modelli interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali, attraverso un ambito più ristretto di applicazione e vincoli più stringenti alla stima dei parametri di rischio (*input floors*); l'introduzione, per le banche che utilizzano i modelli interni, di un nuovo livello minimo di requisiti di capitale rapportato a quelli calcolati con i metodi standard (*output floor*). Sulla base di quest'ultima revisione, le attività ponderate per il rischio calcolate attraverso i modelli non potranno scendere al di sotto del 72,5 per cento del valore calcolato con il metodo standard, così da ridurre l'eccessiva variabilità dei requisiti patrimoniali tra banche e favorire la trasparenza.

Come già avvenuto in passato, le nuove regole sono state calibrate in modo da contemperare l'obiettivo di una maggiore stabilità del sistema finanziario a regime con la necessità di limitare possibili effetti restrittivi nel breve periodo sull'offerta del credito (cfr. il riquadro: *I cambiamenti della regolamentazione e della supervisione bancaria, l'offerta di credito e l'economia*).

I CAMBIAMENTI DELLA REGOLAMENTAZIONE E DELLA SUPERVISIONE BANCARIA, L'OFFERTA DI CREDITO E L'ECONOMIA

Le modifiche alla regolamentazione introdotte in risposta alla crisi finanziaria hanno previsto l'aumento della quantità e della qualità del patrimonio delle banche. Un'elevata capitalizzazione comporta numerosi benefici: rende le banche maggiormente capaci di sostenere la crescita economica anche in presenza di shock avversi; riduce la probabilità che si verifichino crisi finanziarie e ne limita l'impatto sull'economia; migliora gli incentivi degli intermediari a gestire correttamente il rischio.

La transizione a un più elevato livello di patrimonializzazione per le banche potrebbe tuttavia associarsi a una restrizione delle condizioni dell'offerta di credito. In particolare gli intermediari potrebbero essere indotti a soddisfare, almeno in parte, le richieste di incrementare gli indici patrimoniali riducendo le esposizioni verso la clientela. Le banche inoltre potrebbero tradurre la maggiore onerosità del capitale di rischio rispetto ad altre fonti in più elevati tassi di interesse alla clientela. A fronte del peggioramento delle condizioni di finanziamento, famiglie e imprese potrebbero ridurre o posticipare i propri piani di spesa e investimento.

⁶ Comitato di Basilea, *Basel III: Finalising post-crisis reforms*, dicembre 2017.

Un recente lavoro sull'economia italiana analizza diversi episodi di aumento dei coefficienti patrimoniali delle banche nel corso degli ultimi dieci anni¹. La metodologia adottata consente di isolare il contributo delle iniziative regolamentari e di supervisione all'aumento del grado di patrimonializzazione da quello attribuibile agli andamenti macroeconomici e finanziari e di stimarne gli impatti sull'offerta di credito, sull'attività economica e sull'inflazione.

Ciascuno di questi interventi si è tradotto in una riduzione temporanea dei volumi di credito offerto alla clientela e in un incremento, seppure contenuto, dei margini applicati ai prestiti; la restrizione creditizia ha avuto effetti negativi sui principali aggregati macroeconomici, quantificabili in una contrazione media del PIL, su un orizzonte di due anni, dell'1 per cento. Quantitativamente questi effetti sono dello stesso ordine di grandezza di quelli ottenuti da studi simili relativi ad altri paesi.

I risultati confermano che gli interventi delle autorità, peraltro indispensabili a produrre benefici in termini di stabilità del sistema finanziario, possono comportare costi di breve periodo che possono essere attenuati attraverso un'adeguata calibrazione delle misure e la loro introduzione nelle fasi più propizie del ciclo economico.

¹ A.M. Conti, A. Nobili e F.M. Signoretti, *Bank capital constraints, lending supply and the real economy: evidence from a BVAR model*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. La presenza di effetti negativi di breve periodo è stata documentata nella letteratura empirica per diversi paesi (cfr. ad es.: R. Meeks, *Capital regulation and the macroeconomy: Empirical evidence and macroprudential policy*, "European Economic Review", 95, 2017, pp. 125-141; J.-S. Mésonnier e A. Monks, *Did the EBA capital exercise cause a credit crunch in the euro area?*, "International Journal of Central Banking", 11, 3, 2015, pp. 75-117).

La nuova disciplina avrà un impatto contenuto sui requisiti patrimoniali del sistema bancario italiano. Stime recenti condotte su un campione delle maggiori banche indicano che, se le riforme entrassero in vigore oggi, l'incremento delle attività ponderate per i rischi comporterebbe una riduzione media di 0,7 punti percentuali del *CET1 ratio*. A tale risultato contribuirebbe principalmente la revisione del quadro normativo per il rischio operativo, mentre l'*output floor* avrebbe un impatto minimo, data la ponderazione media relativamente elevata degli attivi delle banche italiane, anche per effetto di un approccio conservativo all'utilizzo dei modelli interni.

Si stima che per le banche europee l'impatto patrimoniale atteso delle nuove regole sarà mediamente superiore e comporterà una riduzione media di 1,4 punti percentuali del *CET1 ratio*⁷. La riduzione, concentrata sulle banche di maggiori dimensioni, è principalmente ascrivibile alla revisione del metodo basato sui rating interni per il rischio di credito (*internal rating based*, IRB) e all'introduzione dell'*output floor*.

⁷ Le stime per le banche europee sono state condotte dall'EBA (cfr. EBA, *Ad hoc cumulative impact assessment of the Basel reform package*, dicembre 2017). A livello globale gli effetti patrimoniali delle riforme saranno invece sostanzialmente contenuti. Secondo le stime del Comitato di Basilea, i requisiti di capitale si ridurranno marginalmente e aumenteranno corrispondentemente i coefficienti di patrimonializzazione. Gli effetti complessivi nascondono tuttavia un'elevata variabilità tra giurisdizioni e aree geografiche (cfr. Comitato di Basilea, *Basel III Monitoring Report: results of the cumulative quantitative impact study*, dicembre 2017).

GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI

Il consolidamento della ripresa economica si è riflesso positivamente sull'attività degli intermediari creditizi diversi dalle banche, operanti prevalentemente nei segmenti del leasing, del factoring e del credito al consumo⁸. Sono migliorate sia la qualità del credito, sia la redditività. I prestiti erogati sono aumentati del 2 per cento, raggiungendo i 116 miliardi di euro, pari a circa l'8 per cento dei prestiti del settore bancario alle famiglie e alle imprese non finanziarie.

Gli utili sono stati positivi, a fronte di una perdita registrata nel 2016, principalmente grazie a un incremento delle commissioni nette derivanti dai servizi di leasing concentrato in un numero limitato di intermediari. Il *total capital ratio*⁹ complessivo è aumentato dal 10,4 per cento del 2016 all'11,2 per cento.

Alla fine dello scorso anno il totale delle attività dei confidi vigilati, ossia i consorzi di maggiori dimensioni che prestano garanzie per favorire l'accesso al credito delle imprese associate, ammontava a 7,9 miliardi, in calo di circa il 3 per cento rispetto al 2016. È aumentata l'incidenza delle sofferenze sul totale delle attività, dal 23 per cento nel 2016 al 23,9 per cento alla fine dello scorso anno. La redditività del settore è rimasta negativa. Le perdite di esercizio, seppure concentrate in un numero inferiore di intermediari rispetto al 2016, sono cresciute del 9 per cento. Il *total capital ratio* complessivo è aumentato di 1,5 punti percentuali, raggiungendo il 23,7 per cento.

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

La raccolta. – È proseguita l'espansione dell'industria del risparmio gestito, favorita dalla ricomposizione del portafoglio delle famiglie (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). I fondi comuni di diritto italiano, le assicurazioni, i fondi pensioni e le gestioni patrimoniali hanno raccolto risorse per circa 50 miliardi, un flusso poco superiore a quello osservato nel 2016 (tav. 13.1 e fig. 13.8.a)¹⁰. Il patrimonio complessivo gestito dagli investitori istituzionali, pari a circa 1.500 miliardi, ha raggiunto l'88 per cento del PIL.

La lieve crescita è stata guidata principalmente dall'andamento dei fondi comuni, la cui raccolta è più che raddoppiata. Vi hanno contribuito nel 2017 il buon andamento dei rendimenti al netto delle commissioni (cfr. il riquadro: *Il costo dell'investimento in fondi comuni*) e l'introduzione dei piani individuali di risparmio (PIR), strumenti di investimento specializzati nei mercati azionari e obbligazionari italiani che beneficiano di agevolazioni fiscali (cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017). Le sottoscrizioni nette di quote di fondi conformi alla normativa sui PIR sono state di circa 9,7 miliardi, pari a oltre il 50 per cento di quelle dei fondi comuni aperti di diritto italiano. Al netto di quella affluita ai fondi PIR, la raccolta del comparto sarebbe stata inferiore a quella del 2016.

⁸ L'analisi riguarda gli intermediari iscritti nell'albo ex art.106 del D.lgs. 385/1993 (Testo unico bancario, TUB), ad eccezione dei confidi, trattati separatamente.

⁹ Rapporto tra il patrimonio di vigilanza e il valore delle attività ponderate per il rischio.

¹⁰ La raccolta dei singoli comparti riportata nella tav. 13.1 include i flussi provenienti dagli altri investitori istituzionali. I dati relativi alla raccolta consolidata sono riportati nella fig. 13.8.a.

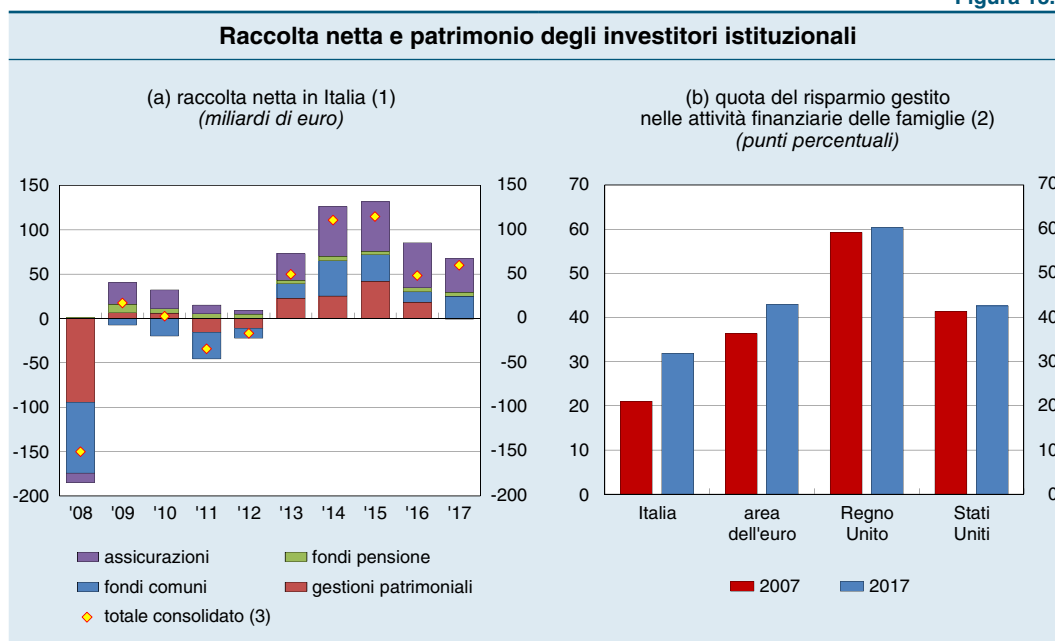
Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2016	2017 (1)	2016	2017 (1)	quote percentuali	
					2016	2017 (1)
Fondi comuni (2)	11.798	25.090	300.865	327.764	15,6	15,9
Assicurazioni (3)	50.861	39.041	680.176	715.800	35,2	34,8
Fondi pensione (4)	4.425	4.000	93.619	104.813	7,8	7,9
Gestioni patrimoniali	18.473	-836	801.119	857.563	41,4	41,4
Totale	85.557	67.295	1.933.355	2.058.909	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	48.997	50.191	1.399.620	1.506.985	–	–
in percentuale del PIL	6,0	3,9	83,3	87,8	–	–
<i>Per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (6)	26.874	56.772	687.333	775.778	–	–
<i>di cui:</i>						
di intermediari italiani	11.997	25.478	139.257	165.855	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.

(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle società di gestione del risparmio (SGR) e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti. – (6) Fondi aperti di diritto estero e fondi di intermediari esteri. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani.

Figura 13.8



Fonte: per il pannello a, Banca d'Italia, Ivass e Covip; per il pannello b Banca d'Italia, BCE, OCSE, BEA e Federal Reserve.

(1) I flussi sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali. Per i fondi comuni sono inclusi solo quelli italiani. Per il 2017 dati provvisori. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19. Per gli Stati Uniti, il dato sui fondi pensione è relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali; sono esclusi i piani pensionistici federali. Sono inclusi i fondi esteri detenuti da residenti. – (3) Cfr. le note alla tav. 13.1.

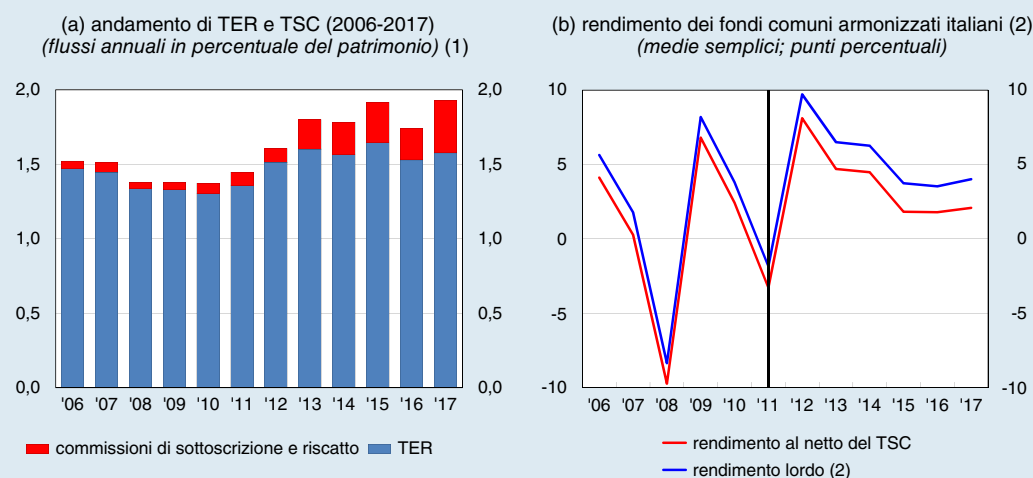
IL COSTO DELL'INVESTIMENTO IN FONDI COMUNI

Il costo complessivo di investimento in un fondo comune (*total shareholder cost*, TSC) è rappresentato dalla somma degli oneri indiretti e dei costi direttamente a carico dell'investitore, in rapporto al patrimonio. Gli oneri indiretti includono le commissioni di gestione e di incentivo, la remunerazione della banca depositaria e gli altri oneri residuali, che vengono periodicamente decurtati dal valore delle quote del fondo comune; in rapporto al patrimonio essi definiscono il *total expense ratio* (TER). I costi direttamente sostenuti dall'investitore comprendono le commissioni di ingresso pagate in occasione dell'acquisto delle quote e quelle di uscita corrisposte al momento del riscatto.

Stime basate sui dati di bilancio delle società di gestione del risparmio (SGR) mostrano che nel periodo 2006-2017 il costo complessivo di investimento è stato in media pari all'1,6 per cento del patrimonio complessivo dei fondi comuni aperti italiani¹. Nel 2017 il TSC è stato pari all'1,9 per cento, in aumento rispetto all'anno precedente (1,7 per cento; figura, pannello a). L'incidenza dei costi direttamente pagati dal risparmiatore è salita in coincidenza con la crescente diffusione dei fondi a scadenza²: dal 2013 al 2017 i costi diretti hanno pesato in media per oltre il 10 per cento sul totale delle commissioni. Nella media del periodo i fondi azionari,

Figura

Commissioni e rendimenti dei fondi comuni armonizzati italiani



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Il patrimonio è calcolato come media del patrimonio dei singoli fondi. – (2) Rendimenti a 12 mesi di fine anno. I rendimenti sono al netto delle imposte fino al mese di giugno 2011. Il 1° luglio del 2011 è entrato in vigore il nuovo regime di tassazione dei fondi comuni di diritto italiano: si è passati dalla tassazione del reddito maturato a quella del reddito realizzato, che non può essere calcolata; quest'ultima era già applicata ai fondi di diritto estero commercializzati in Italia.

¹ G. Albareto, G. Cappelletti, A. Cardillo e L. Zucchelli, *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni*, Questioni di economia e finanza, 391, 2017. Le stime riportate sono state effettuate sulla base dei dati sull'ammontare delle commissioni di sottoscrizione e rimborso per singolo fondo riportato nei bilanci delle SGR. I dati relativi al 2017 sono provvisori.

² I fondi a scadenza sono fondi aperti connotati da un orizzonte di investimento predefinito generalmente compreso tra i cinque e i sette anni; distribuiscono spesso cedole e sono raccolti in una ristretta finestra temporale di collocamento (massimo tre mesi).

quelli bilanciati e quelli flessibili hanno mostrato il TSC più elevato; l'incidenza delle commissioni direttamente a carico dell'investitore è risultata più elevata per i fondi bilanciati e per quelli flessibili.

Il TSC consente di confrontare i rendimenti di fondi comuni con strutture di commissioni diverse, al netto del diverso profilo di rischio³. Sottraendo i costi direttamente e indirettamente sostenuti dagli investitori, nella media del periodo 2012-17 il rendimento annuo dei fondi comuni aperti italiani è stato pari al 3,8 per cento, a fronte di un rendimento lordo pari al 5,6 per cento (figura, pannello b); nello stesso periodo il rendimento netto di ciascuna categoria di fondi è stato in media positivo.

³ R. Cesari e F. Panetta, *The performance of Italian equity funds*, "Journal of Banking & Finance", 26, 1, 2002, pp. 99-126; J.D. Rea e B.K. Reid, *Total shareholder cost of bond and money market mutual fund*, "Perspective", 5, 3, 1999; A. Khorana, H. Servaes e P. Tufano, *Mutual fund fees around the world*, "The Review of Financial Studies", 22, 3, 2008, pp. 1279-1310.

Le compagnie assicurative hanno raccolto fondi per circa 39 miliardi, un valore storicamente elevato, ma in calo rispetto al 2016. Il calo ha riguardato in particolare il ramo vita ed è riconducibile al basso livello dei tassi di interesse che continua a limitare la capacità delle imprese di offrire garanzie sul rendimento minimo.

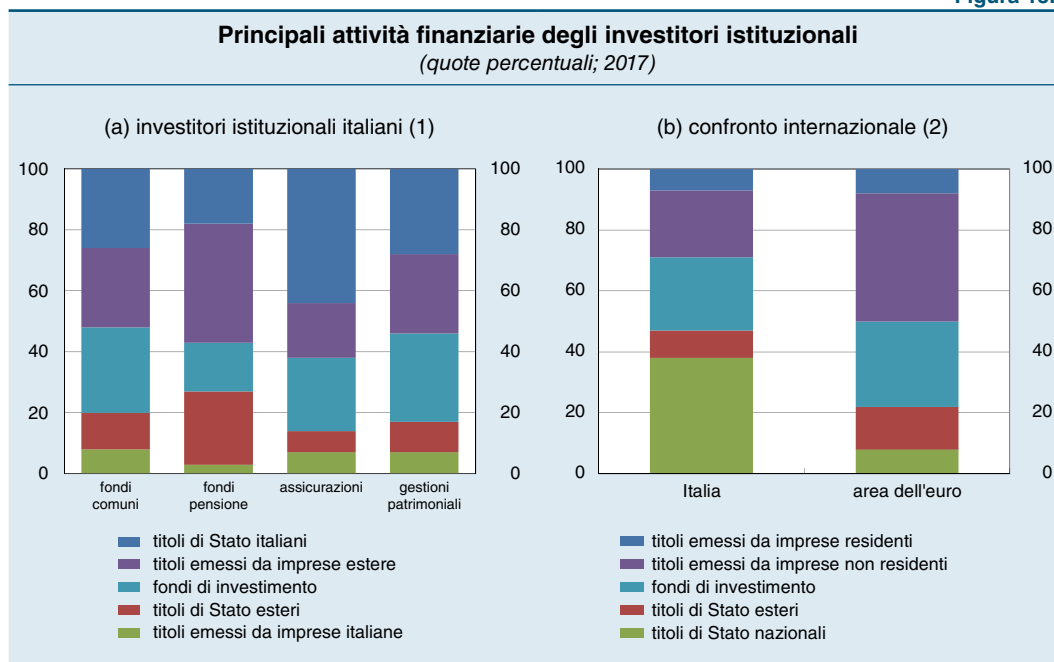
Il lieve deflusso di risorse dalle gestioni patrimoniali è riconducibile alla diminuzione della componente proveniente dalle compagnie assicurative relativa alle polizze con garanzie sul rendimento minimo. Il flusso verso le gestioni patrimoniali derivante dalle famiglie, che nel 2016 si era notevolmente ridotto, è rimasto stabile.

Negli anni recenti la quota del portafoglio finanziario delle famiglie italiane gestita dagli investitori istituzionali è cresciuta, pur rimanendo al di sotto della media dei paesi dell'area dell'euro, del Regno Unito e degli Stati Uniti a causa della minore quota affidata alla gestione dei fondi pensione (fig. 13.8.b; cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

Gli investimenti. – La quota del portafoglio dei fondi comuni, delle assicurazioni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali investita in titoli pubblici italiani è lievemente diminuita, mentre sono aumentati gli investimenti nei titoli emessi dalle imprese. Il peso di azioni e obbligazioni private emesse da società residenti nel portafoglio degli investitori istituzionali italiani, pari a circa il 7 per cento, è simile a quello rilevato per gli investitori istituzionali dell'area dell'euro (fig. 13.9), ma inferiore a quella di Spagna e Francia, rispettivamente pari all'11 e al 23 per cento.

Un incremento della quota degli investimenti in titoli emessi da imprese italiane potrà essere favorita dallo sviluppo dei PIR. A un anno dal loro lancio, il patrimonio dei fondi comuni aperti di diritto italiano conformi alla normativa sui PIR, pari a circa 12,8 miliardi, di cui circa la metà investiti in titoli emessi da società non finanziarie italiane, rappresentava il 5 per cento del totale delle consistenze dell'intero comparto (cfr. il riquadro: *Gli investimenti dei fondi comuni conformi alla normativa sui PIR*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018).

Figura 13.9



Fonte: Banca d'Italia, BCE, Ivass, Covip.

(1) Attivi al valore di bilancio. Investimenti a copertura delle riserve tecniche dei rami danni e dei prodotti tradizionali del ramo vita (classe C) per le assicurazioni; patrimonio gestito per i fondi comuni, le gestioni patrimoniali e i fondi pensione. Fondi comuni armonizzati di diritto italiano. I dati includono i fondi pensione negoziali, aperti e quelli istituiti prima della riforma del 1993, tra cui gli autonomi e gli interni di cui si hanno informazioni sulla composizione degli attivi. I dati relativi al 2015 sono provvisori. – (2) Sono escluse le gestioni patrimoniali; nei dati sull'area dell'euro è stata esclusa l'Italia.

Nel 2017 il patrimonio gestito dai fondi chiusi mobiliari di diritto italiano, che resta di ampiezza contenuta nel confronto internazionale, è rimasto stabile rispetto al valore rilevato nell'anno precedente. Il portafoglio dei fondi di private equity, il cui valore è più che triplicato dal 2010, è pari a circa 17 miliardi. Le consistenze dei fondi di minibond, che operano da circa cinque anni, ammontano a poco meno di 2,5 miliardi. A tre anni dalla loro introduzione le attività dei fondi di credito sono pari a circa 500 milioni.

La redditività. – La redditività del capitale delle compagnie di assicurazione italiane si è mantenuta stabile, sia nel ramo vita sia nel ramo danni (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018).

Il buon andamento della raccolta dei fondi comuni aperti si è riflesso in un aumento della redditività dei gestori di fondi. Al netto dei proventi derivanti dalle operazioni straordinarie di cessione di fondi, l'incremento degli utili netti di tali società è stato pari al 37 per cento. La redditività dei gestori specializzati nel private equity ha continuato a risentire delle difficoltà nel reperire nuovi capitali. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale dei gestori di fondi è rimasto pressoché stabile rispetto al 2016 (da 6,3 a 6,0).

14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2017 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate, per effetto dell'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria dell'area dell'euro, del rafforzamento della ripresa economica, del buon andamento degli utili societari e del riassorbimento di gran parte dei rischi sistemici nel settore bancario.

L'indice generale della borsa italiana ha beneficiato in particolare del rialzo dei corsi azionari delle banche italiane, che sono cresciuti più di quelli delle banche degli altri principali paesi dell'area. Vi hanno contribuito il miglioramento delle attese degli analisti sugli utili e la soluzione della crisi di alcuni gruppi bancari italiani. Nel corso dell'anno i rendimenti sui titoli di Stato sono aumentati gradualmente, in linea con quelli degli altri paesi, grazie al consolidamento della ripresa economica nell'area dell'euro. Il differenziale di interesse dei titoli di Stato decennali italiani rispetto a quelli tedeschi è rimasto stabile, nonostante il perdurare di tensioni internazionali.

Nei primi mesi del 2018 i mercati finanziari italiani hanno risentito in misura inferiore rispetto alle altre economie dell'area degli episodi di forte rialzo della volatilità sui mercati internazionali. Il differenziale di interesse dei titoli di Stato decennali è sceso; dalla metà di maggio è tornato a salire sensibilmente, a causa del riaffiorare di incertezze sulle prospettive dell'economia nazionale. Il contenimento dei premi per il rischio sui titoli di Stato italiani presuppone una credibile prospettiva di aggiustamento dei conti pubblici e la prosecuzione di riforme volte a innalzare il potenziale di crescita di lungo periodo dell'economia italiana.

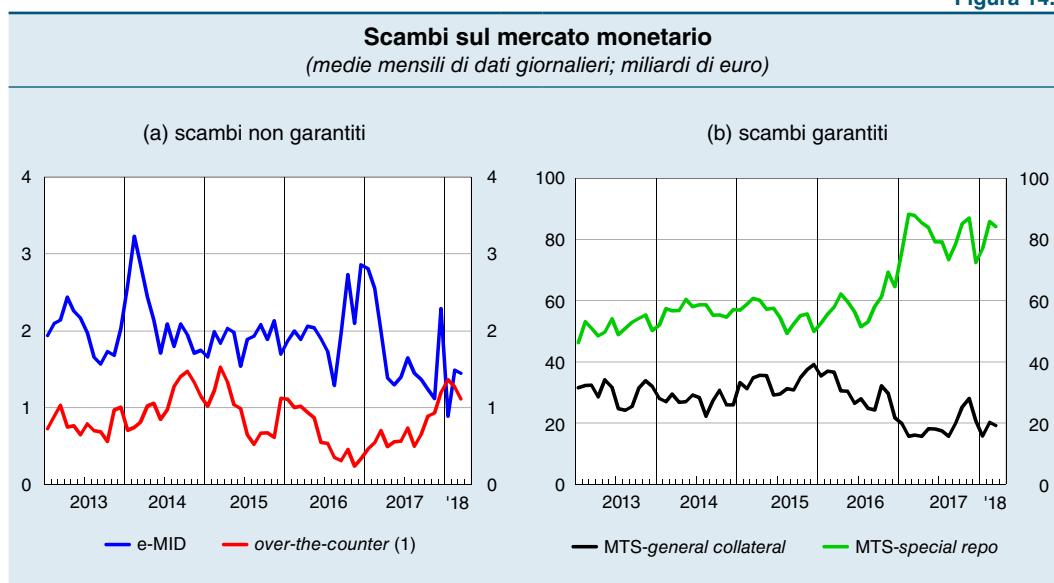
Il mercato monetario

Nel 2017 il ricorso delle banche al mercato monetario ha continuato a essere molto basso, a fronte dell'abbondante liquidità nel sistema bancario, generata dal programma ampliato di acquisti di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) e dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

Il volume degli scambi di depositi interbancari non garantiti sul mercato telematico dell'e-MID ha subito una contrazione nella media dell'anno, raggiungendo il minimo storico, mentre sono rimasti pressoché stabili gli scambi sul segmento *over-the-counter* (fig. 14.1.a); su entrambi i mercati i volumi restano sostanzialmente inferiori a quelli registrati prima della crisi finanziaria del 2008.

La maggior parte delle transazioni continua a essere effettuata sul mercato pronti contro termine dell'MTS; proseguendo la tendenza iniziata dalla seconda metà del 2016, gli scambi medi giornalieri sono ulteriormente cresciuti rispetto all'anno precedente nel segmento *special repo*, che ha fatto registrare nuovi massimi storici, a

Figura 14.1



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa e TARGET2-Banca d'Italia.

(1) Scambi di mercato monetario non assistiti da garanzie con scadenza fino a una settimana effettuati tra banche italiane appartenenti a gruppi diversi; stime basate sulle informazioni del sistema TARGET2-Banca d'Italia.

fronte di una contrazione in quello *general collateral* (fig. 14.1.b; cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari nella Relazione annuale sul 2016*).

I tassi di interesse dei pronti contro termine a brevissimo termine sui titoli di Stato italiani sono rimasti allineati al tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema.

Il mercato dei titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2017 le emissioni nette di titoli pubblici sono diminuite rispetto all'anno precedente (da 56 a 43 miliardi), riflettendo in parte la decisione del Tesoro di ridurre le proprie disponibilità liquide (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*); la consistenza di questi titoli in rapporto al PIL è lievemente scesa, collocandosi al 111,3 per cento alla fine dell'anno. La vita media residua del debito è rimasta su livelli elevati (circa 7,4 anni; cfr. *Bollettino economico*, 2, 2018), contribuendo a contenere la sensibilità del costo medio del debito pubblico alle variazioni dei tassi di interesse all'emissione.

Nello stesso periodo la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è ulteriormente aumentata al 19,1 per cento (dal 14,4 del 2016). Gli acquisti netti effettuati dalla Banca nell'ambito dell'APP si sono tuttavia ridotti rispetto all'anno precedente (da 119 a 106 miliardi di euro), per effetto della ricalibrazione degli acquisti mensili avviata ad aprile del 2017 (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

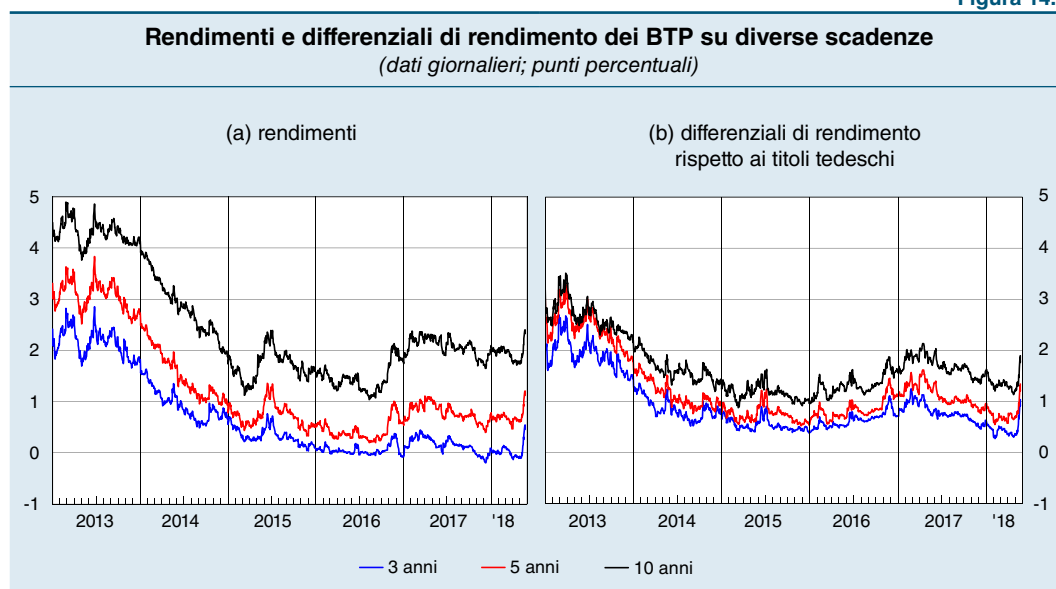
A fronte dell'incremento della percentuale di titoli detenuta dalla Banca d'Italia si è contratta quella facente capo a investitori residenti. In particolare è scesa significativamente la quota dei titoli nel portafoglio delle banche italiane (di 2,5 punti, al 15,3 per cento) e in misura minore quella delle famiglie, delle assicurazioni e dei

fondi comuni di diritto italiano (di 0,7, 0,6 e 0,2 punti percentuali, al 5,4, 15,2 e 2,7 per cento, rispettivamente).

La quota di titoli detenuti da investitori esteri è diminuita lievemente (di 0,7 punti percentuali), collocandosi al 35,4 per cento del totale; secondo nostre stime si è mantenuta pressoché invariata al 26,5 per cento al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e di quelli nel portafoglio di gestioni patrimoniali e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

I rendimenti. – Nell'arco del 2017 il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali è salito di circa 25 punti base (al 2,1 per cento; fig. 14.2.a); aumenti meno marcati hanno interessato le scadenze a breve e a medio termine. I rendimenti sono cresciuti per effetto del rafforzamento delle condizioni cicliche sia in Italia sia nell'area dell'euro; tuttavia hanno continuato a essere frenati dal programma di acquisto dei titoli pubblici dell'Eurosistema e non hanno risentito dell'avvio della graduale ricalibrazione della politica monetaria dell'area dell'euro intrapresa in autunno. I timori connessi con fattori geopolitici e con rischi legati alle politiche commerciali a livello globale non hanno esercitato effetti rilevanti sui titoli di Stato italiani, né su quelli degli altri paesi dell'area dell'euro.

Figura 14.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Dopo essere saliti nei primi mesi del 2017, i differenziali di rendimento rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi sono gradualmente diminuiti dalla primavera, rimanendo di fatto invariati nel complesso dell'anno (fig. 14.2.b); al miglioramento hanno contribuito l'esito delle elezioni presidenziali francesi e il successo degli interventi pubblici a sostegno di alcune banche italiane, in aggiunta alla pubblicazione di dati macroeconomici più favorevoli delle attese.

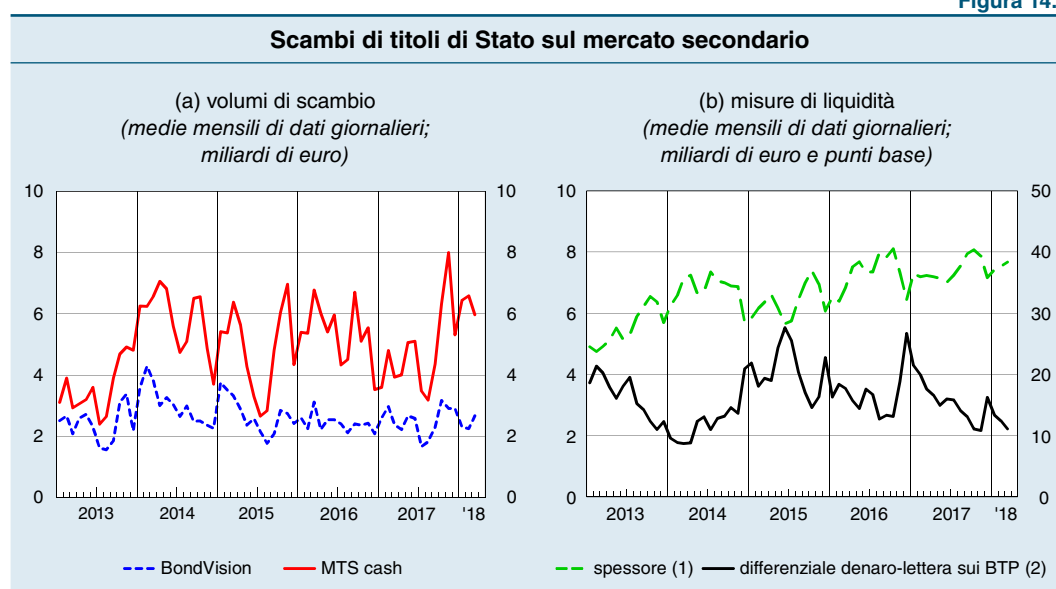
I differenziali di rendimento si sono ridotti in misura marcata nei primi mesi del 2018, soprattutto grazie al rafforzamento della fase congiunturale. Dalla seconda

metà di maggio sono risaliti a causa del riaffiorare di incertezze sulle prospettive dell'economia nazionale; all'inizio della terza decade il differenziale di rendimento sulla durata decennale si collocava intorno a 190 punti base.

Gli scambi sul mercato secondario. – Nel 2017 il mercato secondario dei titoli di Stato italiani ha continuato a essere caratterizzato da una buona liquidità degli scambi, in particolare grazie al sensibile miglioramento registrato nel secondo semestre.

Rispetto all'anno precedente gli scambi medi giornalieri sono aumentati del 4 per cento sulla piattaforma BondVision, prevalentemente utilizzata dagli investitori istituzionali; i volumi sono invece diminuiti nel mercato MTS cash, con ampie oscillazioni nella seconda parte dell'anno (fig. 14.3.a). Prosegue la tendenza al rialzo delle quantità di titoli offerte in acquisto e in vendita dai *market makers*, cui si accompagna una marcata riduzione del differenziale fra i prezzi denaro e lettera (fig. 14.3.b).

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Lo spessore è calcolato come media giornaliera della semisomma delle quantità di titoli, in acquisto e in vendita, proposte dai *market makers* nelle prime cinque migliori quotazioni in pagina. – (2) Scala di destra.

Il costo medio delle operazioni di prestito titoli (*special repos*) sul mercato MTS, misurato dalla differenza fra i tassi sulle operazioni *general collateral* e quelli sugli *special repos* (*specialness*), si è ampliato nel 2017 rispetto all'anno precedente (di tre punti base, portandosi a nove), per poi flettere nel primo trimestre del 2018.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel 2017 le società non finanziarie italiane hanno tratto vantaggio dalle condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli, intensificando il ricorso al mercato obbligazionario: il saldo fra emissioni e rimborsi è stato positivo per oltre 20 miliardi (tav. 14.1) e i collocamenti lordi di titoli sul mercato internazionale sono quasi raddoppiati (a 42 miliardi, da 22 nel 2016, in base a dati di fonte Dealogic).

Le banche italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni (tav. 14.1); ciò riflette in parte la tendenza a ricorrere a fonti di provvista meno costose, tra cui i depositi della clientela e il rifinanziamento presso l'Eurosistema (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). Sulla base di dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti all'ingrosso delle principali banche italiane sul mercato internazionale sono tornati ad aumentare (a 31 miliardi, da 23 nel 2016).

Tavola 14.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2017
Banche	-105.663	-66.899	-64.911	619.531	554.183	481.873	28
Altre società finanziarie	-15.985	615	15.125	185.040	185.475	200.467	12
Società non finanziarie	-3.846	-2.085	21.340	126.472	123.346	143.847	8
Totale	-125.494	-68.368	-28.446	931.043	863.004	826.187	48

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

I rendimenti. – Le condizioni di finanziamento delle imprese nazionali sul mercato obbligazionario sono rimaste molto vantaggiose. Lo scorso anno il rendimento medio sulle obbligazioni delle società non finanziarie italiane si è mantenuto sostanzialmente stabile attorno all'1 per cento (allo 0,8 per cento nell'area dell'euro); a fronte dell'incremento del livello generale dei rendimenti sui titoli di Stato in euro con rating più elevato, i premi per il rischio di credito per le imprese italiane sono scesi (in media di circa 35 punti base, a 110 punti), grazie al miglioramento delle condizioni di fondo dell'economia e alla prosecuzione degli acquisti di titoli di società non bancarie da parte dell'Eurosistema¹.

Per le banche italiane la diminuzione dei premi per il rischio nel 2017 è stata considerevole, sia nel mercato obbligazionario sia in quello dei credit default swap (CDS), e particolarmente pronunciata nel comparto dei titoli subordinati. All'inizio dell'anno il settore bancario ha beneficiato soprattutto dell'esito molto positivo di alcune operazioni di ricapitalizzazione. Ulteriori contrazioni assai significative dei premi per il rischio si sono osservate alla fine di giugno, per effetto della soluzione delle situazioni di crisi di alcuni istituti bancari (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

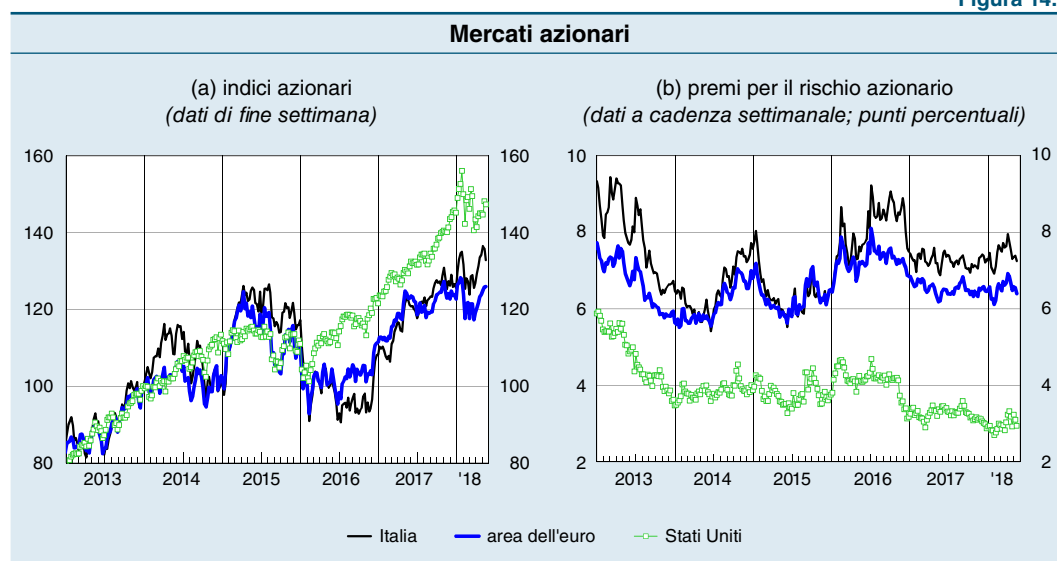
Nei primi due mesi del 2018 gli spread sui CDS delle banche italiane si sono ridotti, nonostante il rialzo della volatilità sui mercati internazionali. Sono poi aumentati in misura sensibile per effetto delle tensioni su alcune delle principali banche europee, del riaccuirsi dell'incertezza globale e, in maggio, del rialzo dei differenziali di interesse sui titoli di Stato italiani.

¹ F. Li, A. Mercatanti, T. Mäkinen e A. Silvestrini, *Evaluating central bank purchases of corporate bonds using a regression discontinuity design*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione; cfr. inoltre il riquadro: *L'impatto degli acquisti di obbligazioni private da parte dell'Eurosistema* nel capitolo 14 della *Relazione annuale* sul 2016.

Il mercato azionario

Andamento delle quotazioni azionarie. – Nel 2017 l'indice del mercato azionario italiano è cresciuto del 14 per cento (9 quello delle principali società dell'area dell'euro; fig. 14.4.a). Le quotazioni hanno beneficiato di un incremento marcato degli utili attesi, mentre sono state solo in parte frenate dal rialzo dei tassi di interesse a lungo termine; i premi per il rischio azionario richiesti dagli investitori sono rimasti stabili (fig. 14.4.b). In linea con altri mercati internazionali, anche in Italia la correlazione tra i rendimenti delle azioni e quelli dei titoli di Stato, un indicatore delle possibilità di diversificazione dei rischi di portafoglio degli investitori, si è mantenuta sostanzialmente invariata (cfr. il riquadro: *Il legame tra le quotazioni azionarie e quelle dei titoli di Stato lungo il ciclo economico*).

Figura 14.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Datastream.

Nel complesso dell'anno l'indice del comparto bancario italiano è aumentato sensibilmente (del 15 per cento, quattro punti percentuali in più del corrispondente indice per le banche dell'area dell'euro). Al buon andamento del settore hanno contribuito le misure pubbliche a sostegno dell'ordinata uscita dal mercato delle banche venete e la conclusione della procedura per la ricapitalizzazione precauzionale di Banca Monte dei Paschi di Siena. In autunno la crescita dei corsi bancari si è temporaneamente arrestata; vi ha contribuito anche il comunicato del Consiglio di vigilanza della Banca centrale europea (BCE) su una possibile integrazione delle linee guida sulla gestione dei crediti deteriorati (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2017).

IL LEGAME TRA LE QUOTAZIONI AZIONARIE E QUELLE DEI TITOLI DI STATO LUNGO IL CICLO ECONOMICO

La correlazione tra le quotazioni azionarie e quelle dei titoli di Stato costituisce una variabile chiave nelle scelte degli investitori, in quanto contribuisce a determinare il rischio complessivo dei loro portafogli di attività finanziarie. Tale correlazione ha un impatto sui premi per il rischio della curva per scadenza dei titoli di Stato e quindi sul livello dei tassi di interesse a lungo termine, influenzando

di conseguenza anche gli andamenti macroeconomici; a parità di altre condizioni infatti una correlazione negativa tra le quotazioni azionarie e dei titoli di Stato a lunga scadenza offre benefici in termini di diversificazione dei rischi finanziari, aumentando la domanda dei titoli di Stato da parte degli operatori e spingendo al ribasso il premio per scadenza (cfr. il riquadro: *Il livello dei rendimenti a lungo termine e i premi per scadenza nella Relazione annuale sul 2016*).

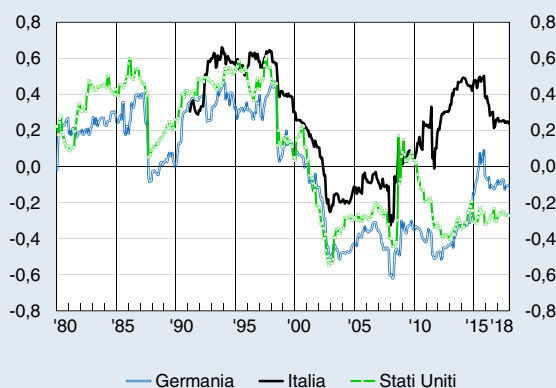
Nel ventennio 1980-1999 nei principali paesi avanzati le quotazioni azionarie e dei titoli di Stato sono state correlate positivamente (figura). Dai primi anni duemila la correlazione è divenuta negativa: alle fasi di calo degli indici azionari ha corrisposto una crescita delle quotazioni dei titoli di Stato. Ciò ha reso più agevole per gli investitori utilizzare i titoli di Stato per mitigare i rischi connessi con la detenzione di azioni, particolarmente acuti nelle fasi recessive e nei periodi di crisi.

Nell'ultimo decennio le operazioni di acquisto di titoli messe in atto dalle banche centrali nell'esercizio della politica monetaria hanno contribuito a stabilizzare i corsi dei titoli di Stato, portando la correlazione su valori nulli o molto contenuti, come osservato negli Stati Uniti tra il 2009 e il 2013 e in Germania dal 2015. In Italia l'andamento è stato in parte diverso, a seguito degli effetti sui differenziali di interesse rispetto ai titoli tedeschi della lunga fase di instabilità finanziaria: la correlazione tra le quotazioni azionarie e dei titoli di Stato è tornata positiva dall'autunno del 2008, in concomitanza con lo scoppio della fase acuta della crisi finanziaria globale, seguita poco dopo dalla crisi dei debiti sovrani; in quel periodo, nel quadro di un generalizzato peggioramento delle condizioni macroeconomiche, la caduta degli indici di borsa in Italia si è associata a un calo delle quotazioni dei titoli di Stato, dovuto all'ampliamento dei premi per il rischio di credito sovrano.

Un recente lavoro¹ valuta il ruolo svolto dalle variabili macroeconomiche nel determinare la correlazione tra il mercato azionario e quello dei titoli pubblici². I corsi dei titoli di Stato diminuiscono in presenza di pressioni inflazionistiche e di una crescita

Figura

Correlazione tra gli andamenti delle quotazioni delle azioni e dei titoli di Stato (1)
(dati mensili; indici di correlazione)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Correlazione tra le variazioni percentuali mensili degli indici di capitalizzazione delle azioni e dei titoli di Stato, calcolata con una media mobile esponenziale (utilizzando un fattore di decadimento pari a 0,96). Gli indici di capitalizzazione includono il reinvestimento dei dividendi, per le azioni, e delle cedole, per i titoli di Stato.

¹ M. Pericoli, *Macroeconomic determinants of bonds and stocks correlation*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

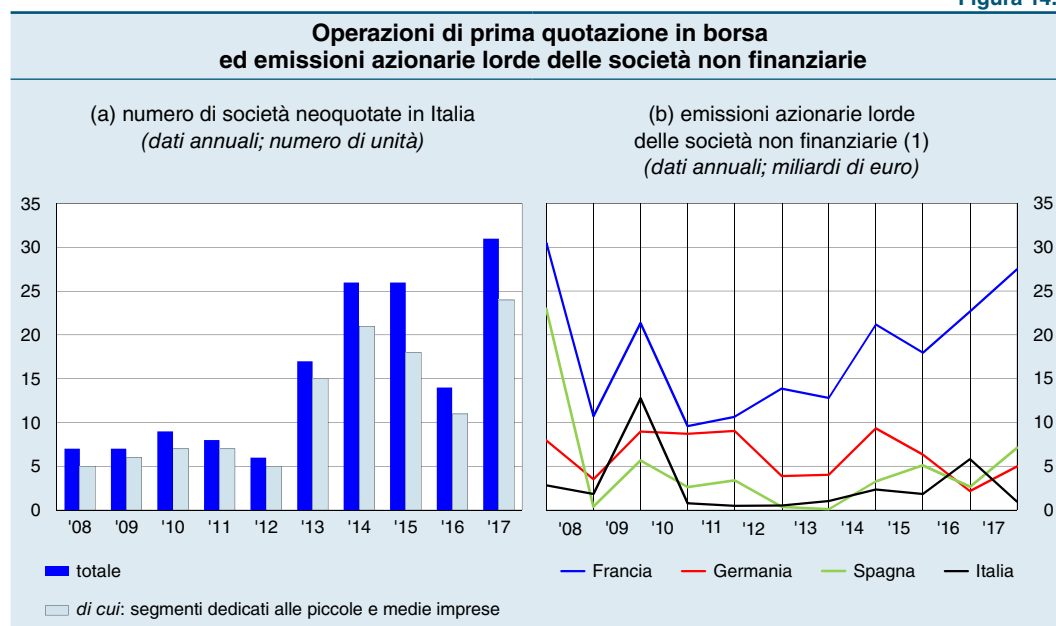
² Per una rassegna dei modelli teorici cfr. S. d'Addona e A.H. Kind, *International stock-bond correlations in a simple affine asset pricing model*, "Journal of Banking & Finance", 30, 2006, pp. 2747-2765; J.Y. Campbell, A. Sunderam e L.M. Viceira, *Inflation bets or deflation hedges? The changing risks of nominal bonds*, "Critical Finance Review", 6, 2017, pp. 263-301.

robusta dell'economia; entrambi i fattori, al contrario, favoriscono gli incrementi dei corsi azionari. Sino alla fine degli anni novanta l'andamento dell'inflazione è stato anticiclico, riflettendo il prevalere di shock di offerta; in quel periodo le fasi, ad esempio, di contrazione dell'attività economica, che esercitavano sugli indici di borsa un effetto negativo, tendevano a verificarsi insieme con rialzi dell'inflazione, che spingevano i corsi dei titoli di Stato al ribasso; ciò contribuiva così a determinare una correlazione positiva tra le quotazioni delle due tipologie di attività finanziarie. Dall'inizio degli anni duemila, a causa della maggiore incidenza di shock di domanda, l'andamento dell'inflazione è divenuto prociclico; ne segue che nelle fasi, ad esempio, di flessione dell'attività economica e degli indici di borsa, l'inflazione tende anch'essa a diminuire, spingendo i corsi dei titoli di Stato verso l'alto e rendendo negativa la correlazione con i corsi azionari. L'andamento ciclico dell'inflazione influenza quindi il legame tra le quotazioni nei due mercati.

Nei primi mesi del 2018 il forte incremento della volatilità sui mercati finanziari internazionali si è riflesso sulla borsa italiana in misura limitata, soprattutto per effetto della revisione al rialzo degli utili attesi delle società quotate e del buon andamento del comparto bancario. Fra l'inizio dell'anno e la prima metà di maggio l'indice di borsa italiano è salito dell'8 per cento (3 nell'area dell'euro) e quello relativo alle sole banche è aumentato del 13 per cento (-1 nell'area); nei giorni successivi i due indici sono scesi rispettivamente del 5 e dell'11 per cento (dell'1 e del 5 nell'area), in concomitanza con il rialzo dei premi per il rischio sui titoli di Stato italiani.

L'offerta di azioni. – Nel 2017 le operazioni di nuova quotazione sul mercato azionario italiano sono cresciute significativamente rispetto all'anno precedente. Hanno fatto ingresso in borsa 31 società (14 nel 2016), per un controvalore di 5,4 miliardi (1,4 nel 2016). Le operazioni hanno continuato a riguardare prevalentemente il segmento AIM Italia dedicato alle piccole e medie imprese (fig. 14.5.a).

Figura 14.5



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e BCE.

(1) Includono sia il nuovo capitale raccolto con le operazioni di prima quotazione in borsa sia gli aumenti di capitale delle società già quotate.

Anche gli aumenti di capitale realizzati da società italiane già quotate sono cresciuti sensibilmente (per un valore di circa 14 miliardi, da 4,6 nel 2016), soprattutto per effetto delle operazioni di ricapitalizzazione effettuate dalle banche. Il valore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie in Italia è diminuito significativamente, mentre è salito in Francia, Germania e Spagna (fig. 14.5.b).

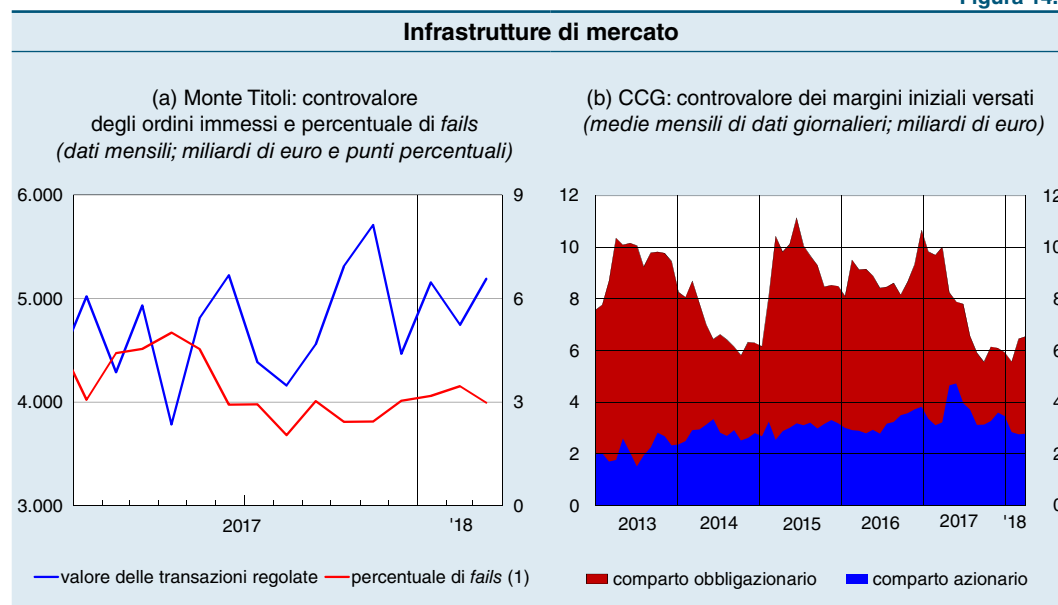
Le infrastrutture di mercato

Nel 2017, con il completamento del processo di migrazione dei depositari centrali dei titoli, si è ulteriormente ampliata l'attività svolta nella nuova piattaforma di regolamento titoli europea TARGET2-Securities (T2S)².

Il volume delle operazioni regolate in T2S mediante Monte Titoli è rimasto su livelli elevati (4.700 miliardi di euro al mese in media; fig. 14.6.a). L'incidenza delle operazioni non regolate per la mancata consegna di titoli o di contante entro il termine stabilito (*fails*) è lievemente salita in media rispetto al 2016, restando in linea con i livelli medi storici.

Sebbene il controvalore garantito sia ulteriormente aumentato, l'importo complessivo delle garanzie richieste dalla controparte centrale Cassa di compensazione e garanzia (CCG) si è ridotto (fig. 14.6.b). Le garanzie richieste dalla CCG sono state ampiamente sufficienti a fronteggiare la volatilità dei mercati.

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati CCG spa e Monte Titoli spa.
(1) Scala di destra.

² Cfr. sul sito della Banca d'Italia: [TARGET2-Securities \(T2S\)](#).

SEZIONE MONOGRAFICA

15. LE ESPORTAZIONI DI BENI DELL'ITALIA NELL'ULTIMO VENTENNIO: ANDAMENTO E DETERMINANTI¹

Dal 1999 le esportazioni italiane di beni a prezzi correnti sono più che raddoppiate. La crescita è stata tuttavia inferiore a quella del commercio mondiale e a quella registrata nel complesso delle altre economie dell'Unione monetaria, soprattutto fino alla crisi finanziaria globale. Dal 2010 l'andamento delle esportazioni del Paese ha segnato un sensibile miglioramento nel confronto internazionale, confermato dall'arresto del prolungato declino della quota di mercato sulle importazioni mondiali.

Fino al 2007 gli esportatori italiani hanno scontato difficoltà di natura strutturale in tutti i principali settori, acuite dalla perdita di competitività di prezzo e di costo: una specializzazione settoriale particolarmente esposta alle crescenti pressioni concorrenziali dei paesi emergenti e un elevato numero di aziende di piccole dimensioni, meno abili nell'adeguare il proprio portafoglio di prodotti e mercati ai mutamenti indotti dalla globalizzazione. Dal 2007 al 2009 le esportazioni italiane hanno risentito della crisi più intensamente di quelle dei tre maggiori partner europei: hanno iniziato a flettere in anticipo e sono scese in misura maggiore nel corso del 2009.

Dal 2010 la performance dell'Italia sui mercati esteri è decisamente migliorata: le esportazioni sono aumentate più della domanda estera, a tassi di poco inferiori a quelli della Germania. Il recupero si è diffuso in tutti i principali settori e in particolare sui mercati dell'area dell'euro, in cui nel decennio precedente si erano manifestati i segnali di maggiore debolezza.

L'inversione di tendenza ha beneficiato del miglioramento della competitività, dovuto al deprezzamento dell'euro e alla riduzione dei prezzi e del costo del lavoro, in termini relativi, anche nei confronti della Germania. Ha tratto inoltre origine dai cambiamenti strutturali maturati nel frattempo: rispetto al 1999, nel 2010 era superiore il peso sia dei comparti meno esposti alla concorrenza da parte dei paesi a basso costo del lavoro sia delle imprese medio-grandi, maggiormente in grado di fronteggiare shock esterni e di cogliere nuove opportunità sui mercati internazionali.

L'andamento delle esportazioni di beni

Gli andamenti aggregati. – Tra il 1999 e il 2017 le esportazioni mondiali di beni in volume sono aumentate mediamente del 7,6 per cento all'anno; quelle

¹ Il capitolo aggiorna e rielabora le analisi e le stime econometriche contenute in M. Bugamelli, S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello, *Back on track? A macro-micro narrative of Italian exports*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 399, 2017, pubblicato anche in "Italian Economic Journal", 4, 1, 2018, pp. 1-31.

Tavola 15.1

Esportazioni di beni (1) (tassi di crescita medi annui nei periodi indicati; variazioni percentuali)				
	Italia	Francia	Germania	Spagna
	valori concatenati (2)			
1999-2007	5,3	4,9	10,9	6,3
2007-2010	-3,4	-1,3	-0,6	-0,5
2010-2017	3,8	3,1	4,6	5,1
1999-2017	3,4	3,5	7,9	5,6
	valori a prezzi correnti			
1999-2007	8,2	5,4	11,6	9,6
2007-2010	-2,6	-1,2	-0,3	0,1
2010-2017	4,8	3,7	5,5	6,3
1999-2017	5,8	4,1	9,2	8,6

Fonte: elaborazioni su dati di contabilità nazionale, di fonte Istat ed Eurostat.
 (1) Il tasso di crescita medio è definito come il tasso di crescita cumulato tra il periodo iniziale e quello finale, diviso per il numero di anni che li separa. – (2) L'anno di riferimento è il 2010.

italiane del 3,4 per cento. La dinamica è stata inferiore rispetto alla Spagna (5,6) e alla Germania (7,9), analoga a quella della Francia (3,5; tav. 15.1).

Gli andamenti sono stati molto differenziati tra gli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria globale del 2008-09 e quelli che l'hanno seguita. Per l'Italia il ritardo rispetto alla Germania si è accumulato in larga parte nel periodo fino al 2007; dal 2010 si è ridotto, in media, sotto il punto percentuale all'anno. In quest'ultimo periodo si è invece ampliato nei confronti dei concorrenti spagnoli, che hanno registrato l'espansione più sostenuta tra le quattro maggiori economie dell'area dell'euro; per la Spagna, così come per la Germania, la crescita è stata superiore anche a quella delle esportazioni mondiali (pari al 4,1 per cento all'anno, in media).

Il ritardo dell'Italia nel confronto internazionale si riduce se misurato a prezzi correnti, sia in termini di tassi di crescita delle esportazioni (soprattutto nel periodo fino al 2007; tav. 15.1) sia in termini di quote di mercato mondiali. Tra il 1999 e il 2017 queste ultime sono scese di poco meno di un terzo per l'Italia, sia a prezzi e cambi correnti sia in volume, contro rispettivamente un quinto e un decimo per il complesso degli altri tre paesi. La quota italiana sul valore delle importazioni mondiali è passata dal 4,2 per cento del 1999 al 3,0 del 2010, per rimanere sostanzialmente stabile negli anni successivi.

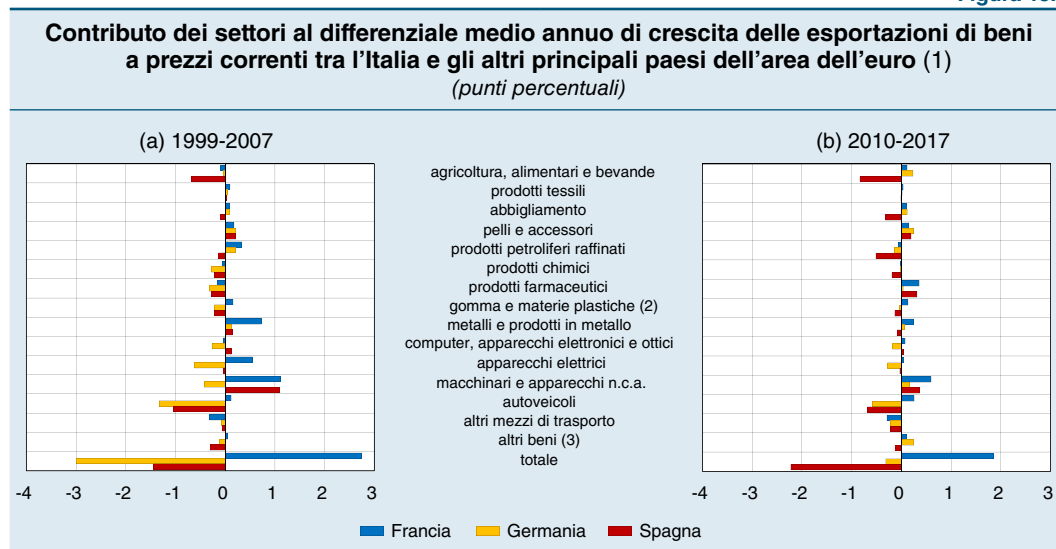
L'andamento relativo delle vendite all'estero dell'Italia migliora ulteriormente se valutato in termini di valore aggiunto interno contenuto nelle esportazioni. La progressiva diffusione delle catene globali del valore comporta un uso crescente di beni e servizi importati nelle produzioni destinate ai mercati esteri. Di conseguenza l'effettivo contributo delle esportazioni all'attività economica di un paese è minore di quanto desumibile dall'analisi dei loro flussi lordi. Sulla base delle tavole input-output mondiali del World Input-Output Database al momento disponibili², il divario negativo di crescita dell'Italia rispetto alla Spagna dal 2000 al 2014 si riduce di un quinto se misurato in

² M.P. Timmer, E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer e G.J. de Vries, *An illustrated user guide to the World Input-Output Database: the case of global automotive production*, "Review of International Economics", 23, 2015, pp. 575-605.

termini di valore aggiunto interno attivato dalle esportazioni invece che sulla base dei loro flussi lordi; solo di un ventesimo nei confronti della Germania. Ciò deriva da un minore incremento, in Italia, del ricorso agli input importati.

Gli andamenti per prodotto e destinazione. – Fino alla vigilia della crisi finanziaria globale il differenziale negativo di crescita delle esportazioni dell'Italia rispetto alla Germania e alla Spagna è stato comune a tutti i principali settori industriali, con un contributo rilevante del comparto degli autoveicoli (fig. 15.1.a); si è accumulato soprattutto sui mercati dell'area dell'euro e dell'Unione europea (UE; fig. 15.2.a).

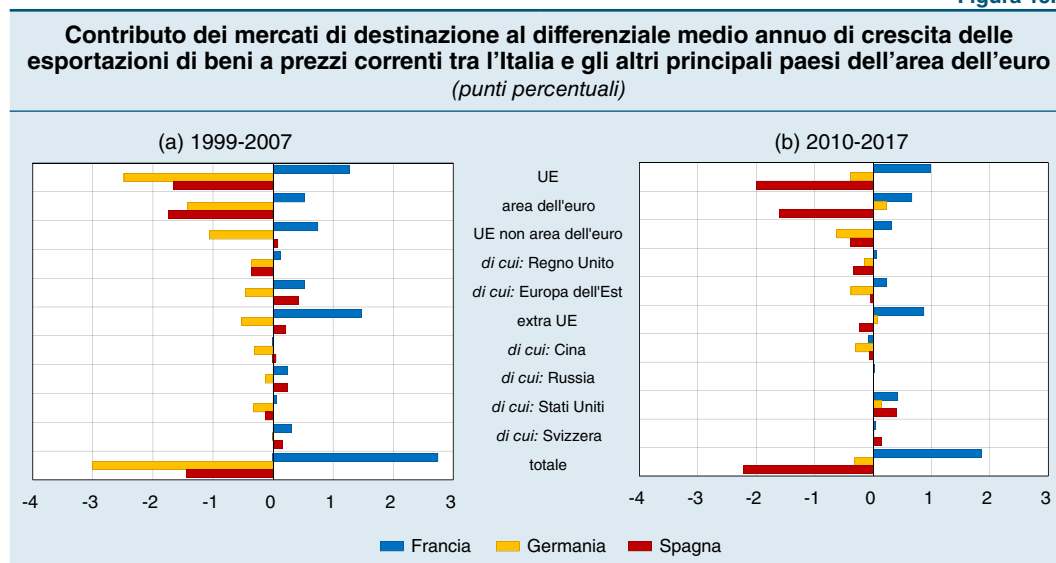
Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e dati nazionali di commercio estero.

(1) I dati disaggregati in base alla classificazione del sistema armonizzato a 2 cifre sono stati raggruppati per approssimare la rappresentazione dei settori in base alla classificazione Ateco 2007. I dati della Francia relativi al 1999 sono stimati. – (2) Inclusi gli altri prodotti della lavorazione dei minerali non metalliferi. – (3) Per la Francia questo settore include anche i beni non allocati altrove.

Figura 15.2

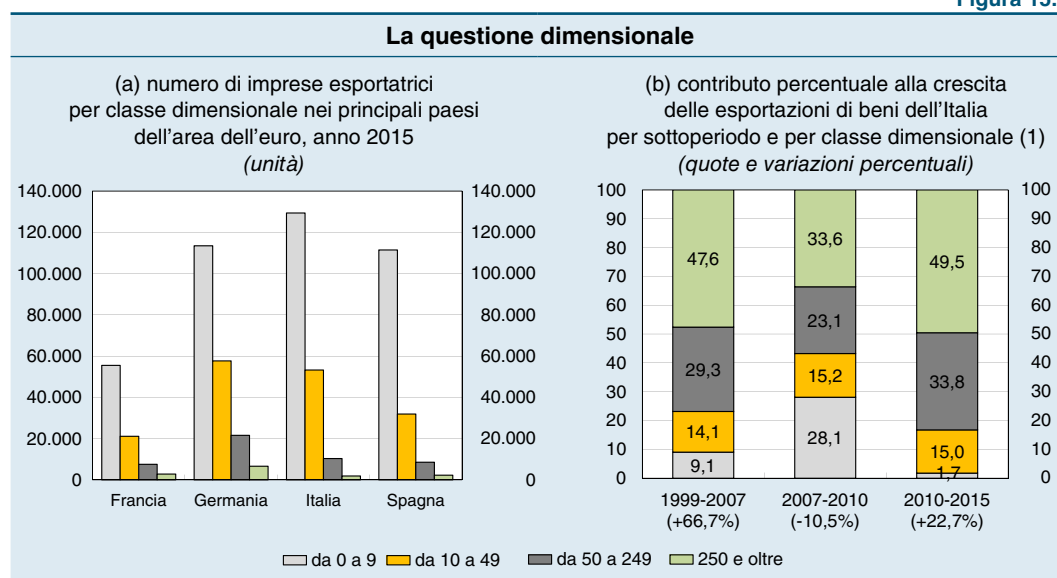


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e dati nazionali di commercio estero.

Il divario nei confronti dei concorrenti tedeschi si è ridotto dopo il 2010, grazie soprattutto al recupero su questi mercati (fig. 15.2.b); il divario rispetto alla Spagna ha invece continuato ad aumentare in tutte le principali destinazioni. Negli ultimi sette anni l'espansione delle vendite italiane all'estero è stata particolarmente sostenuta rispetto alla Germania nei settori della farmaceutica, degli autoveicoli, dell'agroalimentare e della meccanica (fig. 15.1.b).

Le imprese esportatrici. – Il numero complessivo di esportatori italiani di beni è pari a quello tedesco (quasi 200.000 nel 2015, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati). Nel Paese è tuttavia molto più elevato il numero delle microimprese (con meno di 10 addetti) e assai più basso quello delle grandi aziende (con oltre 250 addetti; fig. 15.3.a), una caratteristica che essenzialmente riflette la struttura del sistema produttivo italiano nel suo complesso (cfr. il capitolo 15: *La produttività in Italia: andamenti e determinanti*, nella *Relazione annuale* sul 2016).

Figura 15.3



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat di commercio estero.

(1) La crescita cumulata nel complesso di ciascun sottoperiodo è indicata tra parentesi tonde sotto l'asse orizzontale. Sono escluse le esportazioni delle imprese per le quali la classe dimensionale non è disponibile.

Le imprese più piccole si caratterizzano per una minore capacità di espandere le vendite nei mercati già raggiunti, anche diversificandole per tipologia di prodotto, e di conquistare nuovi mercati di destinazione (cfr. il riquadro: *Strategie di impresa e dinamica delle esportazioni italiane di beni*).

STRATEGIE DI IMPRESA E DINAMICA DELLE ESPORTAZIONI ITALIANE DI BENI

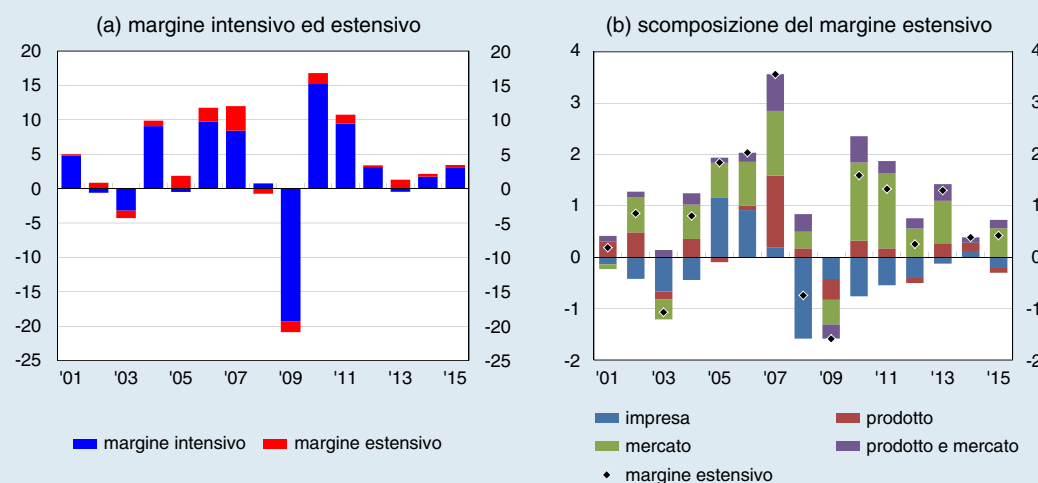
L'andamento delle esportazioni di un paese rispecchia l'insieme delle scelte di singole imprese che decidono se e quanto esportare, quali prodotti vendere e su quali mercati operare. Quantificare l'importanza relativa di questi differenti canali e come essi siano influenzati dalle caratteristiche delle aziende consente di identificare le determinanti dell'evoluzione delle esportazioni aggregate.

Utilizzando le informazioni di fonte Istat sulle vendite all'estero di tutte le imprese italiane, in un recente lavoro¹ è stata scomposta la dinamica delle esportazioni – totali e per classe dimensionale di impresa – in due principali componenti: (a) la variazione delle esportazioni delle aziende già presenti sul mercato, definite come vendite di uno specifico prodotto in uno specifico mercato da parte di una specifica impresa che assumano valori non nulli in due anni consecutivi (margine intensivo); (b) la variazione delle esportazioni dovute agli scambi che, tra due anni consecutivi, vengono avviati ex novo o cessati (margine estensivo). Il margine estensivo viene poi distinto rispetto alla decisione dell'azienda di avviare o interrompere l'attività di esportazione: (a) in qualsivoglia mercato e per qualsiasi prodotto (impresa); (b) in un dato mercato per prodotti comunque venduti altrove (mercato); (c) di un dato prodotto in un mercato ove l'impresa è presente con altri prodotti (prodotto); (d) di uno specifico prodotto in uno specifico mercato, continuando a vendere altri prodotti in altri mercati (prodotto e mercato).

L'evoluzione nel tempo delle esportazioni italiane ha riflesso principalmente il margine intensivo – ossia l'andamento delle esportazioni delle imprese già presenti su un mercato con un dato prodotto – che spiega circa l'80 per cento della variazione media annua nell'intero periodo 2001-2015 (figura A, pannello a). Il contributo più significativo al margine estensivo è venuto dall'ingresso di imprese già esportatrici su un maggior numero di mercati con prodotti già venduti altrove. Il processo di ricomposizione dell'insieme dei prodotti esportati ha avuto invece un effetto netto limitato (figura A, pannello b).

Figura A

Contributi alla crescita delle esportazioni aggregate per margini
(dati annuali; contributi percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat di commercio estero.

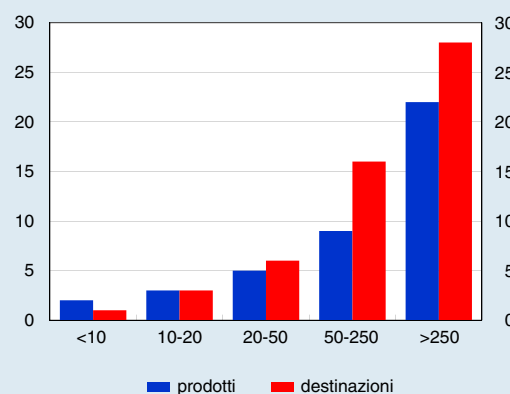
¹ M. Bugamelli, A. Linarello e R. Serafini, *The 'margin call': firm-level export dynamics in Italy*, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La capacità di espandere le proprie vendite e di ampliare il numero di mercati di destinazione varia con la dimensione aziendale. Le imprese con più di 250 addetti esportano in media oltre 20 prodotti in circa 30 mercati, mentre quelle con meno di 10 addetti raggiungono mediamente un solo mercato con 2 prodotti (figura B).

Il margine intensivo ha riflesso quasi esclusivamente il contributo delle aziende con 50 e più addetti (in particolare di quelle più grandi; tavola), a cui tra il 2001 e il 2007 e nuovamente dal 2010 al 2015 sono riconducibili i tre quarti dell'aumento delle esportazioni aggregate. Anche il margine estensivo ha risentito soprattutto dell'azione delle imprese medio-grandi, in particolare della capacità delle aziende con 20-249 addetti di entrare in nuovi mercati, che è stata più accentuata nelle fasi di crescita (prima del crollo del 2008 e con la ripresa avviata dal 2010).

Figura B

Numero di prodotti e mercati di destinazione per classe dimensionale di impresa nel 2015
(unità)



Fonte: elaborazioni su dati Istat di commercio estero.

Tavola

Scomposizione della dinamica delle esportazioni per margini e classe dimensionale, 2000-2015 (1)
(valori medi annui; contributi percentuali)

CLASSE DI ADDETTI	Crescita complessiva	Margine Intensivo	Margine Estensivo	Scomposizione del margine estensivo			
				Impresa	Prodotto	Mercato	Prodotto e mercato
Da 0 a 9	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Da 10 a 19	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Da 20 a 49	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0
Da 50 a 249	1,2	0,9	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,1
250 e oltre	1,9	1,8	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
Totale	3,5	2,8	0,7	-0,2	0,2	0,6	0,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat di commercio estero.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Come già osservato in altri paesi, questi risultati indicano che anche in Italia l'andamento delle esportazioni è determinato prevalentemente dalle scelte e dalle strategie di imprese esportatrici che sono già presenti in modo consolidato su numerosi mercati esteri. Una maggiore diversificazione geografica da parte delle numerose aziende di media dimensione potrebbe fornire un'ulteriore significativa spinta alle vendite all'estero dell'Italia.

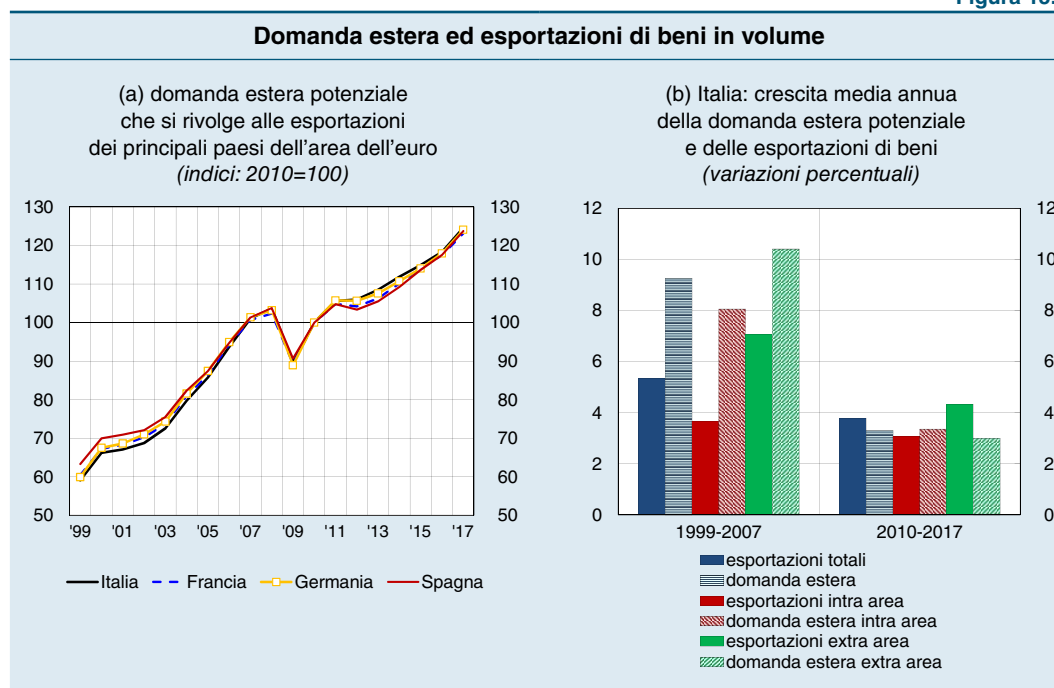
Nell'ultimo ventennio la performance delle aziende italiane sui mercati esteri è stata fortemente differenziata per dimensione di impresa. I microesportatori sono aumentati di numero ma hanno registrato una crescita complessiva delle vendite molto modesta: hanno mostrato maggiori difficoltà nelle fasi cicliche positive e sono stati più esposti alla crisi del commercio mondiale, contribuendo per il 28,1 per cento alla caduta delle esportazioni complessive tra il 2007 e il 2010 (fig. 15.3.b), a fronte di un peso di poco superiore al 9 per cento. Al contrario le vendite delle imprese medio-grandi sono cresciute più della media. Ne è discesa una significativa ricomposizione delle esportazioni italiane: la quota delle aziende medio-grandi è progressivamente aumentata, dal 69,3 per cento nel 1999 al 74,1 nel 2010 e a quasi il 76 nel 2015. Il loro contributo all'incremento aggregato delle esportazioni è arrivato all'83 per cento negli anni più recenti.

Le principali determinanti delle esportazioni di beni

La domanda estera. – Poiché l'eccezionale espansione del commercio mondiale dal 1999 è stata sostenuta dal rapido processo di integrazione tra le economie asiatiche, dove la presenza degli esportatori europei è ancora contenuta, l'evoluzione della domanda estera potenziale diretta all'Italia può essere meglio misurata, anziché con l'andamento delle importazioni mondiali, ponderando la crescita delle importazioni di ciascun mercato di sbocco con il rispettivo peso sulle esportazioni del nostro paese (cfr. il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*).

Tra il 1999 e il 2007 la domanda nei mercati di sbocco dell'Italia è cresciuta poco più che in quelli degli altri principali paesi dell'area dell'euro; l'insoddisfacente performance relativa del nostro paese non è quindi imputabile a una concentrazione delle vendite, rispetto ai concorrenti, in mercati meno dinamici (fig. 15.4.a). Le esportazioni italiane

Figura 15.4



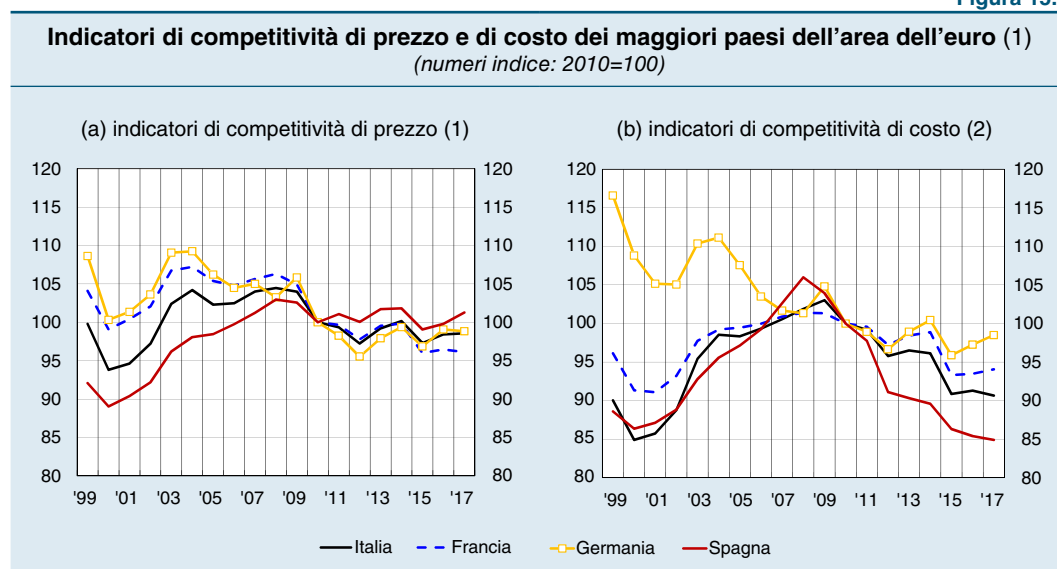
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, FMI, Istat e dati nazionali di commercio estero.

sono aumentate in questo periodo di circa la metà rispetto alla domanda estera; il divario si osserva sia sui mercati esterni all'area dell'euro sia, in modo più marcato, su quelli interni (fig. 15.4.b).

Dal 2010 invece le vendite all'estero complessive sono cresciute più della domanda potenziale rivolta all'Italia, che in questo periodo è aumentata al pari di quella diretta a Francia, Germania e Spagna.

La competitività. – Tra il 1999 e il 2007 l'Italia ha registrato un peggioramento della competitività di prezzo e di costo (fig. 15.5). La perdita è stata più contenuta che in Spagna ma maggiore rispetto alla Francia e soprattutto alla Germania, dove la competitività è invece migliorata per una combinazione peculiare di moderazione salariale, forte incremento della produttività e accresciuto ricorso a beni e servizi intermedi importati³.

Figura 15.5



Fonte: per il pannello a, Banca d'Italia; per il pannello b, BCE.

(1) Sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento segnala una perdita di competitività. Questi indicatori di competitività sono calcolati, per ciascuna economia, nei confronti di 60 paesi concorrenti (compresi i membri dell'area dell'euro). – (2) Sulla base dei costi unitari del lavoro per il complesso dell'economia. Un aumento segnala una perdita di competitività. Questi indicatori sono calcolati, per ciascuna economia, nei confronti di 37 paesi concorrenti (compresi i membri dell'area dell'euro).

Nel triennio 2008-2010 il deprezzamento dell'euro ha favorito il generalizzato miglioramento degli indicatori di competitività.

Dalla recessione del 2011-12 gli andamenti si sono divaricati: l'Italia e la Spagna hanno segnato una crescita più contenuta dei prezzi e del costo del lavoro rispetto alla

³ Per una discussione degli indicatori più appropriati per una corretta misurazione della competitività, cfr. C. Giordano e F. Zollino, *Shedding light on price- and non-price competitiveness determinants of foreign trade in the four large Euro-area countries*, "Review of International Economics", 24, 3, 2016, pp. 604-634 e M. Amici, E. Bobbio e R. Torrini, *Patterns of convergence (divergence) in the euro-area: profitability versus cost and price indicators*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 415, 2017; cfr. anche il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi* nella *Relazione annuale* sul 2012 e il riquadro: *Indicatori di competitività nell'area dell'euro: prezzi, costi e margini* del capitolo 9 nella *Relazione annuale* sul 2016.

Germania ed è migliorata la performance delle loro vendite all'estero. I margini di profitto delle imprese manifatturiere si sono ripresi in Italia; in Germania e soprattutto in Spagna hanno continuato ad ampliarsi⁴.

Anche a seguito del crescente peso delle economie emergenti nel commercio mondiale, il forte aumento della pressione concorrenziale ha spinto le imprese dei paesi avanzati a concentrarsi sempre più su fattori di competitività non di prezzo, come la qualità dei prodotti. In base a nostre elaborazioni su dati disaggregati per prodotto e mercato di destinazione di fonte CEPII-BACI⁵, la qualità dei prodotti esportati, misurata da un indicatore che coglie le caratteristiche che permettono di ottenere prezzi più elevati a parità di quantità vendute, è cresciuta in Italia in linea con quanto registrato in Spagna e in Germania e più che in Francia⁶.

La concorrenza cinese. – L'adesione della Cina all'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO) nel 2001 è stato uno degli eventi che hanno maggiormente influito sugli scambi internazionali negli ultimi decenni. La quota delle esportazioni cinesi sulle importazioni mondiali è triplicata nell'arco di quindici anni raggiungendo il 13 per cento nel 2017, il livello più elevato tra tutti i paesi.

Distinguendo i prodotti esportati in base al grado di esposizione alla competizione cinese, l'Italia ha sofferto le pressioni del concorrente asiatico più di Spagna e Germania, per effetto di una specializzazione settoriale sbilanciata verso settori tecnologicamente meno avanzati (fig. 15.6.a). L'effetto di spiazzamento delle esportazioni italiane è stato molto rilevante fino al 2007: il calo della quota di mercato, pari a 0,6 punti percentuali rispetto al 1999 nella valutazione a prezzi e cambi correnti, è quasi del tutto riconducibile ai prodotti più esposti alla concorrenza cinese (fig. 15.6.b).

Dal 2010 si osserva una reazione delle imprese manifatturiere italiane all'accresciuta concorrenza sui mercati globali. Da un lato la specializzazione si è spostata verso settori più avanzati, come gli autoveicoli e la farmaceutica: il peso delle produzioni maggiormente esposte alla concorrenza cinese si è ridotto tra il 1999 e il 2010 di quasi un quarto. Dall'altro lato il miglioramento della capacità competitiva delle imprese italiane ha favorito un recupero della quota di mercato mondiale, dal 2012 anche nei settori in cui è più forte la concorrenza cinese.

I risultati delle analisi econometriche e statistiche. – Le analisi econometriche condotte su dati aggregati per paese e settore⁷ confermano che la performance

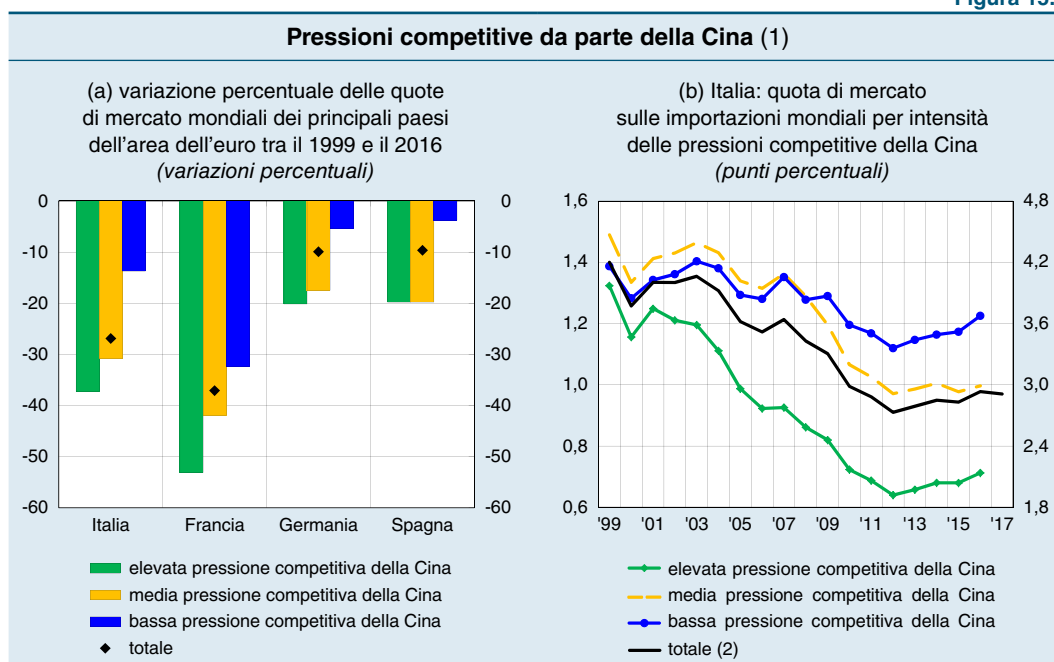
⁴ M. Amici, E. Bobbio e R. Torrini, 2017, op. cit.

⁵ M. Bugamelli, S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello, 2017, op. cit.

⁶ Il miglioramento qualitativo delle esportazioni italiane è evidenziato anche da K. Benkovskis e J. Wörz, *Non-price competitiveness of exports from emerging countries*, European Central Bank, Working Paper Series, 1612, 2013. In base alle stime riportate nell'Export Quality Database del Fondo monetario internazionale (FMI) invece la qualità delle vendite all'estero risulta elevata ma sostanzialmente stazionaria negli anni duemila.

⁷ Tutte le analisi econometriche menzionate nel paragrafo sono tratte da M. Bugamelli, S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello, 2017, op. cit.

Figura 15.6



Fonte: elaborazioni su dati CEPII-BACI e FMI.

(1) Quote di mercato calcolate a prezzi e cambi correnti; sono escluse le materie prime. La distinzione tra pressione competitiva elevata, media e bassa è basata sui terzi della distribuzione per prodotto della quota di mercato della Cina sulle esportazioni mondiali (a prezzi e cambi correnti) nel 2007. – (2) Considera tutti i beni, incluse le materie prime. Scala di destra.

dell'Italia sui mercati internazionali dipende, più che per la Francia e la Germania, dall'andamento della competitività di prezzo: il suo deterioramento tra il 1999 e il 2007 ha contribuito in misura apprezzabile ad alimentare il ritardo delle esportazioni italiane. Il difetto competitivo è in parte anche spiegato dalla quota eccezionalmente elevata di imprese di piccola dimensione.

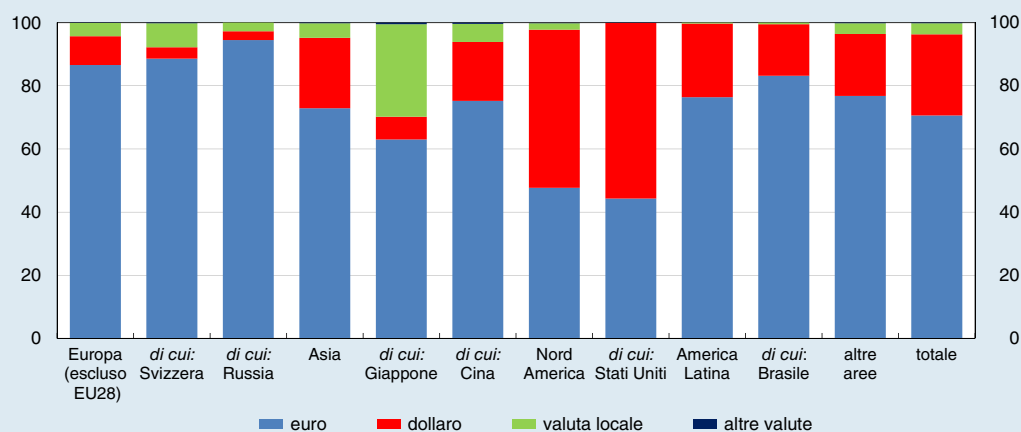
Stime basate sui microdati relativi all'universo delle aziende esportatrici italiane mostrano che è significativamente più elevata la capacità degli esportatori di maggiori dimensioni di soddisfare la domanda estera e fronteggiare la concorrenza da parte dei paesi emergenti e di assorbire le fluttuazioni del tasso di cambio, anche per la scelta di utilizzare valute di fatturazione diverse dell'euro (cfr. il riquadro: *Valuta di fatturazione ed effetti delle fluttuazioni del cambio sull'attività delle imprese*).

VALUTA DI FATTURAZIONE ED EFFETTI DELLE FLUTTUAZIONI DEL CAMBIO SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE

Le imprese italiane fissano i prezzi prevalentemente in euro anche quando esportano fuori dall'Unione europea (UE). Una quota rilevante di transazioni è tuttavia fatturata¹ in altre valute, in particolare il dollaro statunitense: nel 2015

¹ Pur riferendosi a concetti potenzialmente diversi tra loro, le espressioni "valuta di fatturazione", "valuta di listino" o "valuta di pricing" vengono utilizzate come sinonimi, dato che alcune analisi empiriche hanno provato che queste coincidono nella quasi totalità delle transazioni; cfr. R. Friberg e F. Wilander, *The currency denomination of exports. A questionnaire study*, "Journal of International Economics", 75, 1, 2008, pp. 54-69.

**Valute utilizzate nella fatturazione delle esportazioni italiane
di beni nei paesi extra UE**
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat di commercio estero.

era fatturato in questa valuta il 25,7 per cento delle esportazioni extra UE e oltre il 55 di quelle verso gli Stati Uniti (figura).

Esiste una relazione tra la valuta di listino utilizzata negli scambi internazionali e la variazione dei prezzi di acquisto dei beni importati in corrispondenza di oscillazioni dei tassi di cambio (*exchange rate pass through*)². Una recente analisi sulle esportazioni delle imprese italiane nei paesi esterni alla UE tra il 2002 e il 2015 conferma che i prezzi di acquisto per gli importatori variano in misura maggiore quando le imprese esportatrici fissano i prezzi in euro, rispetto a quando lo fanno nella valuta del paese di destinazione³. Quando la valuta scelta è una terza, come il dollaro per le esportazioni nei paesi asiatici, le variazioni dei prezzi risultano guidate dai tassi di cambio rispetto al dollaro, più che da quelli bilaterali tra l'euro e la valuta del paese importatore. Questi risultati suggeriscono una relativa rigidità dei prezzi nella valuta di listino, almeno nel breve periodo: le variazioni del cambio si ripercuotono quasi interamente sui

² L.S. Goldberg e C. Tille, *Vehicle currency use in international trade*, "Journal of International Economics", 76, 2, 2008, pp. 177-192; G. Gopinath, *The international price system*, Jackson Hole Symposium, volume 27, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2015.

³ A. Borin, A. Linarello, E. Mattevi e G. Zevi, *Fluttuazioni del cambio e valuta di pricing: caratteristiche ed effetti sull'attività delle imprese italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; il lavoro utilizza informazioni contenute nella base dati Istat di commercio estero sull'universo delle transazioni verso i paesi extra UE e nelle indagini sulle imprese industriali e dei servizi condotte dalla Banca d'Italia. Nella prima, la valuta di fatturazione è disponibile esclusivamente per le esportazioni extra UE perché richiesta nelle dichiarazioni doganali che le imprese devono compilare per assolvere gli obblighi di legge. Nelle indagini la domanda sulla valuta di fatturazione si riferisce alla valuta prevalentemente utilizzata per fissare i prezzi nei seguenti mercati: area dell'euro, resto dell'Europa, USA, Cina, il gruppo composto da Russia, Brasile e India, resto del mondo.

prezzi di importazione solo quando le imprese scelgono di fatturare in euro, inducendo in questo caso anche una più marcata risposta dei volumi esportati.

Il deprezzamento dell'euro osservato tra il 2014 e il 2015 offre la possibilità di analizzare ulteriormente come la strategia di fissazione dei prezzi influenzi la relazione tra fluttuazioni del cambio e attività di impresa. Secondo le indagini effettuate dalla Banca d'Italia su un campione di aziende industriali italiane, il deprezzamento ha avuto effetti eterogenei tra imprese: al netto di altre possibili determinanti, le imprese che realizzano all'estero una più elevata quota di fatturato, in particolare negli Stati Uniti, hanno espresso più spesso un giudizio positivo sull'effetto del deprezzamento mentre quelle con una maggiore quota di acquisti degli input produttivi espressi in dollari hanno fornito più frequentemente un giudizio negativo. Tra le aziende che hanno riscontrato un effetto positivo, quelle che fissano i prezzi prevalentemente in valuta estera in almeno uno dei mercati extraeuropei hanno dichiarato di aver beneficiato del deprezzamento dell'euro soprattutto attraverso un aumento dei margini unitari, mentre quelle che utilizzano prevalentemente l'euro come valuta di fatturazione hanno registrato soprattutto incrementi nei volumi di vendita.

La scelta della valuta di fatturazione è un elemento delle strategie competitive adottate dall'impresa in funzione delle caratteristiche del mercato di destinazione⁴. Dalle risposte fornite dalle imprese intervistate emerge che la decisione di fissare i prezzi in valuta estera è più frequente per le aziende più grandi e più produttive, meglio in grado di gestire i rischi associati alle fluttuazioni dei tassi di cambio e di affrontare i costi fissi necessari a mantenere listini differenziati per mercato. Le aziende che adottano una valuta diversa dall'euro lo farebbero soprattutto per assecondare le richieste dei clienti locali in mercati significativi o per mantenere i prezzi di vendita allineati a quelli dei concorrenti; in alcuni casi tale scelta sarebbe il riflesso di accordi sulle transazioni infragruppo.

La strategia di fatturazione in valuta sarebbe associata a una propensione delle imprese più grandi e produttive a scaricare le variazioni del cambio sui margini unitari; la ricomposizione delle esportazioni verso questo tipo di imprese potrebbe aver contribuito a rendere le quantità esportate, nell'aggregato, meno sensibili alle fluttuazioni del tasso di cambio negli anni recenti⁵.

⁴ L.S. Goldberg e C. Tille, *Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing: synthesis and novel patterns*, "Journal of International Economics", 102, 2016, pp. 173-187.

⁵ M. Bugamelli, S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello, *Back on track? A macro-micro narrative of Italian exports*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 399, 2017, pubblicato anche in "Italian Economic Journal", 4, 1, 2018, pp. 1-31.

L'adesione della Cina al WTO all'inizio del secolo ha portato a un aumento delle pressioni concorrenziali globali che si è abbinato, per il nostro paese già afflitto da problemi strutturali irrisolti, a una progressiva perdita di competitività, anche rispetto ai principali concorrenti europei. Ciò ha indotto una graduale riorganizzazione del

sistema industriale italiano⁸ e una ricomposizione degli esportatori tra mercati, settori e classi dimensionali. Nonostante il pesante shock della doppia crisi, dal 2010 si sono manifestati gli effetti di questo rafforzamento strutturale sulla capacità delle aziende italiane di competere nei mercati internazionali. Se la composizione per settore e classe dimensionale delle imprese esportatrici italiane nel 2010 fosse rimasta quella di inizio secolo, l'incremento delle vendite all'estero nel successivo quinquennio sarebbe stato inferiore di almeno un quinto.

⁸ S. Rossi, *La regina e il cavallo. Quattro mosse contro il declino*, Bari, Laterza, 2006 e A. Brandolini e M. Bugamelli (a cura di), *Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 45, 2009; cfr. anche A. Linarello e A. Petrella, *Productivity and reallocation: evidence from the universe of Italian firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 353, 2016.

16. IL RISCHIO CIBERNETICO NELL'ECONOMIA ITALIANA

L'uso delle tecnologie digitali e dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT) nell'economia mondiale è sempre più intenso. Nel 2016 il 95 per cento delle imprese dei paesi OCSE era connesso a internet, il 77 per cento aveva un sito web. Più di metà della popolazione adulta aveva acquistato online almeno un prodotto nel corso dell'anno; era il 36 per cento nel 2010¹.

Il ricorso all'ICT nell'economia cresce anche in Italia, pur rimanendo nel complesso inferiore alla media OCSE. Secondo dati della Banca d'Italia, nel 2017 un quinto delle imprese italiane con 20 addetti e oltre dell'industria e dei servizi privati non finanziari distribuiva i propri prodotti anche via e-commerce; il 13 per cento impiegava macchinari industriali, videocamere, impianti di illuminazione, reti di sensori e altri oggetti fisici in grado di collegarsi alla rete internet (internet delle cose); il 7 per cento raccoglieva e analizzava grandi masse di dati (cosiddetti *big data*). Circa un terzo dei consumatori aveva comprato un bene o un servizio online².

La quasi totalità dei processi produttivi e un numero crescente di attività di consumo si svolgono almeno in parte nel cyberspazio, nel cui perimetro rientrano, ad esempio: l'infrastruttura fisica di internet e delle altre reti di calcolatori; il complesso di protocolli e programmi informatici che consentono di comunicare all'interno di queste reti; le informazioni che vengono scambiate; i mezzi di produzione e i beni di consumo cosiddetti intelligenti (smartphone, smart TV ecc.)³.

Anche quando un'impresa o un consumatore non impiega direttamente tecnologie avanzate, ricorre comunque a servizi – finanziari, logistici, di trasmissione di dati – che ne fanno uso.

Le nuove tecnologie comportano evidenti vantaggi: aumentano la produttività delle imprese e consentono ai consumatori una scelta più ampia di beni e servizi a prezzi minori. Possono inoltre essere un fattore di inclusione economica e sociale: in alcune economie a basso reddito l'avvento del *mobile banking* ha consentito l'accesso al sistema finanziario anche lontano dai grandi centri urbani, dove si trovano i pochi sportelli bancari disponibili.

¹ OCSE, *Digital Economy Outlook*, 2017.

² Istat, *Cittadini, imprese e ICT*, 2017.

³ Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Glossario intelligence*, 2013.

Accanto a questi benefici la digitalizzazione implica costi e rischi per l'economia. Alcuni sono da tempo oggetto di studio e riflessione da parte degli economisti anche perché ripropongono, seppure in forme diverse, problemi già posti dalle innovazioni del passato. È questo il caso della disoccupazione per chi ha competenze rese obsolete dalle nuove tecnologie, delle crescenti disuguaglianze salariali tra lavoratori con diversi livelli di istruzione, dell'emergere di posizioni dominanti in alcuni mercati grazie alle economie di rete. Viceversa il rischio connesso con gli attacchi informatici, che pure può avere rilevanti conseguenze sistemiche, è stato finora meno studiato.

La rilevanza economica del rischio cibernetico

Il rischio cibernetico (*cyber risk*) non è nuovo: nelle fasi iniziali del processo di digitalizzazione tuttavia erano in numero limitato sia le potenziali vittime sia gli attori della minaccia. Solo pochi settori, come difesa e telecomunicazioni, erano abbastanza informatizzati da essere vulnerabili agli attacchi informatici; inoltre le conoscenze e le risorse necessarie per progettare e sferrare tali attacchi esistevano quasi esclusivamente in ambito militare e in alcuni centri di ricerca. Negli anni l'uso di dispositivi informatici e l'accesso alle reti telematiche si è enormemente esteso, moltiplicando il numero di obiettivi; nel contempo le competenze necessarie per programmare e propagare codici malevoli (malware) sono ormai a disposizione di molte organizzazioni criminali che sviluppano strumenti offensivi e talvolta li offrono online a basso costo a un'ampia platea di clienti.

Nel 2017 la diffusione dei due virus informatici WannaCry e NotPetya ha causato danni economici a imprese e istituzioni pubbliche valutabili in centinaia di milioni di dollari, colpendo tra gli altri il British National Health Service, il gigante danese del trasporto marittimo Moller-Maersk e la multinazionale farmaceutica Reckitt Benckiser. Tra il 2016 e il 2017 aggressioni informatiche rivolte a istituzioni finanziarie connesse con il sistema dei pagamenti interbancari attraverso la rete SWIFT hanno determinato la sottrazione di ingenti somme di denaro, coinvolgendo anche alcune banche centrali.

Il rischio cibernetico non va considerato di secondaria importanza rispetto ad altre problematiche sorte con la digitalizzazione. Gli attacchi informatici possono infatti arrecare notevoli danni economici alle strutture colpite e indurre una percezione di insicurezza; quest'ultima, a sua volta, può minare il funzionamento di quei mercati, ormai vitali per l'economia, che si basano sulla disponibilità e sulla circolazione di dati digitali.

Garantire la sicurezza informatica di imprese, reti e infrastrutture non è un problema soltanto tecnologico. La vulnerabilità dipende spesso da una sottovalutazione dei rischi e da incentivi distorti che si traducono in falle organizzative, in comportamenti imprudenti da parte del personale, in un sottoinvestimento in sistemi di protezione. Molte aggressioni vengono condotte con strumenti semplici, facilmente neutralizzabili.

I produttori di software e di hardware hanno un forte incentivo a raggiungere il prima possibile un mercato dove il successo di un prodotto, per la presenza di

significative esternalità di rete, è determinato dal numero di utenti che lo scelgono (è il caso ad esempio delle piattaforme di messaggistica e dei sistemi operativi). Pertanto l'adozione di più elevati standard di sicurezza viene sacrificata alla tempestività nella distribuzione. Inoltre spesso gli hacker non aggrediscono direttamente la loro vittima, soprattutto se si tratta di una grande azienda ben protetta, ma individuano terze parti più deboli, che hanno accesso alla rete dell'obiettivo, e ne sfruttano la vulnerabilità. In entrambi i casi la scarsa attenzione alla sicurezza cibernetica produce esternalità negative: coloro che mettono in commercio prodotti insicuri e coloro che non difendono efficacemente i propri sistemi non sostengono di fatto il costo di un attacco.

I contratti di vendita di software e hardware di solito escludono la responsabilità civile per danni causati ai clienti da attacchi cibernetici. Per quanto riguarda le terze parti la cui vulnerabilità è sfruttata nel corso di un'intrusione, non esistono in generale automatismi che consentono al danneggiato di ottenere un risarcimento senza dover affrontare un iter giudiziario dagli esiti incerti.

Tra i principali ostacoli alla correzione di queste distorsioni e alla predisposizione di presidi per la difesa contro la minaccia cibernetica vi è la carenza informativa riguardo alla diffusione degli attacchi e al loro impatto. Tale *cybersecurity data gap* è stato evidenziato anche dai Ministri delle finanze e dai Governatori delle banche centrali del G7 che, durante la presidenza italiana⁴, hanno incoraggiato paesi e istituzioni a individuare soluzioni adeguate.

La misurazione dell'incidenza e del costo del rischio cibernetico in Italia

Dal 2016 la Banca d'Italia rileva dati sul rischio cibernetico nel sistema produttivo italiano. Sono stati analizzati gli investimenti in sicurezza informatica delle imprese, l'incidenza e l'impatto economico degli attacchi, nonché il ricorso alle assicurazioni specializzate. Questa base informativa è la prima in Italia – e una delle poche nel mondo – che risponde a criteri di rappresentatività statistica, trasparenza dei metodi e pubblicità dei microdati.

Numerose sono le difficoltà che si incontrano nella raccolta dei dati e nella stima delle grandezze chiamate in causa, come l'incidenza degli attacchi informatici su una determinata platea di potenziali vittime e la valutazione dei costi economici diretti e indiretti degli attacchi stessi. Questi problemi possono essere almeno in parte superati con opportune tecniche statistiche (cfr. il riquadro: *Misurare l'impatto economico degli attacchi informatici*).

MISURARE L'IMPATTO ECONOMICO DEGLI ATTACCHI INFORMATICI

Ottenere stime affidabili su frequenza e costi degli attacchi informatici comporta notevoli difficoltà metodologiche. I dati sono generalmente raccolti

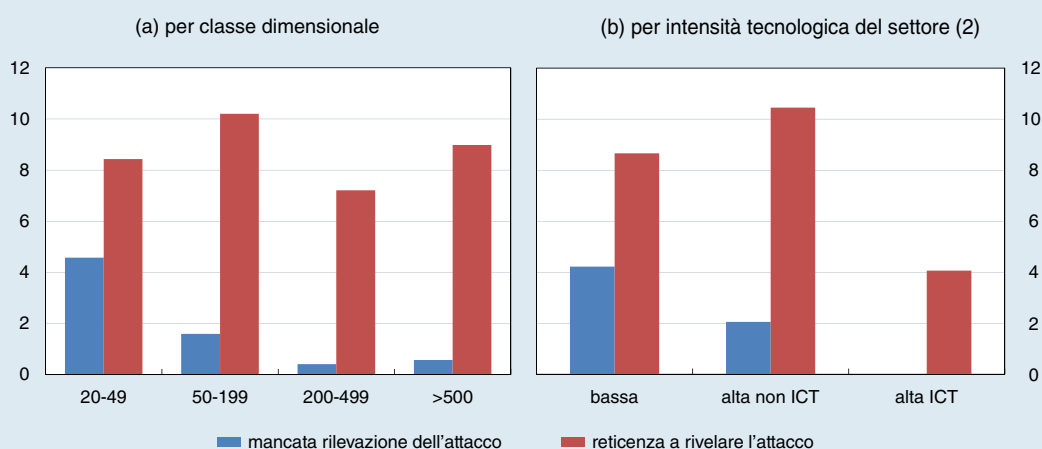
⁴ G7, *Communiqué*, rilasciato in occasione dell'incontro dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali, Bari, 12-13 maggio 2017.

intervistando un campione di imprese non sempre tecnicamente in grado di individuare le avvenute intrusioni, oppure riluttanti a rivelarle per timore di ricadute reputazionali¹. L'incidenza delle aggressioni informatiche è quindi potenzialmente sottostimata.

Nelle analisi della Banca d'Italia² i dati campionari acquisiti attraverso l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) vengono corretti per tenere conto di tali fenomeni. Alle imprese che dichiarano di non svolgere alcuna attività di verifica dei sistemi informatici (tra le quali sono verosimilmente comprese quelle che potrebbero non aver rilevato un attacco) e alle imprese che non hanno risposto alle domande sulla cybersicurezza pur avendo completato il resto del questionario (le imprese potenzialmente reticenti) vengono attribuite risposte in linea con quelle ottenute da aziende simili per dimensione, settore di appartenenza e altre caratteristiche individuali. Secondo quanto osservato nel campione, la mancata rilevazione degli attacchi è più probabile (e quindi la relativa correzione è maggiore) per le imprese più piccole e per quelle di basso livello tecnologico, mentre la reticenza a svelare l'attacco è più diffusa tra le aziende a elevato contenuto tecnologico non appartenenti al settore ICT, senza rilevanti distinzioni dovute alla dimensione (figura).

Figura

Correzioni per sottostima dell'incidenza degli attacchi nel 2017 (1)
(imprese cui viene imputato un attacco; valori percentuali)



Fonte: *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, 2017.

(1) Percentuale di imprese – in ciascuna classe dimensionale o livello tecnologico – le cui risposte sono state corrette (attribuendo loro almeno un attacco subito) sulla base del modello statistico. – (2) La distinzione si basa sulla classificazione OCSE/Eurostat che distingue, nella manifattura, imprese ad alto o basso livello tecnologico e, nei servizi, imprese ad alto o basso contenuto di conoscenza, qui assimilate agli omologhi casi della manifattura; all'interno della categoria high-tech si isolano le imprese che operano nelle branche ICT. Le aziende del settore energetico, non incluse nella classificazione originaria, sono considerate ad alta tecnologia, non ICT.

¹ E. Gal-Or e A. Ghose, *The economic incentives for sharing security information*, "Information Systems Research", 16, 2, 2005, pp. 186-208.

² C. Biancotti, *Cyber attacks: preliminary evidence from the Bank of Italy's business surveys*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza 373, 2017.

Riguardo alla valutazione dei danni, alla mancata rilevazione degli attacchi e alla reticenza a svelarli si aggiungono ulteriori limiti: la difficile quantificazione da parte degli intervistati di alcuni oneri (come il mancato guadagno dovuto all'interruzione dell'attività o la perdita di competitività³) e il fatto che i campioni statistici impiegati nelle indagini, costruiti per essere rappresentativi delle tendenze generali del sistema economico, non consentono una stima precisa degli eventi a bassa probabilità, come i grandi attacchi informatici⁴. La coesistenza di tutti questi fattori rende verosimile che i costi complessivi siano sottostimati.

Anche qualora queste difficoltà venissero superate, non si avrebbe ancora una valutazione soddisfacente del costo degli attacchi informatici per l'intera economia, ossia comprensiva sia dei danni diretti subiti dalle aziende colpite sia di quelli patiti da terze parti. Ad esempio, se l'attività di un'infrastruttura informatizzata (finanziaria, energetica o di telecomunicazione) subisce un rallentamento, si generano costi non solo a carico dei gestori ma anche degli utenti. La stima di questi oneri è ostacolata di fatto dalla mancanza di una conoscenza dettagliata delle interdipendenze informatiche e delle catene del valore nell'economia; si dovrebbe basare su un campione di incidenti anziché di imprese e per ciascun incidente sarebbe necessario tenere conto dei danni subiti da tutti i soggetti coinvolti.

Nei prossimi anni saranno disponibili dati più affidabili in quanto recenti normative internazionali, europee e nazionali impongono a un'ampia platea di imprese di notificare alle autorità le intrusioni subite. Nel caso di attacchi che compromettano la riservatezza di informazioni personali, l'obbligo può sussistere anche nei confronti dei cittadini i cui dati siano stati violati; il regolamento generale sulla protezione dei dati⁵ è particolarmente incisivo sotto questo profilo e ha introdotto dal 25 maggio 2018 anche in Europa tali obblighi, già previsti negli Stati Uniti.

L'integrazione di archivi amministrativi basati su tali comunicazioni con informazioni provenienti dalle indagini campionarie sarebbe un cruciale passo in avanti per arricchire la conoscenza delle interconnessioni e consentire stime più precise del costo totale che grava sull'economia a causa degli attacchi informatici.

³ O. Livingston, M. Shabat e T. Cheesebrough, *Cost of cyber incidents*, atti del 16th Annual Workshop on the Economics of Information Security, San Diego, 2017.

⁴ UK Department for Culture, Media and Sport, *Cyber security breaches survey: main report*, 2017; C. Biancotti, *The price of cyber (in)security: evidence from the Italian private sector*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 407, 2017.

⁵ Regolamento UE/2016/679 (General Data Protection Regulation, GDPR).

I dati mostrano che il sistema produttivo nazionale è molto eterogeneo dal punto di vista della gestione e della consapevolezza del rischio cibernetico (tav. 16.1). La spesa mediana per impresa in misure difensive si colloca a 4.530 euro, circa il 15 per cento della retribuzione annuale lorda di un lavoratore con mansioni non dirigenziali. Esistono significative differenze tra settori: per le imprese a basso contenuto tecnologico tale spesa non arriva a 3.500 euro, mentre è più alta tra le imprese più grandi; nel comparto ICT oltrepassa i 19.000 euro.

Tavola 16.1

Spesa in sicurezza informatica, diffusione di alcune misure difensive e frequenza degli attacchi informatici <i>(percentuali di imprese, salvo diversa indicazione)</i>						
IMPRESE	Spesa mediana (1)	Formazione dei dipendenti	Analisi vulnerabilità	Cifratura dei dati	Attacchi (dati originali) (2)	Attacchi (dati corretti)
Settore di attività (3)						
A bassa tecnologia	3.420	60,4	51,9	29,1	13,6	26,2
Ad alta tecnologia, non ICT	6.930	74,2	66,1	36,1	17,0	29,3
Ad alta tecnologia, ICT	19.080	95,0	91,6	77,1	19,8	23,9
Classe dimensionale						
20-49	3.120	59,5	50,8	28,6	13,6	26,4
50-199	7.770	73,7	66,1	37,7	15,8	27,4
200-499	10.000	84,8	79,5	49,8	18,3	25,8
500 e oltre	44.590	89,2	87,6	63,9	28,9	37,8
Totale	4.530	65,0	56,9	32,7	14,7	26,9

Fonte: *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (dati riferiti al 2016 per la spesa e le misure difensive, dati riferiti al 2017 per la frequenza degli attacchi).

(1) Migliaia di euro. – (2) Risposte alla domanda “Nel corso del 2017, la Vostra impresa ha subito attacchi informatici? Considerate solo quelli che hanno avuto conseguenze, anche modeste e/o di breve durata e/o facilmente reversibili, sul funzionamento dei sistemi aziendali e/o sull'integrità e la riservatezza dei dati ivi custoditi”. – (3) La distinzione si basa sulla classificazione OCSE/Eurostat che distingue, nella manifattura, imprese ad alto o basso livello tecnologico e, nei servizi, imprese ad alto o basso contenuto di conoscenza, qui assimilate agli omologhi casi della manifattura; all'interno della categoria high-tech si isolano le imprese che operano nelle branche ICT. Le aziende del settore energetico, non incluse nella classificazione originaria, sono considerate ad alta tecnologia, non ICT.

Quanto al tipo di difesa adottato, due imprese su tre dichiarano di istruire i dipendenti sull'uso sicuro dei dispositivi informatici, più della metà di svolgere analisi sulla vulnerabilità delle reti, mentre solo un terzo ricorre alla cifratura dei dati, una pratica meno costosa rispetto alle altre, ma assai efficace. Quest'ultimo elemento corrobora l'ipotesi di un'asimmetria informativa che avvantaggia i venditori di servizi difensivi, i quali ne approfitterebbero per suggerire alle aziende le soluzioni più costose, anziché quelle migliori.

Differenze importanti tra settori e classi dimensionali si riscontrano sia nella predisposizione di misure difensive sia nell'incidenza degli attacchi in grado di produrre conseguenze sul funzionamento dei sistemi aziendali o sull'integrità e la riservatezza dei dati su essi custoditi. Nel primo caso i tassi di adozione di tutti i presidi difensivi sono significativamente più alti della media tra le imprese ICT e tra quelle di grande dimensione. Per queste ultime i dati per il 2017 mostrano che è più elevata anche la frequenza delle intrusioni.

La probabilità che un'impresa subisca un attacco informatico dipende sia dall'attrattiva che esercita sugli hacker, legata al valore dei dati custoditi e all'esposizione al rischio (ad es. misurata in termini di dispositivi connessi a internet, o di transazioni condotte online), sia dalla sua capacità di difendersi.

Nel sistema produttivo italiano i rischi sembrano attualmente più diffusi tra le imprese ad alto contenuto tecnologico non appartenenti al settore ICT, poiché, al

contrario delle imprese a bassa tecnologia, attraggono gli attacchi, ma, diversamente da quelle del comparto ICT, non hanno ancora sviluppato una sufficiente capacità di difesa. Questa circostanza sembra confermata dal fatto che le aggressioni informatiche sono più frequenti tra le imprese che fanno ricorso all'e-commerce e al cloud computing, così come ai dispositivi dell'internet delle cose; sono meno frequenti tra quelle che impiegano tecnologie basate sull'intelligenza artificiale. L'adozione del primo gruppo di tecnologie, che sono anche le più diffuse, non richiede nozioni tecniche avanzate ed è presumibile che molte imprese non utilizzino risorse per individuare eventuali falle nei sistemi di sicurezza e porvi rimedio. L'uso dell'intelligenza artificiale si associa invece a un livello di competenza più alto (il tasso di adozione è sette volte superiore nel comparto ICT rispetto alla media dell'economia), che è presumibilmente legato anche a una maggiore attenzione alla sicurezza informatica.

La diffusione di contratti assicurativi specifici per danni da attacchi cibernetici può rappresentare un importante fattore di mitigazione del rischio: da un lato contribuisce a individuare – anche dal punto di vista legale – il responsabile degli eventuali risarcimenti; dall'altro, attraverso un'opportuna modulazione dei premi, crea incentivi per una più attenta gestione dei sistemi aziendali, come già avviene in altri settori⁵. Il mercato delle assicurazioni contro il rischio cibernetico è tuttavia ancora poco sviluppato.

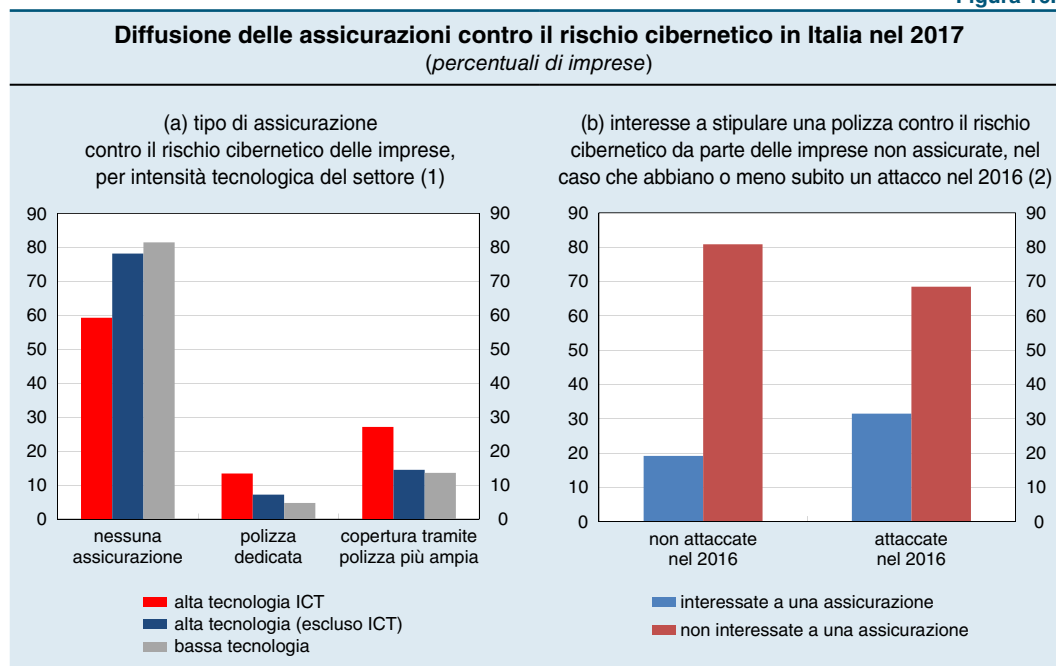
In Italia circa un quinto delle imprese con almeno 20 addetti è assicurato contro danni da attacchi informatici, ma tra queste solo una minoranza ha una polizza autonoma e specifica, garanzia di una maggiore trasparenza nell'ampiezza della copertura e nel calcolo del premio. Come già riscontrato per altri fenomeni relativi alla minaccia cibernetica, sono soprattutto le imprese del settore ICT a ricorrere a questi strumenti assicurativi (fig. 16.1).

Il fatto di aver subito un attacco nel passato è un elemento determinante dell'interesse che le imprese hanno nel cercare una copertura assicurativa contro il rischio cibernetico, ma riduce anche la probabilità che una polizza venga effettivamente sottoscritta. Quest'ultima evidenza potrebbe essere indice di forme di razionamento da parte degli assicuratori: in assenza di dati storici sufficientemente profondi e di una casistica ragionevolmente ricca, questi potrebbero infatti sfruttare l'evento passato come principale misura di rischiosità delle imprese, che potrebbero quindi trovarsi di fronte all'indisponibilità di una copertura assicurativa o comunque a premi troppo onerosi. Questo razionamento avverrebbe nonostante i dati mostrino che quasi tutte le imprese vittime di un attacco informatico abbiano successivamente deciso di rafforzare le difese.

Per quanto riguarda i danni, in sette casi su dieci le imprese colpite devono destinare risorse aggiuntive al ripristino dei sistemi e sono costrette a rallentare l'attività, anche se i costi sostenuti sono quasi sempre modesti. In pochi casi, riguardanti in particolare le imprese dell'ICT e quelle con oltre 500 addetti, i danni subiti sono ingenti (tav. 16.2).

⁵ OCSE, *Enhancing the Role of Insurance in Cyber Risk Management*, 2017.

Figura 16.1



Fonte: Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi, 2017; Indagine sulle imprese industriali e dei servizi, 2016.

(1) La distinzione si basa sulla classificazione OCSE/Eurostat che distingue, nella manifattura, imprese ad alto o basso livello tecnologico e, nei servizi, imprese ad alto o basso contenuto di conoscenza, qui assimilate agli omologhi casi della manifattura; all'interno della categoria high-tech si isolano le imprese che operano nelle branche ICT. Le aziende del settore energetico, non incluse nella classificazione originaria, sono considerate ad alta tecnologia, non ICT. – (2) Le imprese classificate come "interessate" sono quelle che hanno dichiarato di non essere assicurate in quanto non hanno trovato sul mercato una polizza adeguata alle loro esigenze o perché il premio richiesto era troppo alto.

Tavola 16.2

Conseguenze tecniche e costi monetari degli attacchi informatici (percentuale di imprese che hanno riportato almeno un attacco) (1)							
IMPRESE	Conseguenze				Costi		
	interruzione dell'attività	necessità di ripristino dei sistemi	furto o distruzione di dati	meno di 10.000 euro	tra 10.000 e 49.999 euro	tra 50.000 e 199.999 euro	oltre 200.000 euro
Settore di attività (2)							
A bassa tecnologia	69,5	71,1	16,2	92,4	7,0	0,6	0,1
Ad alta tecnologia, non ICT	72,7	76,9	15,7	92,7	5,7	1,5	0,1
ICT	65,4	72,1	4,6	82,7	15,3	1,8	0,2
Classe dimensionale							
20-49	69,9	71,1	15,6	96,6	2,8	0,6	–
50-199	70,4	73,6	14,9	85,6	13,4	1,0	–
200-499	73,3	80,6	17,6	88,6	9,2	2,2	–
500 e oltre	68,5	78,5	16,9	76,7	18,6	2,4	2,3
Totale	70,1	73,4	15,6	92,2	7,0	0,9	0,1

Fonte: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi, 2016.

(1) Dati riferiti al 2016. – (2) La distinzione si basa sulla classificazione OCSE/Eurostat che distingue, nella manifattura, imprese ad alto o basso livello tecnologico e, nei servizi, imprese ad alto o basso contenuto di conoscenza, qui assimilate agli omologhi casi della manifattura; all'interno della categoria high-tech si isolano le imprese che operano nelle branche ICT. Le aziende del settore energetico, non incluse nella classificazione originaria, sono considerate ad alta tecnologia, non ICT.

Le risposte di policy

L'intensificarsi della minaccia cibernetica ha posto gli Stati dinnanzi a complesse sfide di policy. I software malevoli e gli altri mezzi di attacco informatico sono in grado di arrecare pregiudizio alla sicurezza dei cittadini e a quella nazionale e di danneggiare l'economia, alla stregua delle armi tradizionali. Gli ordinamenti giuridici nazionali e il diritto internazionale si stanno gradualmente adattando al nuovo scenario.

In diverse giurisdizioni sono stati aggiornati gli strumenti del diritto penale fin dagli anni novanta, introducendo reati come l'accesso abusivo ai sistemi informatici⁶. Dai primi anni duemila le economie avanzate e le principali emergenti hanno elaborato strategie più ampie, che di norma includono: la definizione di un'architettura istituzionale per la prevenzione e la gestione delle crisi; misure per il potenziamento della sicurezza delle Pubbliche amministrazioni e delle infrastrutture critiche; incentivi alla formazione di specialisti e alla collaborazione pubblico-privato; schemi di certificazione della sicurezza di software e hardware.

Le iniziative sul fronte della cooperazione internazionale, essenziali per fronteggiare una minaccia globale, sono ancora carenti. Si sono registrati progressi solo su temi specifici, come il coordinamento tra forze di polizia per la lotta ad alcuni crimini, e in contesti in cui cooperano paesi che condividono i principali obiettivi strategici in materia di sicurezza, come la NATO e il G7.

Il quadro normativo italiano rispecchia la strategia di *cybersecurity* elaborata a livello europeo, il cui asse portante è la direttiva UE/2016/1148 (Network and Information Security, NIS). Essa impone agli Stati membri di dotarsi di un'organizzazione in grado di vincolare gli operatori di servizi ritenuti essenziali per l'economia a stringenti misure di protezione. La direttiva istituisce un gruppo di cooperazione nell'ambito dell'Unione europea (UE) per lo scambio di informazioni e migliori prassi.

Requisiti di sicurezza informatica per una varietà di soggetti discendono anche da altre due recenti disposizioni della UE: il regolamento generale UE/2016/679 sulla protezione dei dati (General Data Protection Regulation, GDPR) e la direttiva UE/2015/2366 sui servizi di pagamento nel mercato interno (Revised Directive on Payment Services, PSD2). Altri obblighi potrebbero nascere dall'approvazione del regolamento Cybersecurity Act, presentato nel 2017 dalla Commissione, che attribuisce all'Unione anche il potere di certificare la sicurezza dei dispositivi e dei codici informatici.

L'architettura italiana di *cybersecurity* è al momento definita da due provvedimenti: (a) il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri del 17 febbraio 2017, che attribuisce al Dipartimento delle informazioni per la sicurezza della Presidenza del Consiglio (DIS) la responsabilità di coordinare la prevenzione e la gestione delle crisi cibernetiche mediante un Nucleo per la sicurezza cibernetica (NSC)⁷; (b) il decreto legislativo di recepimento della NIS, che attribuisce a tale Dipartimento il ruolo di punto di contatto

⁶ Per l'Italia cfr. L. 547/1993 di modifica alle norme del Codice penale e del Codice di procedura penale in tema di criminalità informatica.

⁷ Partecipano al Nucleo in via permanente i ministeri che siedono nel Comitato interministeriale per la sicurezza della Repubblica (CISR): Affari esteri, Difesa, Interno, Economia e finanze, Sviluppo economico, Giustizia.

con le istituzioni europee e individua le autorità competenti per l'attuazione delle misure previste dalla direttiva nei comparti economici considerati strategici. Per il settore bancario e per quello delle infrastrutture dei mercati finanziari, l'autorità competente è il Ministero dell'Economia e delle finanze, in collaborazione con la Banca d'Italia e con la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob).

Il sistema finanziario è un obiettivo privilegiato per gli attacchi informatici, siano essi motivati dal profitto o dall'intenzione di compromettere l'ordinato funzionamento dell'economia. A causa delle numerose interdipendenze, i danni dovuti a queste aggressioni possono essere ingenti e provocare ricadute sistemiche. L'uso intensivo di tecnologie digitali moltiplica inoltre i potenziali punti di ingresso per gli hacker.

Le banche centrali e le autorità di supervisione rivestono un ruolo cruciale nel garantire la sicurezza informatica del sistema finanziario. In molti paesi ne gestiscono componenti vitali, come i sistemi di pagamento; possono richiedere ai soggetti vigilati informazioni sugli attacchi subiti, imporre l'adozione di adeguati presidi difensivi e sanzionare gli inadempienti.

Nel settore finanziario la cooperazione internazionale ha raggiunto risultati più apprezzabili rispetto a quanto accaduto in altri comparti economici; anche in questo caso però l'intesa è più profonda in contesti omogenei come il G7 o l'Eurosistema. La convergenza su linee guida comuni è stata facilitata dall'esistenza di precedenti sinergie su altri fronti, primo tra tutti quello della stabilità finanziaria, e dalla dimensione globale di alcuni operatori chiave. Gli ambiti di intervento riguardano, da un lato, la sicurezza degli intermediari finanziari e, dall'altro, quella delle infrastrutture di pagamento (cfr. riquadro: *Iniziative internazionali per la sicurezza cibernetica del settore finanziario*).

INIZIATIVE INTERNAZIONALI PER LA SICUREZZA CIBERNETICA DEL SETTORE FINANZIARIO

La cooperazione internazionale in materia di sicurezza cibernetica del settore finanziario converge su tre temi fondamentali: la definizione di principi e requisiti regolamentari, il disegno di prassi e strumenti di intervento, lo sviluppo di modelli di analisi del rischio a fini di stabilità finanziaria. Questa cooperazione ha luogo in una molteplicità di sedi in quanto riflette lo stratificarsi di competenze settoriali e nazionali. Per quanto riguarda le infrastrutture di mercato e i sistemi di pagamento, il principale forum è costituito dal Comitato sui sistemi di pagamento e sulle infrastrutture di mercato (Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI) della Banca dei regolamenti internazionali (BRI); in tema di vigilanza sono rilevanti il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) e il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee for Banking Supervision, BCBS) della BRI. Un ruolo importante è svolto dal G7, che ha pubblicato una serie di principi non prescrittivi¹.

L'FSB ha avviato un'analisi degli schemi regolamentari e delle prassi di supervisione adottate in 25 giurisdizioni e delle raccomandazioni emanate da dieci organismi finanziari internazionali in tema di sicurezza cibernetica², nonché la stesura

¹ G7, *Fundamental elements of cybersecurity for the financial sector*, 2016; G7, *Fundamental elements for effective assessment of cybersecurity for the financial sector*, 2017.

² FSB, *Stocktake of publicly released cybersecurity regulations, guidance and supervisory practices*, 2017.

di un glossario di termini (*cyber lexicon*), in pubblicazione entro la fine del 2018, con l'obiettivo di fornire uno strumento che faciliti future iniziative regolamentari.

Il G7 sta definendo un protocollo di cooperazione internazionale tra autorità per la risposta a incidenti transfrontalieri e ha istituito un tavolo di confronto con il settore privato per individuare gli interventi regolamentari ottimali e definire strategie per lo scambio di informazioni. Uno sviluppo importante sarà la predisposizione di un quadro di riferimento tecnico per svolgere esercitazioni allo scopo di verificare le capacità di protezione, rilevamento e risposta alle minacce cibernetiche effettivamente possedute dalle istituzioni finanziarie pubbliche e private, secondo una filosofia simile a quella degli stress test già effettuati sul sistema bancario.

Nell'ambito dell'Unione europea il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) garantisce un raccordo di alto livello ai fini della stabilità finanziaria tra la Commissione europea, le autorità di settore europee³, l'Eurosistema e le autorità macroprudenziali nazionali. All'interno dell'ESRB è istituito lo European Cyber Risk Group, che analizza i potenziali impatti sistemici degli attacchi ciberneticici con particolare riferimento all'economia europea.

Per quanto riguarda la vigilanza bancaria, l'EBA ha emanato linee guida per le autorità di vigilanza sulla valutazione del rischio informatico e raccomandazioni sull'esternalizzazione dei servizi di cloud computing, definendo anche requisiti di sicurezza per i prestatori di servizi di pagamento e regole di supervisione armonizzate. Nell'Eurosistema il rispetto di questi requisiti da parte delle banche significative è verificato dal Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM), che raccoglie anche le segnalazioni di incidenti ciberneticici subiti e ha costituito una apposita task force (Cyber Crisis Group) per gestire eventuali crisi. In funzione di specifici indicatori di rischio derivanti da segnalazioni di incidenti o da debolezze riscontrate nell'attività di vigilanza cartolare, l'SSM avvia ispezioni dedicate all'analisi del rischio ciberneticico.

Con riferimento ai sistemi di pagamento, il gruppo di lavoro sulla resilienza ciberneticica (*cyber resilience*) delle infrastrutture finanziarie della BRI è impegnato a monitorare l'applicazione della *Cyber guidance* del CPMI-Iosco⁴ e a diffonderla oltre i paesi del G20. In ambito CPMI è stata inoltre definita una strategia per la sicurezza dei pagamenti all'ingrosso, elaborata in seguito ad alcuni casi gravi di frodi cibernetiche⁵. Nel 2017 la Banca centrale europea ha approvato la strategia di supervisione per la *cyber resilience* delle infrastrutture di mercato e di pagamento europee con l'obiettivo di armonizzare il recepimento della *Cyber guidance*, rafforzare le capacità di risposta agli attacchi delle singole istituzioni finanziarie

³ Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA), Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA).

⁴ CPMI-Iosco, *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*, 2017.

⁵ Si fa riferimento ad esempio a casi quale la frode ai danni della Banca centrale del Bangladesh del 2016; cfr. BRI, *Central banks are reviewing wholesale payments security*, 2017.

e dei loro provider e promuovere la cooperazione pubblico-privato; a quest'ultimo scopo ha costituito un forum (European Cyber Resilience Board)⁶.

Per coordinare al meglio le attività nelle diverse sedi di lavoro, nel 2017 la Banca d'Italia ha istituito un Gruppo di coordinamento sulla sicurezza cibernetica (GCSC), esteso anche all'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass). Il Gruppo ha recentemente elaborato un documento che illustra le attività in materia cyber della Banca e dell'Ivass e come queste si inseriscono nel contesto internazionale, europeo e italiano⁷.

⁶ Sono in fase di sviluppo i requisiti di sorveglianza per la resilienza cibernetica (*cyber resilience oversight expectations*) e lo schema per la conduzione di test avanzati di sicurezza (*EU threat intelligence based ethical red teaming*); BCE, *Views on the regulation of cyber security*, 2017.

⁷ GCSC, *Documento quadro sul rischio cibernetico*, in corso di pubblicazione.

Le politiche di sicurezza cibernetica delle economie avanzate hanno individuato nello scambio informativo tra soggetti pubblici e privati uno strumento centrale per prevenire e rispondere agli attacchi informatici. Tuttavia non sempre chi ha subito intrusioni o ha identificato debolezze mette in comune quanto appreso, in assenza di sufficienti garanzie di riservatezza e di reciprocità. Talvolta condizioni favorevoli si realizzano spontaneamente all'interno di gruppi di operatori economici particolarmente sensibili al rischio cibernetico. Più spesso è necessario l'intervento dell'autorità pubblica, che svolge un ruolo di stimolo e di creazione di fiducia; in questo caso il settore finanziario ha elaborato soluzioni avanzate anche nel nostro paese (cfr. riquadro: *I computer emergency response teams (CERT) nel settore finanziario italiano*).

Le iniziative fin qui descritte costituiscono un passo nella giusta direzione, ma non appaiono ancora sufficienti. Le misure appena illustrate si applicano solo a particolari settori (come nel caso della direttiva NIS) o a tipologie di attacco specifiche, anche se frequenti (come nei casi previsti dal regolamento GDPR); mancano ancora principi di responsabilità civile in grado di correggere le esternalità in senso più generale.

I COMPUTER EMERGENCY RESPONSE TEAMS (CERT) NEL SETTORE FINANZIARIO ITALIANO

I modelli prevalenti di condivisione dell'informazione sugli incidenti informatici sono due: gli *information sharing and analysis centers* (ISAC), piattaforme che abilitano i partecipanti a condividere informazioni e analisi, ma non prevedono attività operative di risposta congiunta; i CERT e i *computer security incident response teams* (CSIRT), che consentono sia la condivisione di informazioni sia un rapido coordinamento nella risposta a eventuali incidenti. Esistono a livello internazionale ed europeo reti collaborative di CERT/CSIRT che rispondono a particolari standard di qualità¹.

¹ Le principali reti di CERT/CSIRT sono: il *Forum of Incident Response and Security Teams*, FIRST, attivo dal 1990 e che raggruppa oltre 300 organizzazioni di differenti nazionalità e settori; il *Trusted Introducer*, costituito dalla comunità dei CERT europei nel 2000, che conta più di 100 organizzazioni.

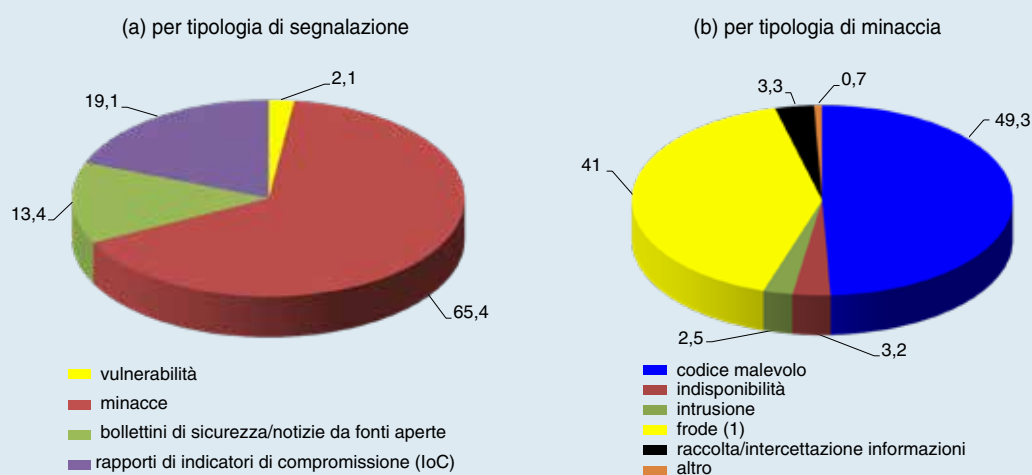
In Italia il quadro normativo² prevede la realizzazione di una rete di CERT/CSIRT tra la Pubblica amministrazione, gli operatori di servizi essenziali e i gestori di infrastrutture critiche informatizzate di interesse nazionale (ad es. la rete elettrica, quella telefonica, quella di trasporto); sollecita inoltre lo sviluppo di strategie settoriali coerenti. In questo contesto la Banca d'Italia e le altre autorità operano con il duplice ruolo di regolatori e di promotori di iniziative di partenariato pubblico-privato nella condivisione delle informazioni.

La Banca d'Italia ha rafforzato la propria capacità di resilienza cibernetica attraverso la costituzione di un CERT interno, che partecipa alle reti collaborative internazionali ed eroga un ampio spettro di servizi di sicurezza alla Banca stessa (CERTBI). L'obiettivo principale è il potenziamento delle capacità di analisi delle minacce cibernetiche per lo sviluppo di efficaci difese preventive. In particolare il CERTBI cura i programmi di formazione destinati ad accrescere la consapevolezza degli utenti dell'Istituto sui rischi delle tecnologie digitali.

Da gennaio del 2017 è operativo il CERT Finanziario italiano (**CERTFin**), realizzato su iniziativa congiunta della Banca d'Italia e dell'Associazione bancaria italiana per potenziare lo scambio di informazioni all'interno del settore finanziario nazionale; vi hanno aderito, su base volontaria, 42 istituzioni finanziarie (36 tra banche e gruppi bancari, Poste Italiane spa, 4 centri servizi, un gestore di infrastrutture)³. Nel suo primo anno di operatività, CERTFin ha analizzato e inviato

Figura

Segnalazioni CERTFin (percentuali)



Fonte: CERTFin. Dati aggiornati al 31 dicembre 2017.

(1) Utilizzo non autorizzato delle risorse, phishing, meccanismi di attacco volti a sottrarre illecitamente denaro ai clienti.

² Direttiva recante indirizzi per la protezione cibernetica e la sicurezza informatica nazionali (DPCM 17 febbraio 2017) e direttiva UE 2016/1148 sulla sicurezza delle reti e delle informazioni.

³ La Banca partecipa sia agli organi di governo (Comitati strategico e direttivo) sia alle attività operative (attraverso il CERTBI).

a propri aderenti circa 1.000 segnalazioni di possibili attacchi, compromissioni e vulnerabilità tecnologiche, di cui oltre due terzi hanno riguardato minacce di attacchi (figura, pannello a), in particolare campagne di diffusione di malware e di tentativi di frode, quali il phishing (figura, pannello b).

In tema di sensibilizzazione degli utenti è stato realizzato l'opuscolo *Home Banking, Carte, e-commerce. Regole semplici per pagamenti sicuri*; sul piano della cooperazione, CERTFin è inserito nelle reti internazionali di CERT ampliando le possibilità di scambio informativo a beneficio dei propri aderenti.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 29 MAGGIO 2018

DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Salvatore ROSSI	- DIRETTORE GENERALE
Fabio PANETTA	- VICE DIRETTORE GENERALE
Luigi Federico SIGNORINI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Valeria SANNUCCI	- VICE DIRETTORE GENERALE

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Gaetano MACCAFERRI
Francesco ARGOLAS	Ignazio MUSU
Nicola CACUCCI	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Carlo CASTELLANO	Donatella SCIUTO
Marco D'ALBERTI	Orietta Maria VARNELLI
Giovanni FINAZZO	Marco ZIGON
Andrea ILLY	

COLLEGIO SINDACALE

Dario VELO - PRESIDENTE	
Giuliana BIRINDELLI	Gian Domenico MOSCO
Lorenzo DE ANGELIS	Sandro SANDRI

SINDACI SUPPLEMENTI

Giovanni LIBERATORE	Anna Lucia MUSERRA
---------------------	--------------------

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

Augusto APONTE	- REVISORE GENERALE
Corrado BALDINELLI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO RISORSE UMANE E ORGANIZZAZIONE
Carmelo BARBAGALLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Ebe BULTRINI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO INFORMATICA
Luigi DONATO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO IMMOBILI E APPALTI
Eugenio GAIOTTI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO ECONOMIA E STATISTICA
Paolo MARULLO REEDTZ	- CAPO DEL DIPARTIMENTO MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Roberto RINALDI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA E BILANCIO
Giuseppe SOPRANZETTI	- FUNZIONARIO GENERALE CON INCARICHI SPECIALI E DIRETTORE DELLA SEDE DI MILANO

* * *

Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA (UIF)
Daniele FRANCO	- RAGIONIERE GENERALE DELLO STATO

