



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione annuale

Roma, 31 maggio 2017

CENTOVENTITREESIMO ESERCIZIO

anno 2016

esercizio

CXXIII



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione annuale

---

anno 2016 – centoventitreesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2017

© Banca d'Italia, 2017

**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 2017*

---

*Il bilancio della Banca d'Italia è disponibile sul sito internet dell'Istituto ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)) oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca Paolo Baffi (Via Nazionale 91, 00184 Roma, [richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it](mailto:richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it)).*

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

---

# INDICE

## L'ECONOMIA INTERNAZIONALE E L'AREA DELL'EURO

<b>1. Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali</b>	<b>3</b>
I principali paesi avanzati	3
<b>Riquadro:</b> <i>Le implicazioni economiche del referendum britannico sull'uscita dall'Unione europea</i>	6
Le principali economie emergenti	9
<b>Riquadro:</b> <i>La crescita della produttività e l'efficienza allocativa nei maggiori paesi emergenti</i>	10
I mercati finanziari e valutari	14
<b>2. Il commercio internazionale, i prezzi delle materie prime e le bilance dei pagamenti</b>	<b>17</b>
Il commercio internazionale	17
<b>Riquadro:</b> <i>I timori per l'apertura commerciale e l'esposizione alle conseguenze della globalizzazione</i>	19
I prezzi e i mercati delle materie prime	21
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti	22
<b>3. Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro</b>	<b>25</b>
La fase ciclica	25
I prezzi e i costi	27
<b>Riquadro:</b> <i>La trasmissione del prezzo del petrolio alle attese di inflazione nell'area dell'euro</i>	29
I mercati finanziari	30
Le politiche di bilancio	31
<b>Riquadro:</b> <i>La politica di bilancio nell'area dell'euro negli anni della crisi</i>	32
<b>Riquadro:</b> <i>Gli investimenti pubblici nell'area dell'euro: modalità di finanziamento ed effetti sull'economia</i>	35
La governance europea	39
<b>4. La politica monetaria nell'area dell'euro</b>	<b>42</b>
L'azione di politica monetaria	42
<b>Riquadro:</b> <i>Il basso livello dei tassi di interesse: le determinanti</i>	44
Le operazioni di politica monetaria	46
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	47
<b>Riquadro:</b> <i>Il basso livello dei tassi di interesse: implicazioni per la politica monetaria</i>	48
La moneta e il credito	49

## L'ECONOMIA ITALIANA

<b>5. Il quadro di insieme</b>	55
Riquadro: <i>Le determinanti dell'attività economica nel 2016 secondo il modello della Banca d'Italia</i>	55
Riquadro: <i>L'output gap in Italia</i>	57
Riquadro: <i>L'economia del Mezzogiorno dopo la recessione</i>	60
<b>6. Le imprese</b>	65
Gli andamenti economici	65
Riquadro: <i>L'andamento degli investimenti e la ripresa ciclica</i>	68
Le fonti di finanziamento	74
Riquadro: <i>Allocazione del credito e caratteristiche di impresa</i>	77
<b>7. Le famiglie</b>	80
Il reddito e la sua distribuzione	80
Riquadro: <i>L'andamento della disuguaglianza durante le recessioni</i>	82
I consumi	85
La ricchezza delle famiglie, il mercato delle abitazioni e l'indebitamento	87
Riquadro: <i>L'indagine sui livelli di alfabetizzazione finanziaria degli adulti</i>	91
<b>8. Il mercato del lavoro</b>	96
L'occupazione e le ore lavorate	96
La disoccupazione e l'offerta di lavoro	99
Riquadro: <i>Allungamento della vita lavorativa e mercato del lavoro</i>	100
La contrattazione e le relazioni industriali	102
Riquadro: <i>Le tendenze in atto nelle relazioni industriali</i>	103
<b>9. I prezzi, i costi e la competitività</b>	105
I prezzi al consumo	105
Riquadro: <i>Le aspettative di inflazione delle imprese italiane secondo l'indagine Banca d'Italia-II Sole 24 Ore</i>	107
I prezzi alla produzione e dei beni importati	109
Il costo del lavoro	109
Riquadro: <i>Indicatori di competitività nell'area dell'euro: prezzi, costi e margini</i>	110
La competitività di prezzo	112
<b>10. La domanda estera e la bilancia dei pagamenti</b>	114
Le esportazioni e le importazioni	114
Riquadro: <i>Il miglioramento delle esportazioni italiane di beni dal 2010</i>	115
Il conto corrente e il conto capitale	118
Riquadro: <i>La dinamica del saldo dei redditi da capitale dal 1999</i>	120
Il conto finanziario	121
Riquadro: <i>L'andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2</i>	122
La posizione patrimoniale sull'estero	125

<b>11. La finanza pubblica</b>	127
La finanza pubblica nel 2016	127
Le entrate	130
Le spese	133
Il debito delle Amministrazioni pubbliche	134
<b>Riquadro:</b> <i>I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche</i>	135
Le prospettive	137
<b>Riquadro:</b> <i>Un'applicazione del modello di microsimulazione BIMic alle modifiche apportate alla quattordicesima ai pensionati</i>	137
<b>12. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale</b>	141
La concorrenza e la regolamentazione dei mercati	141
<b>Riquadro:</b> <i>La riduzione degli oneri burocratici per l'avvio delle nuove attività produttive</i>	142
La regolamentazione dell'attività di impresa	143
<b>Riquadro:</b> <i>Il concordato preventivo: evidenze dai microdati sulle procedure</i>	144
I fattori di contesto	146
<b>Riquadro:</b> <i>Produttività dei tribunali e durata dei processi</i>	147
<b>Riquadro:</b> <i>Caratteristiche del pubblico impiego e indici di corruzione</i>	148
<b>Riquadro:</b> <i>Gli effetti economici della diffusione della criminalità organizzata nel Centro Nord</i>	150
<b>13. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali</b>	152
La struttura dell'industria bancaria italiana	153
<b>Riquadro:</b> <i>Il regime di risoluzione delle banche nell'Unione europea e negli Stati Uniti</i>	154
Le attività	157
I crediti deteriorati	158
<b>Riquadro:</b> <i>I tassi di recupero delle sofferenze</i>	160
La raccolta	161
La redditività e il patrimonio	163
<b>Riquadro:</b> <i>La redditività delle principali banche europee e italiane</i>	164
<b>Riquadro:</b> <i>La partecipazione pubblica nel capitale delle banche vigilate dall'SSM</i>	166
Le misure a sostegno della stabilità del sistema bancario	168
GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI	169
GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	170
<b>14. I mercati monetari e finanziari</b>	174
Il mercato monetario	174
Il mercato dei titoli pubblici	175
<b>Riquadro:</b> <i>I detentori di titoli pubblici italiani</i>	175
<b>Riquadro:</b> <i>Il livello dei rendimenti a lungo termine e i premi per scadenza</i>	177
<b>Riquadro:</b> <i>L'andamento dello spread sovrano dell'Italia</i>	179
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	180
<b>Riquadro:</b> <i>L'impatto degli acquisti di obbligazioni private da parte dell'Eurosistema</i>	181
Il mercato azionario	183
Le infrastrutture di mercato	185

<b>15. La produttività in Italia: andamenti e determinanti</b>	186
Produttività e crescita	186
<b>Riquadro:</b> <i>Le tendenze di lungo periodo della produttività totale dei fattori in Italia e in alcuni paesi industriali</i>	188
Produttività, efficienza allocativa e dinamiche demografiche di impresa	190
Le determinanti della crescita della produttività	192
<b>Riquadro:</b> <i>Le valutazioni degli effetti macroeconomici delle riforme</i>	192
 <b>AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA</b>	 203
 <b>CONSIDERAZIONI FINALI</b> <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  
E L'AREA DELL'EURO**



## 1. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI, LE POLITICHE E I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel 2016 l'economia mondiale è cresciuta a un ritmo inferiore alle attese (3,1 per cento). L'espansione nei paesi emergenti e in via di sviluppo è stata contenuta. Gli Stati Uniti e il Regno Unito, pur mostrando una solida dinamica di fondo, hanno fornito alla crescita globale un contributo modesto, solo in parte compensato dall'espansione, superiore alle attese, del Giappone e dell'area dell'euro.

All'inizio dello scorso anno si erano diffuse preoccupazioni sui mercati internazionali in seguito a incertezze sulle prospettive dell'economia cinese. La successiva pubblicazione di dati favorevoli sull'andamento dell'attività economica del paese ha contribuito a riassorbire le tensioni.

In giugno l'esito del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit) ha determinato una temporanea volatilità sui mercati, poi rientrata; non si è finora riflesso in un peggioramento sulle prospettive di crescita di breve termine, anche in seguito alle politiche fortemente espansive messe in atto dalle autorità britanniche. Restano tuttavia incerte le implicazioni di medio e lungo periodo, dipendenti da un negoziato che si preannuncia eccezionalmente complesso.

L'inflazione globale è leggermente risalita, grazie al recupero dei prezzi dei beni energetici e all'accelerazione della componente di fondo, che tuttavia rimane debole. La Riserva federale ha continuato a rialzare i tassi ufficiali, prospettando una normalizzazione della politica monetaria lievemente più rapida; il dollaro si è rafforzato. In Giappone e nel Regno Unito sono state adottate nuove misure espansive.

I rendimenti dei titoli a lunga scadenza dei principali paesi avanzati sono aumentati dopo le elezioni statunitensi; i mercati azionari hanno raggiunto nuovi massimi. Resta comunque ampia l'incertezza sulle prospettive delle politiche macroeconomiche e commerciali, che contrasta con l'ottimismo prevalente sui mercati. Le condizioni finanziarie nei paesi emergenti sono complessivamente migliorate; si è interrotto il deflusso di capitali.

### *I principali paesi avanzati*

Nel 2016 la crescita delle economie avanzate è stata dell'1,7 per cento, due decimi di punto in meno rispetto al 2015 e a quanto previsto un anno fa dal Fondo monetario internazionale (FMI)<sup>1</sup>. È aumentato il contributo alla crescita fornito dai consumi, anche per il basso costo dell'energia che ha avuto ricadute positive sul potere d'acquisto delle

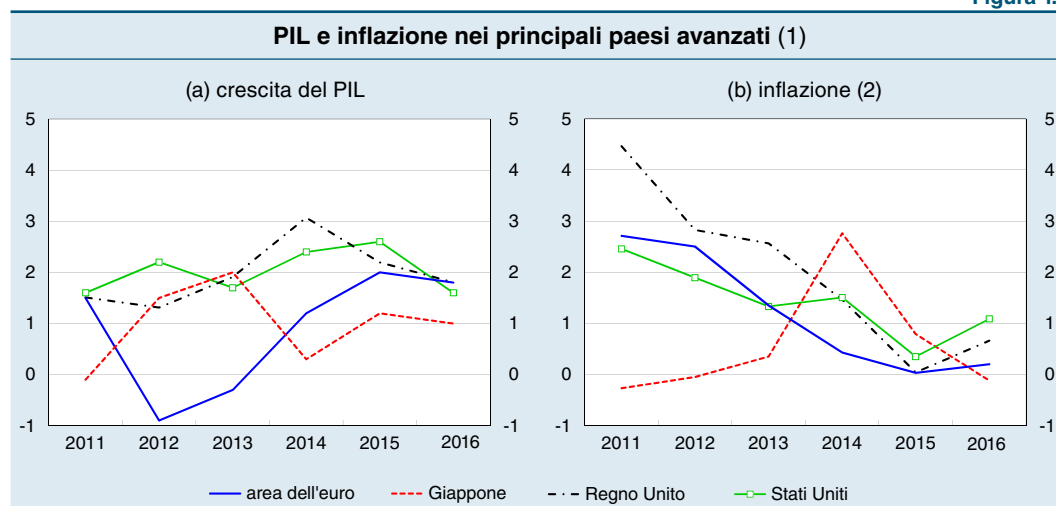
<sup>1</sup> FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016.

famiglie. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'evoluzione dell'attività economica si è irrobustita nella seconda parte dell'anno, continuando a beneficiare dell'incremento dell'occupazione. L'economia giapponese, sostenuta dallo stimolo fiscale, è cresciuta più del previsto. L'aumento dei prezzi del petrolio (da livelli molto bassi) e il progressivo rafforzamento congiunturale hanno sostenuto l'inflazione rispettivamente nella prima e nella seconda metà dell'anno.

Tra il 2010 e il 2016 l'incremento della produttività totale dei fattori è stato dello 0,6 per cento (tra il 2000 e il 2007 era stato poco più dell'1 per cento). La bassa dinamica della produttività nelle economie avanzate continuerà a rappresentare un freno per la crescita: l'FMI stima un aumento marginale, allo 0,7 per cento, nella media dei prossimi cinque anni.

*Stati Uniti.* – Nel 2016 il PIL ha decelerato all'1,6 per cento (dal 2,6 dell'anno precedente; fig. 1.1.a), quasi un punto in meno delle aspettative (l'FMI prevedeva il 2,4 per cento). Consumi privati e investimenti hanno continuato a fornire un apporto positivo, seppure in misura minore rispetto all'anno precedente, mentre si è ridotto quello negativo delle esportazioni nette, nonostante l'apprezzamento del dollaro in termini effettivi nominali. Le attese di crescita per il 2017 si collocano al 2,3 per cento; sono state riviste lievemente al rialzo in relazione alle aspettative di un forte stimolo fiscale, sulle cui caratteristiche tuttavia permane una grande incertezza, da parte della nuova amministrazione. Lo scorso 26 aprile sono stati anticipati alcuni contenuti della riforma della tassazione che prevede tra l'altro riduzioni delle aliquote sulle persone fisiche e sulle imprese, nonché la possibilità di rimpatrio dei profitti di impresa a condizioni agevolate.

Figura 1.1



Fonte: statistiche nazionali.

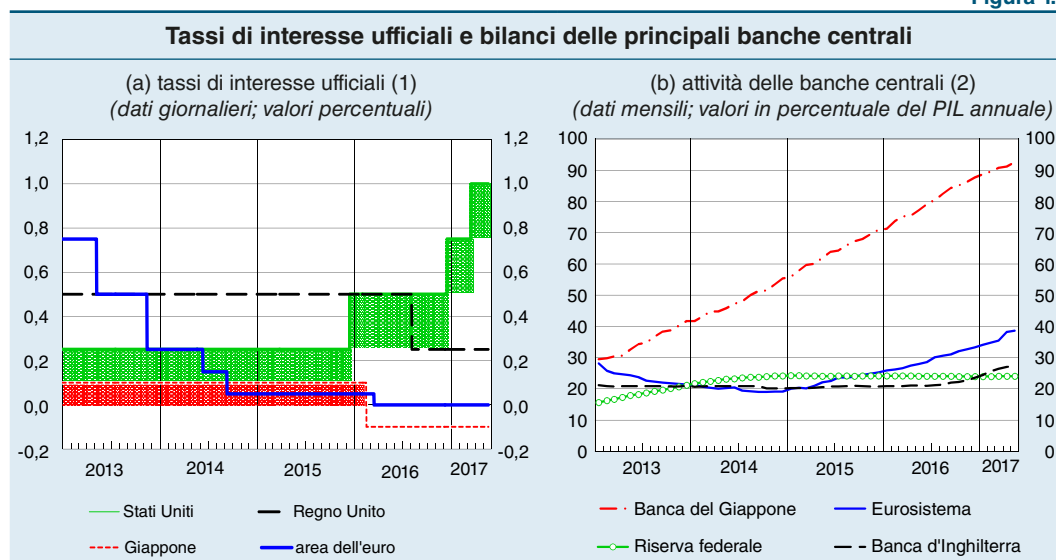
(1) Dati annuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Per gli Stati Uniti: deflatore dei consumi; per il Giappone: indice dei prezzi al consumo; per l'area dell'euro e il Regno Unito: indice armonizzato dei prezzi al consumo.

La creazione di nuovi posti di lavoro è proseguita, seppure a un ritmo più moderato rispetto all'anno precedente. Il tasso di disoccupazione è sceso al 4,7 per cento, in linea con il valore di equilibrio di lungo periodo stimato dalla Riserva federale. La sottoccupazione, definita sommando ai disoccupati i lavoratori involontariamente a part-time e i soggetti che si dichiarano interessati a un'occupazione ma non la cercano attivamente (*marginally attached*), è diminuita al 9,2 per cento (dal 9,9 di inizio anno); prima della

crisi questa misura aveva toccato un minimo dell'8 per cento. Il progressivo irrobustimento del mercato del lavoro ha contribuito a una lieve accelerazione dei salari; ciò si è riflesso nell'inflazione di fondo (che esclude le componenti più volatili, relative ai beni energetici e alimentari), salita all'1,7 per cento. L'inflazione complessiva, per il persistere degli effetti base dei prezzi del petrolio, si è fermata all'1,1 per cento (fig. 1.1.b).

In considerazione del graduale rafforzamento delle condizioni nel mercato del lavoro e del leggero aumento delle aspettative di inflazione a breve termine, lo scorso dicembre la Riserva federale ha innalzato l'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds di 25 punti base (allo 0,50-0,75 per cento; fig. 1.2.a). Nella riunione dello scorso marzo la Banca centrale statunitense, come atteso dai mercati, ha di nuovo alzato l'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds di 25 punti base (a 0,75-1,00 per cento). Nella medesima riunione è stata avviata la discussione sulla riduzione del bilancio della Riserva federale (attualmente pari a circa il 24 per cento del PIL; fig. 1.2.b), che verosimilmente avverrà in modo graduale e principalmente mediante la progressiva sospensione del reinvestimento dei proventi dei titoli in scadenza.

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, successivamente si è basata anche sul tasso ufficiale di riferimento; dal 21 settembre 2016 la Banca del Giappone ha aggiunto tra i propri obiettivi operativi anche il controllo della struttura a termine dei tassi); 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) Per la Banca d'Inghilterra, dal 2 ottobre 2014 include solo le attività acquisite attraverso operazioni di politica monetaria (oltre il 90 per cento del totale).

*Giappone.* – L'attività economica ha continuato a espandersi (1,0 per cento, 0,5 punti percentuali in più delle attese). I consumi sono tornati a crescere; gli investimenti, che avevano ristagnato l'anno precedente, sono aumentati grazie soprattutto al comparto residenziale, mentre le esportazioni nette, nonostante l'apprezzamento dello yen, hanno continuato a fornire un contributo positivo alla crescita.

Il programma di rilancio dell'economia nipponica avviato nel 2013 ha avuto inizialmente successo nel spingere al rialzo la crescita economica e l'inflazione ma non la produttività del lavoro, che si colloca stabilmente al di sotto dei livelli pre-crisi. La ripresa dell'attività economica dovrebbe proseguire nell'anno in corso; in prospettiva,

tuttavia, la rimozione dello stimolo fiscale e la bassa dinamica della produttività, unitamente al venire meno dello stimolo agli investimenti connesso con le Olimpiadi di Tokio, rappresenteranno un fattore di freno per la crescita.

Nel corso del 2016 l'inflazione ha oscillato intorno a un valore medio di -0,1 per cento (da 0,8 nel 2015); quella di fondo, che alla fine del 2015 era risalita fino all'1,2 per cento, è scesa fin quasi ad annullarsi alla fine dell'anno. Le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine si sono ridotte all'1,3 per cento, dal picco dell'1,7 raggiunto nel 2014.

In risposta alle persistenti spinte deflazionistiche la Banca del Giappone ha introdotto in settembre modifiche sostanziali al proprio quadro operativo, adottando un nuovo obiettivo intermedio che consiste nel controllo della struttura a termine dei tassi di interesse, per mantenere il tasso a dieci anni su un livello prossimo allo zero. Per sostenere le aspettative di inflazione ha inoltre indicato di voler portare l'inflazione per un periodo prolungato al di sopra dell'obiettivo di medio e lungo periodo del 2 per cento (*inflation-overshooting commitment*).

Per sostenere la domanda il governo ha varato in agosto un'espansione di bilancio pari a circa l'1,5 per cento del PIL e ha rinviato all'ottobre del 2019 il secondo aumento della tassa sui consumi, originariamente previsto nell'aprile dell'anno in corso, rendendo più difficile il raggiungimento dell'obiettivo di un avanzo primario entro il 2020.

*Regno Unito.* – Le temute ricadute negative sull'economia britannica del referendum consultivo del 23 giugno del 2016 sulla Brexit non si sono sinora materializzate, soprattutto per effetto di politiche economiche estremamente espansive; restano tuttavia ampie incertezze sulle prospettive. Nell'anno l'attività economica si è espansa dell'1,8 per cento, il tasso di disoccupazione è sceso di tre decimi, al 4,8 per cento, stimolando una modesta accelerazione dei salari. L'inflazione è risalita all'1,6 per cento (dallo 0,2), principalmente per effetto del notevole deprezzamento della sterlina successivo al risultato del voto.

Per contrastare un possibile rallentamento dell'attività economica, il 3 agosto scorso la Banca d'Inghilterra ha ridotto di 25 punti base il tasso di riferimento; ha riavviato gli acquisti di titoli del Tesoro; ha lanciato nuovi programmi che prevedono l'acquisto di obbligazioni private e l'estensione di prestiti alle banche commerciali. Il Tesoro ha scelto di rallentare il percorso di consolidamento di bilancio. Per le prospettive di medio termine permangono tuttavia rischi legati all'incertezza e alle possibili conseguenze del processo di uscita dall'Unione europea (cfr. il riquadro: *Le implicazioni economiche del referendum britannico sull'uscita dall'Unione europea*).

#### LE IMPLICAZIONI ECONOMICHE DEL REFERENDUM BRITANNICO SULL'USCITA DALL'UNIONE EUROPEA

Lo scorso 29 marzo il Governo britannico ha notificato al Consiglio europeo la volontà di recedere dall'Unione europea (UE)<sup>1</sup>. Con questo atto è iniziato formalmente

<sup>1</sup> La lettera è stata firmata in forza dello European Union (Notification of Withdrawal) Act 2017 con il quale il Parlamento britannico, ottemperando alla sentenza della Corte suprema del 24 gennaio, ha autorizzato il Primo ministro a notificare l'intenzione di recedere dall'Unione europea.

il processo di uscita del Regno Unito dalla UE (Brexit), che in base all'art. 50 del Trattato sull'Unione europea si articola in tre fasi: definizione del mandato alla Commissione europea per negoziare l'accordo di recesso; svolgimento dei negoziati; ratifica dell'eventuale accordo. L'accordo di recesso deve tenere conto del quadro delle future relazioni con la UE, che saranno tuttavia oggetto di un'intesa separata (cfr. il riquadro: *Le conseguenze del referendum sui rapporti tra Regno Unito e Unione europea*, in *Bollettino economico*, 3, 2016).

In linea teorica le forme che potrebbero assumere i futuri rapporti economici tra Regno Unito e UE sono: (a) adesione allo Spazio economico europeo<sup>2</sup>; (b) partecipazione all'unione doganale<sup>3</sup>; (c) intesa bilaterale; (d) nessun accordo. In quest'ultimo caso i rapporti commerciali sarebbero regolati dalle norme dell'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO), che prevedono l'applicazione di tariffe bilaterali sulla base della clausola di nazione più favorita (*most favoured nation*, MFN).

La lettera di notifica del governo britannico, nell'indicare quale obiettivo per il Regno Unito il mantenimento di un rapporto speciale con la UE attraverso il raggiungimento di un accordo bilaterale di ampia portata sul commercio di beni e servizi, esclude tuttavia l'ipotesi di una partecipazione allo Spazio economico europeo o all'unione doganale. Restano pertanto aperte solo le ultime due possibilità sopra descritte.

Il Consiglio europeo dello scorso 29 aprile, in seguito alla notifica di recesso da parte del Regno Unito, ha adottato gli orientamenti che rappresentano la base per il mandato negoziale alla Commissione: le negoziazioni dovranno mirare a permettere un'uscita ordinata dalla UE, definendo tra l'altro garanzie reciproche per salvaguardare i diritti dei cittadini europei e britannici interessati dal recesso e la liquidazione di tutte le obbligazioni finanziarie per il Regno Unito derivanti dal periodo della sua appartenenza all'Unione. Il Consiglio europeo ha indicato, contrariamente alla posizione del Regno Unito, che deciderà di avviare trattative preliminari e preparatorie a un'intesa commerciale solo quando avrà accertato che siano stati compiuti progressi sufficienti verso il conseguimento di un accordo soddisfacente sulle modalità di recesso. L'accordo di uscita dovrà essere approvato entro il 29 marzo del 2019; l'intesa commerciale potrà essere stipulata unicamente dopo tale data.

Il referendum sulla Brexit del 23 giugno scorso non ha avuto finora il temuto impatto negativo sull'attività economica nel Regno Unito, che nel secondo semestre ha anzi accelerato. L'economia ha beneficiato delle misure aggressivamente espansive di politica monetaria, di una politica di bilancio più accomodante, del miglioramento della congiuntura internazionale e del forte deprezzamento della sterlina. Non si è materializzato il rischio di una crisi di fiducia di famiglie, imprese e investitori. Il deprezzamento del cambio ha peraltro contribuito all'aumento dell'inflazione corrente e attesa: secondo la Banca d'Inghilterra, i prezzi al consumo accelererebbero fino al 2,8 per cento nel quarto trimestre dell'anno in corso.

<sup>2</sup> Lo Spazio economico europeo, costituito dagli Stati membri della UE insieme a Liechtenstein, Norvegia e Islanda, estende a questi tre paesi il mercato unico dell'Unione e le sue quattro libertà fondamentali (libera circolazione di merci, servizi, capitali e persone).

<sup>3</sup> L'unione doganale è un fondamento essenziale della UE e del mercato unico: non esistono dazi alle frontiere interne della UE, mentre alle importazioni dall'esterno si applica una tariffa doganale comune. All'unione doganale della UE partecipano anche Turchia, Andorra e San Marino.

Le prospettive del negoziato, e quindi le conseguenze della Brexit nel medio periodo, restano soggette a una notevole incertezza. Gli scambi di beni e servizi tra Regno Unito e Unione europea potrebbero risentire del conseguente incremento delle tariffe, soprattutto nell'ipotesi in cui non si dovesse raggiungere un accordo commerciale e pertanto venissero adottate le tariffe sulla base della clausola MFN. Per il Regno Unito i costi economici sarebbero ancora più rilevanti nel caso in cui la minore integrazione commerciale si ripercuotesse sugli investimenti diretti dall'estero, sulla produttività e sul dinamismo dell'economia britannica<sup>4</sup>.

Le ricadute della Brexit sull'area dell'euro e sul resto della UE sarebbero invece più contenute, con differenze tra paesi a seconda dell'intensità dei legami commerciali e finanziari con il Regno Unito (relativamente bassa per l'Italia; cfr. il riquadro: *I rapporti commerciali e finanziari tra Italia e Regno Unito*, in *Bollettino economico*, 3, 2016). Se si ipotizzasse ad esempio l'adozione da parte del Regno Unito di un sistema di tariffe identico a quello applicato dalla UE nei confronti dei paesi terzi, le esportazioni britanniche, tenendo conto della composizione settoriale dell'interscambio commerciale, sarebbero assoggettate a un dazio medio del 3,9 per cento; il valore corrispondente per le esportazioni verso il Regno Unito sarebbe pari al 5,3 per cento per la Germania, lievemente inferiore per Francia e Italia, oltre il 6 per cento per Irlanda, Spagna e Polonia<sup>5</sup>.

Il recesso del Regno Unito potrebbe avere un impatto estremamente significativo nel settore dei servizi finanziari<sup>6</sup>, particolarmente rilevante per l'economia britannica. In mancanza di specifici accordi, esso comporterà la revoca del cosiddetto passaporto unico, in base al quale intermediari autorizzati a operare in uno Stato membro lo sono automaticamente in tutta la UE. Attualmente molti gruppi bancari internazionali operano in Europa principalmente attraverso filiazioni stabilite a Londra. Con la perdita del passaporto unico, gli intermediari britannici dovranno ottenere una licenza in ciascuno degli Stati membri in cui intendano operare e sottoporsi alla vigilanza da parte delle rispettive autorità. Un'altra questione rilevante per la piazza finanziaria londinese riguarda eventuali pressioni per lo spostamento dell'attività di compensazione degli strumenti finanziari denominati in euro, attualmente eseguita in larga parte, soprattutto per i derivati *over-the-counter*, presso controparti centrali insediate nel Regno Unito.

<sup>4</sup> M. Pisani e F. Vergara Caffarelli, *What will Brexit mean for the UK and euro area economies? A model-based assessment of trade regimes*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> R. Cappariello, *Brexit: estimating tariff costs for the EU countries in a new trade regime with the UK*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> *Indagine conoscitiva sul futuro del progetto europeo*, audizione del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Commissioni riunite III e XIV, Camera dei deputati, Roma, 26 aprile 2016.

*Paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'Unione europea.* – Nel 2016 l'attività economica nei paesi dell'Unione che non fanno parte dell'area dell'euro ha rallentato al 3,0 per cento (3,8 nel 2015). Alla fine dello scorso anno l'inflazione è tornata positiva e ha continuato a salire rapidamente nei primi mesi del 2017, attestandosi all'1,6 per cento in aprile; anche la dinamica di fondo dei prezzi è aumentata (1,2 per cento). L'orientamento delle politiche monetarie si è mantenuto

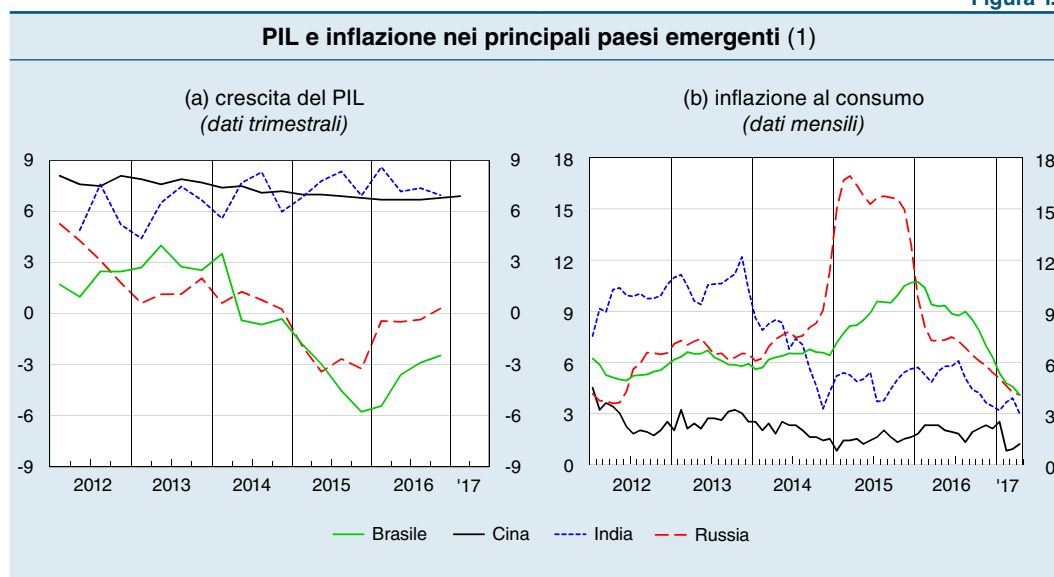
accomodante, anche attraverso l'adozione da parte di alcune banche centrali di nuove misure non convenzionali. Le condizioni finanziarie sono rimaste favorevoli, in particolare in Ungheria e nella Repubblica Ceca<sup>2</sup>.

### Le principali economie emergenti

Nel 2016 la crescita nell'insieme dei paesi emergenti e in via di sviluppo è leggermente scesa (4,1 per cento, il valore più basso dal 2009). In Cina è proseguito il graduale rallentamento dell'attività economica, in linea con le previsioni del governo; si sono attenuati i timori di una brusca frenata.

*Cina.* – Nel 2016 il PIL ha rallentato al 6,7 per cento (dal 6,9; fig. 1.3.a); il sostegno fornito dalle politiche macroeconomiche ha contribuito a stabilizzare l'attività nella seconda metà dell'anno.

Figura 1.3



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

Gli andamenti recenti confermano il proseguimento del processo di transizione dell'economia cinese verso un modello basato in misura maggiore sulla spesa delle famiglie, dal lato della domanda, e sui servizi, da quello dell'offerta. I consumi hanno continuato a fornire il principale apporto alla crescita (4,3 punti percentuali), a fronte di un ridimensionamento di quello degli investimenti (a 2,8 punti) e di un contributo negativo della domanda estera (-0,5 punti percentuali). Dal lato dell'offerta la dinamica del valore aggiunto è stata sostenuta principalmente dai servizi, a fronte di un rallentamento nell'industria.

<sup>2</sup> S. Auer, *A financial conditions index for the CEE economies*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

La spesa per investimenti ha risentito del ridimensionamento della capacità produttiva nell'industria pesante e mineraria e dell'elevato indebitamento delle imprese, soprattutto pubbliche. La caduta della produttività rende prioritaria una riallocazione degli investimenti verso impieghi più produttivi (cfr. il riquadro: *La crescita della produttività e l'efficienza allocativa nei maggiori paesi emergenti*).

#### LA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ E L'EFFICIENZA ALLOCATIVA NEI MAGGIORI PAESI EMERGENTI

Nell'ultimo quinquennio l'attività economica nelle principali economie emergenti ha progressivamente rallentato, disattendendo ripetutamente al ribasso le previsioni dei principali organismi internazionali. Secondo le più recenti proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI), nei prossimi cinque anni il ritmo di incremento del prodotto per il complesso delle economie emergenti, pur riprendendosi, rimarrebbe comunque inferiore, in media, al 5 per cento annuo, decisamente al di sotto del 6,7 per cento realizzato nel periodo 2001-07.

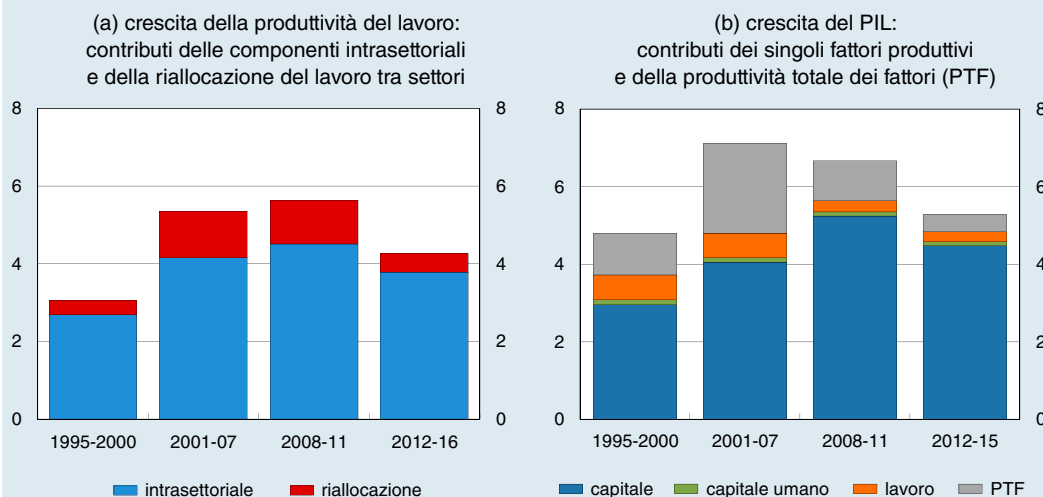
Il ridimensionamento del tasso di sviluppo si è accompagnato a una minore crescita della produttività del lavoro, di circa un punto percentuale (figura, pannello a). Vi avrebbero contribuito per un terzo la più modesta dinamica della produttività all'interno dei singoli settori e per due terzi il minor apporto proveniente dalla riallocazione della forza lavoro verso i settori più produttivi.

La riallocazione costituisce una componente molto rilevante nel processo di convergenza (*catching up*) dei paesi emergenti, dove rimane ampio il potenziale di trasformazione strutturale delle economie. L'attenuazione di questo fenomeno è almeno in parte riconducibile alla minore spinta verso la ricomposizione del prodotto derivante dai fattori esterni, quali l'integrazione commerciale e produttiva nelle catene globali del valore, soprattutto per paesi come la Cina, il Messico, l'India e la Turchia. Non è da escludere tuttavia che, in un contesto esterno meno favorevole, anche ostacoli interni alla mobilità delle risorse abbiano agito da freno.

Tali andamenti si sono riflessi, pur con diversa intensità, in un generalizzato rallentamento della produttività totale dei fattori (PTF) che, in base alle stime di Conference Board, spiegherebbe quasi per intero quello della crescita del PIL (figura, pannello b). La PTF di un'economia dipende dalla produttività dei settori che la compongono e dal loro peso. Quanto più capitale e lavoro si indirizzano verso i settori maggiormente produttivi, tanto più elevata risulterà la PTF dell'intera economia: tra le cause più studiate della performance negativa della produttività totale dei fattori vi è l'inefficiente allocazione di capitale e lavoro tra i vari settori produttivi dovuta all'esistenza di distorsioni nell'economia<sup>1</sup>. Queste possono rispecchiare le politiche settoriali, le rigidità sul mercato dei fattori, il sottosviluppo dei mercati finanziari o altri fallimenti di mercato.

<sup>1</sup> Un discorso analogo vale per la produttività all'interno dei settori; in tal caso l'esistenza di distorsioni può impedire la crescita delle imprese più produttive e la liquidazione di quelle meno efficienti. In questo approfondimento sono affrontate unicamente le distorsioni tra settori.

### Andamento della produttività del lavoro e contributi dei fattori produttivi alla crescita del PIL nei principali paesi emergenti (1)



Fonte: elaborazioni su dati ILO, Banca Mondiale, Conference Board e FMI.

(1) Media ponderata con il PIL alle parità dei poteri di acquisto di Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Sudafrica e Turchia.

Stime basate sull'osservazione degli scostamenti delle produttività marginali del capitale e del lavoro dei diversi settori, rispetto a un benchmark di concorrenza perfetta sul mercato dei fattori, permettono sia di valutare l'esistenza di frizioni – che frenano l'assorbimento di risorse da parte dei settori più produttivi – sia di calcolarne le implicazioni per la produttività dell'intera economia. Nelle economie emergenti gli ostacoli a un'allocazione efficiente delle risorse tra settori appaiono più difficili da superare rispetto a quelli dei paesi avanzati, con gravi perdite in termini di valore aggiunto. A parità di quantità di capitale e di lavoro, un'allocazione più efficiente di questi fattori (soprattutto del capitale) consentirebbe di migliorare la PTF fino al 40 per cento in India, al 30 in Cina, al 28 in Messico<sup>2</sup>.

Nel decennio scorso nei paesi emergenti, e particolarmente in Cina, la rapida accumulazione di capitale, se da un lato ha contribuito a innalzare la produttività del lavoro, dall'altro ha favorito soprattutto l'espansione di settori con un minore rendimento marginale del capitale. Si stima che nel 2010, ultimo anno per cui si dispone di informazioni complete, oltre la metà dei mancati guadagni di PTF in Cina fossero attribuibili a un'inefficiente allocazione del capitale tra settori (la parte restante sarebbe dovuta all'inefficiente allocazione del lavoro). Vi ha contribuito tra l'altro il sottosviluppo dei mercati finanziari, che tende a penalizzare i settori con un elevato fabbisogno di finanziamenti esterni alle imprese come quelli in cui è maggiore il rapporto tra la spesa per investimenti e il valore aggiunto, o i settori con un più elevato rapporto tra spesa in ricerca e sviluppo e valore aggiunto. Nostre analisi mostrano che l'inefficiente allocazione del capitale risultante dallo scarso sviluppo finanziario potrebbe comportare in Cina una perdita di produttività totale compresa tra il 5 e l'8 per cento.

<sup>2</sup> D. Marconi e C. Upper, *Capital misallocation and financial development: a sector level analysis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Gli ostacoli all'efficiente allocazione delle risorse finanziarie destinate ai nuovi investimenti appaiono di particolare rilievo in paesi come la Cina, dove il crescente indebitamento delle imprese (con elevata quota di crediti deteriorati) da un lato e l'invecchiamento della popolazione dall'altro stanno riducendo i margini entro cui un'economia può crescere rapidamente pur non utilizzando le proprie risorse in modo efficiente.

La decelerazione dell'accumulazione nel settore privato è stata parzialmente compensata dall'aumento degli investimenti pubblici in infrastrutture, cresciuti del 10 per cento nella media dell'anno. Le politiche di sostegno sono state finanziate attraverso le banche di sviluppo pubbliche e un impiego massiccio da parte dei governi provinciali di accordi di tipo pubblico-privato, con un considerevole incremento delle passività nei bilanci delle amministrazioni locali.

Nella media dell'anno l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto del 2 per cento (fig. 1.3.b); dallo scorso ottobre si è esaurita una lunga fase di caduta dei prezzi alla produzione durata oltre un quinquennio. In prospettiva la ripresa della dinamica dei prezzi potrebbe riverberarsi positivamente sulla redditività delle imprese e sulla loro capacità di onorare i debiti contratti. Il credito alle imprese ha rallentato, ma l'indebitamento ha raggiunto il 170 per cento del PIL, 70 punti percentuali in più rispetto al 2008. In un contesto di bassa redditività sono rapidamente aumentati i crediti deteriorati nei bilanci delle banche, il cui ammontare rimane tuttavia di valutazione incerta.

Nel 2016 le autorità hanno avviato un programma di conversione dei crediti bancari verso le imprese in capitale di rischio, cui possono accedere le aziende temporaneamente incapaci di servire il debito, ma solvibili nel medio e lungo termine. Il programma ha avuto sin qui scarso successo, sia per il numero limitato delle imprese che hanno i requisiti per accedervi, sia per la riluttanza delle banche a entrare nel capitale di rischio delle aziende in difficoltà.

Secondo le più recenti stime dell'FMI il disavanzo complessivo delle Amministrazioni pubbliche si è collocato al 3,7 per cento del PIL, il valore più elevato dell'ultimo trentennio. Il debito pubblico consolidato risulta nel complesso contenuto (attorno al 50 per cento del PIL), ma le finanze locali rimangono fragili e poco trasparenti.

La stabilizzazione della crescita ha consentito alla Banca centrale cinese di adottare una politica più restrittiva a partire dalla fine del 2016, con l'obiettivo di contenere l'espansione dei prestiti a breve termine sul mercato interbancario e al contempo di frenare i deflussi di capitali. Dallo scorso novembre la Banca centrale ha favorito un rialzo dei tassi sul mercato interbancario e ha introdotto nuove misure macroprudenziali volte a uniformare i requisiti di capitale per i prestiti fuori bilancio con quelli iscritti in bilancio. Tali interventi hanno tuttavia generato alcune tensioni sul mercato interbancario e su quello obbligazionario.

*India.* – La crescita del PIL si è mantenuta robusta, prossima al 7 per cento, grazie soprattutto al buon andamento dei consumi e al sostegno fornito dagli investimenti pubblici, che ha in parte compensato la debolezza di quelli privati. Questi ultimi hanno risentito anche di politiche di offerta del credito divenute più restrittive, in particolare

da parte delle banche pubbliche, che detengono oltre il 70 per cento degli attivi bancari e i cui bilanci sono gravati dall'emersione di nuove ingenti sofferenze.

Nell'ultimo bimestre dell'anno l'attività economica ha rallentato sensibilmente, risentendo della decisione dell'esecutivo di ritirare dalla circolazione oltre l'85 per cento delle banconote per sostituirle con nuove emissioni. L'operazione, finalizzata a contrastare la corruzione, il riciclaggio e l'economia sommersa, ha avuto ripercussioni temporanee soprattutto sulla spesa delle famiglie, ancora prevalentemente basata sull'uso del contante. Secondo le valutazioni della Banca centrale indiana, il programma – i cui effetti negativi sull'attività economica si sarebbero riassorbiti già nei primi mesi del 2017 – è stato portato a termine con successo<sup>3</sup>.

Dall'estate l'inflazione si è notevolmente ridotta, grazie al rallentamento della dinamica dei prezzi dei prodotti alimentari, scendendo ben al di sotto della soglia obiettivo del 5 per cento perseguita dalla Banca centrale, che ha così potuto mantenere un orientamento cautamente espansivo.

Nell'anno fiscale 2016-17 (terminante alla fine di marzo di quest'anno) l'indebitamento netto dell'Amministrazione centrale si è riportato sui livelli precedenti la crisi finanziaria globale, al 3,5 per cento del PIL. La riduzione è stata in parte compensata da un lieve rialzo di quello degli Stati federali, responsabili di un'ampia porzione della spesa per trasporti pubblici, sicurezza e sanità. È proseguita l'azione riformatrice promossa dal governo, con un riordino della tassazione indiretta volto a uniformare entro il 2017 le aliquote in tutto il paese.

*Brasile.* – Il prodotto si è contratto per il secondo anno consecutivo, del 3,6 per cento. Nonostante il miglioramento degli indici di fiducia, la domanda interna è rimasta debole, risentendo dell'elevato indebitamento di imprese e famiglie e della difficile situazione del mercato del lavoro. I consumi sono scesi del 4,3 per cento, gli investimenti di oltre il 10, con un calo complessivo di quasi il 30 per cento dall'inizio della crisi nel 2014. Tali andamenti hanno favorito una netta riduzione del disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. L'inflazione al consumo è diminuita al 4,1 per cento lo scorso aprile, beneficiando anche dell'apprezzamento del cambio. Il ritorno delle aspettative di inflazione all'obiettivo del 4,5 per cento ha consentito alla Banca centrale di avviare alla fine del 2016 una fase di distensione delle condizioni monetarie. Da ottobre ad aprile il tasso di riferimento è stato ridotto di 300 punti base (all'11,25 per cento). La difficile situazione economica ha determinato un deterioramento delle finanze pubbliche. Il disavanzo di bilancio è rimasto elevato (9 per cento del PIL) e il debito pubblico è salito al 78 per cento del prodotto. Per garantire la sostenibilità dei conti pubblici nel medio periodo, il Parlamento ha approvato una norma costituzionale che limita la crescita della spesa del governo centrale e ha avviato una discussione sulla riforma della previdenza.

*Russia.* – Nel 2016 il PIL è rimasto quasi stazionario, con una graduale attenuazione delle spinte recessive. La stabilizzazione dell'attività è stata favorita dalla risalita delle quotazioni petrolifere, da cui dipende oltre la metà degli introiti da esportazioni e

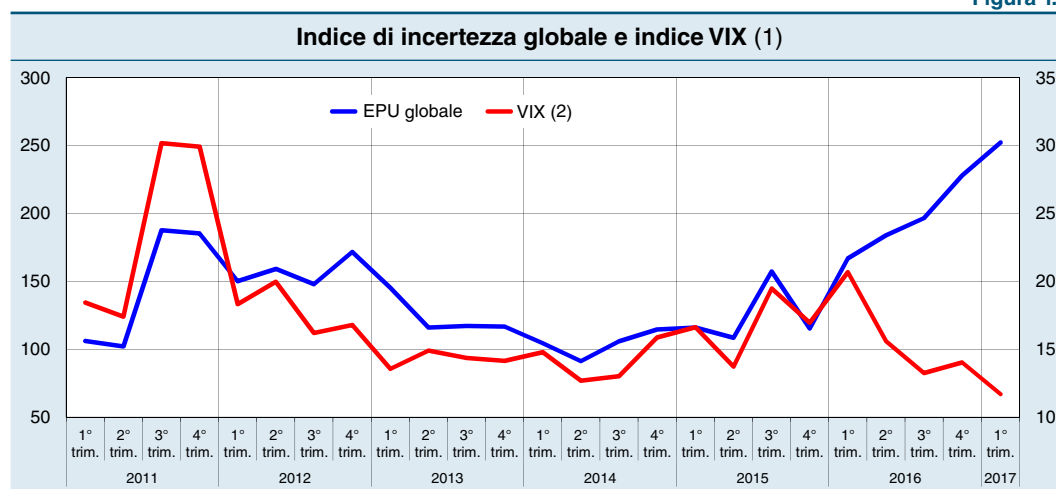
<sup>3</sup> Reserve Bank of India, *Macroeconomic impact of demonetisation. A preliminary assessment*, marzo 2017.

delle entrate fiscali del paese. La rapida discesa dell'inflazione verso l'obiettivo fissato dalla Banca centrale (4,0 per cento) ha consentito un progressivo allentamento delle condizioni monetarie. Secondo le previsioni dell'autorità monetaria, il prodotto tornerà a espandersi nel prossimo quinquennio, ma a un ritmo molto contenuto (compreso tra l'1 e il 2 per cento), per effetto della scarsa diversificazione produttiva del paese e delle misure di consolidamento fiscale necessarie a garantire la sostenibilità dei conti pubblici in un contesto di prezzi del petrolio destinati a rimanere su livelli più contenuti rispetto al passato.

### I mercati finanziari e valutari

Nel corso del 2016 la volatilità sui mercati finanziari si è complessivamente ridotta, anche se è cresciuta temporaneamente in concomitanza con l'esito del referendum sulla Brexit in giugno e delle elezioni statunitensi in novembre. La riduzione della volatilità sui mercati finanziari si è accompagnata tuttavia a un forte aumento dell'incertezza sulle politiche economiche misurata dagli indicatori più utilizzati come l'*economic policy uncertainty index (EPU index)*; cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'incertezza sulle politiche economiche e nei mercati finanziari dei paesi avanzati*, in *Bollettino economico*, 2, 2017). L'andamento divergente delle due misure, proseguito nel primo trimestre del 2017, è atipico nel confronto storico: in passato le loro dinamiche sono state in genere correlate positivamente (fig. 1.4).

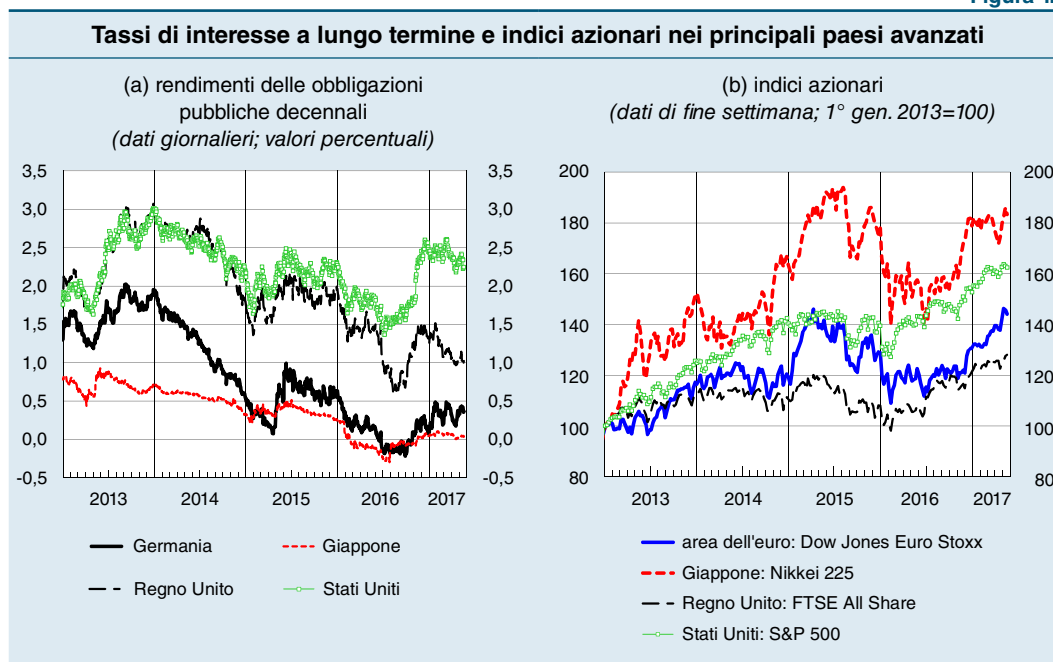
Figura 1.4



Fonte: EPU index e Thomson Reuters Datastream.  
(1) Dati trimestrali; numero indice e punti percentuali. – (2) Scala di destra.

Durante l'estate in tutte le maggiori aree si è invertito il calo dei tassi di interesse a lungo termine in atto dalla metà del 2015 (fig. 1.5.a). Il forte incremento negli Stati Uniti è riconducibile al progressivo miglioramento congiunturale, che ha indotto una lieve ripresa delle aspettative di crescita e di inflazione e, insieme alle attese di una politica fiscale più espansiva, ha consentito una più rapida rimozione dello stimolo monetario e un aumento della propensione al rischio; ciò ha determinato uno spostamento degli investitori verso il mercato azionario. Nelle altre principali economie avanzate l'incremento dei tassi a lungo termine è stato in parte contrastato dall'azione delle politiche monetarie. In particolare in Giappone il nuovo assetto della politica monetaria ha mantenuto i rendimenti a dieci anni prossimi allo zero.

Figura 1.5



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

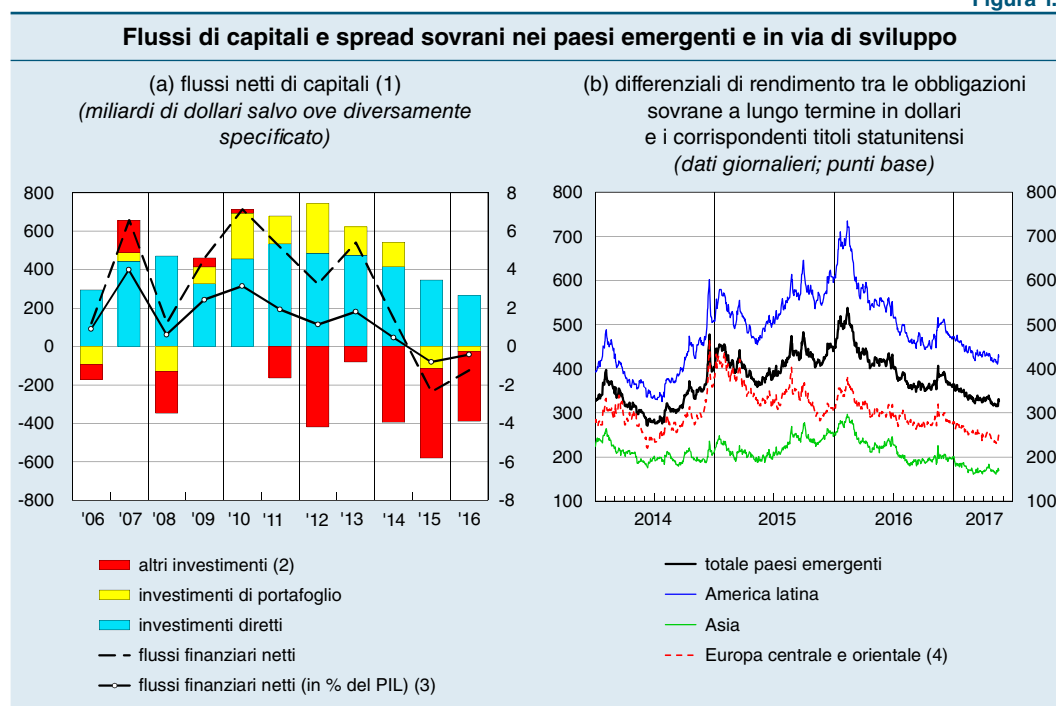
Nel 2016, dopo le forti riduzioni nei primi mesi dell'anno, gli indici azionari sono aumentati in tutte le principali aree, in connessione con il venire meno di timori di un forte rallentamento dell'economia globale: negli Stati Uniti e nel Regno Unito le quotazioni sono cresciute rispettivamente del 10 e del 12 per cento, raggiungendo nuovi massimi storici nei primi mesi del 2017; hanno recuperato interamente le perdite di inizio periodo in Giappone e nell'area dell'euro e, in quest'ultima, i rialzi sono proseguiti nel 2017; tutti i mercati hanno risentito solo temporaneamente degli episodi di incremento della volatilità (fig. 1.5.b).

Le quotazioni dei titoli del comparto bancario sono aumentate negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre sono diminuite in Giappone e nell'area dell'euro; in quest'ultima hanno tuttavia più che recuperato le perdite nei primi mesi del 2017. La crescita della tolleranza per il rischio, favorita dal miglioramento delle prospettive economiche, ha spinto verso il basso i tassi delle obbligazioni *high yield* negli Stati Uniti. Il rialzo dei prezzi del petrolio, sospinti dalla ripresa della domanda, ha sostenuto i titoli del settore energetico, che hanno recuperato nel corso del 2016 la maggior parte delle forti perdite registrate nel 2015 (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, i prezzi delle materie prime e le bilance dei pagamenti*).

Tra l'inizio di gennaio e la fine di ottobre dello scorso anno il dollaro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti dell'euro; dopo le elezioni statunitensi si è apprezzato del 4,4 per cento, riflettendo aspettative di una più rapida normalizzazione della politica monetaria. In quest'ultimo periodo la valuta statunitense si è rafforzata anche rispetto allo yen (12,7 per cento), dopo essersi deprezzata del 14,6 per cento nei primi dieci mesi dell'anno. Nel 2016 l'apprezzamento nei confronti della sterlina è stato del 20 per cento, concentrato nel periodo successivo al referendum sulla Brexit. In termini effettivi nominali l'euro, il dollaro e lo yen si sono leggermente rafforzati (in misura compresa tra il 2 e il 6 per cento); la sterlina si è invece fortemente deprezzata (del 14,7 per cento).

Le condizioni finanziarie nei paesi emergenti sono progressivamente migliorate. Nel complesso dell'anno i deflussi netti di capitali si sono attenuati (fig. 1.6.a), beneficiando principalmente della dinamica dei deflussi di capitali dalla Cina, che le autorità del paese hanno contrastato inasprendo le misure amministrative di controllo. I premi per il rischio sovrano sono diminuiti (fig. 1.6.b).

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati FMI, Thomson Reuters Datastream e JP Morgan Chase Bank.

(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area; esclude le variazioni delle riserve ufficiali, così come gli altri flussi riconducibili al settore ufficiale. – (2) Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività. – (3) Scala di destra. – (4) Inclusa la Russia.

Le valute dei paesi emergenti si sono per la maggior parte deprezzate nei confronti del dollaro, anche in risposta all'avvio della normalizzazione della politica monetaria statunitense; il peso messicano e la lira turca hanno perso oltre il 17 per cento. Hanno fatto eccezione le monete dei paesi esportatori di materie prime, che hanno beneficiato del recupero delle quotazioni. Il renminbi si è deprezzato del 6,5 per cento nei confronti del dollaro, nonostante gli interventi delle autorità a sostegno del cambio; le riserve ufficiali del paese sono scese a 3.100 miliardi di dollari, il valore più basso dal 2010. Gli indici azionari, ad eccezione di quelli cinesi, hanno registrato rialzi consistenti, in particolare nei paesi esportatori di materie prime, come Brasile e Russia.

## 2. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE BILANCE DEI PAGAMENTI

Il commercio mondiale nel 2016 è cresciuto ancora in misura modesta, risentendo della debolezza degli investimenti comune a economie avanzate ed emergenti. Nel quarto trimestre la ripresa ciclica dell'attività su scala globale si è invece tradotta in un'accelerazione marcata degli scambi commerciali, che potrebbe proseguire nell'anno in corso.

L'eccesso di offerta che ha caratterizzato il mercato del petrolio nello scorso biennio si è progressivamente riassorbito, favorendo un rialzo dei corsi dai minimi dell'inizio dell'anno. Il taglio della produzione annunciato in novembre dal cartello dell'OPEC ha accelerato il riassorbimento dell'ampio stock di scorte di greggio globali; tuttavia, sostenendo i prezzi, ha anche innescato la riattivazione dell'offerta da parte dei produttori non convenzionali negli Stati Uniti.

Si è interrotto il ribasso dei corsi delle materie prime non energetiche, per effetto soprattutto della ripresa della domanda a livello internazionale e della politica di bilancio espansiva della Cina, che ha spinto in particolare gli investimenti in infrastrutture e le costruzioni (cfr. il capitolo 1: *Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali*).

Gli squilibri di parte corrente sono rimasti nel complesso inalterati. Tra le economie emergenti è proseguito il peggioramento dei saldi dei paesi più dipendenti dalle esportazioni di petrolio; tra le economie strutturalmente in avanzo si è ridimensionato il saldo della Cina, ma si sono ampliati quelli del Giappone e dell'area dell'euro.

Le riserve valutarie cinesi sono scese ancora marcatamente in seguito a ripetuti interventi delle autorità volti a contrastare le aspettative di deprezzamento del cambio del renminbi. Il calo si è interrotto alla fine dello scorso anno, grazie anche all'introduzione di nuovi controlli sui deflussi di capitali.

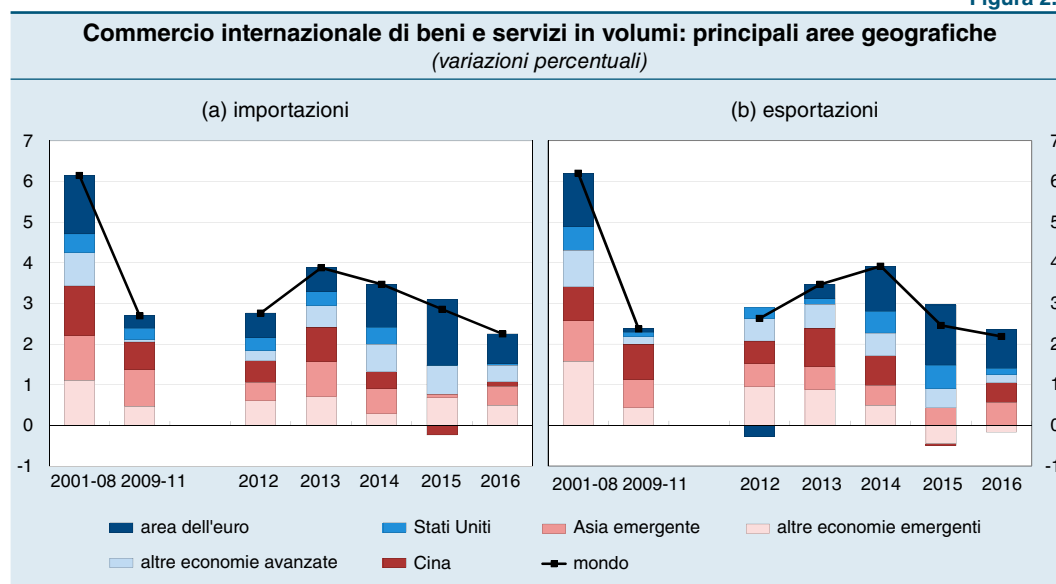
### *Il commercio internazionale*

Il commercio mondiale di beni e servizi nel 2016 ha rallentato; il tasso di crescita si è portato al 2,2 per cento, contro il 2,7 del 2015. La dinamica degli scambi è risultata inferiore di quasi un punto rispetto a quella del prodotto, nonché alle previsioni formulate all'inizio dell'anno dalle istituzioni internazionali, che hanno nuovamente sovrastimato l'elasticità del commercio all'attività economica<sup>1</sup>. Nonostante il recupero dell'interscambio

<sup>1</sup> A. Borin, V. Di Nino, M. Mancini e M. Sbracia, *The cyclical elasticity of trade*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

in Asia, trainato dalla ripresa delle importazioni cinesi, hanno pesato la minore crescita degli scambi nell'area dell'euro e il loro ulteriore ristagno negli Stati Uniti (fig. 2.1).

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2017.

Nel quarto trimestre dell'anno, con il consolidarsi dell'attività nelle principali economie avanzate, il commercio mondiale ha segnato una netta accelerazione, che è proseguita anche all'inizio dell'anno in corso.

In Cina, dopo il crollo segnato nel 2015, l'interscambio commerciale si è ripreso, più decisamente dal lato delle importazioni (5,5 per cento nel 2016, in volume): vi hanno contribuito soprattutto l'orientamento espansivo della politica di bilancio e la crescita robusta dei consumi, mentre la componente delle importazioni attivata dalle esportazioni è stata meno vivace, riflettendo la debolezza della domanda estera.

*Le iniziative di liberalizzazione.* – Il 2016 ha segnato una battuta d'arresto per le principali iniziative di liberalizzazione commerciale. In seguito all'insediamento della nuova amministrazione statunitense, è venuta meno la prospettiva di avvio del *Trans-Pacific Partnership Agreement* (TPP) tra i 12 maggiori paesi affacciati sul Pacifico esclusa la Cina, e si sono interrotti i negoziati sul *Transatlantic Trade and Investment Partnership Agreement* (TTIP) tra Stati Uniti ed Unione europea. È inoltre in discussione al Congresso statunitense la riforma della tassazione di impresa, compresa l'ipotesi di un diverso trattamento delle transazioni con l'estero (*border tax adjustment*), con possibili rilevanti ripercussioni sulle ragioni di scambio degli Stati Uniti.

Nell'ambito degli accordi multilaterali risulta particolarmente difficile estendere le liberalizzazioni del commercio ai servizi, agli investimenti e alla protezione dei diritti di proprietà intellettuale. Tali estensioni – che, unitamente all'armonizzazione della regolamentazione e degli standard tecnici di produzione e alla risoluzione delle controversie tra investitori e Stati, sono essenziali per favorire la creazione di nuove catene globali del valore – pongono sfide rilevanti. Nondimeno lo scorso febbraio è

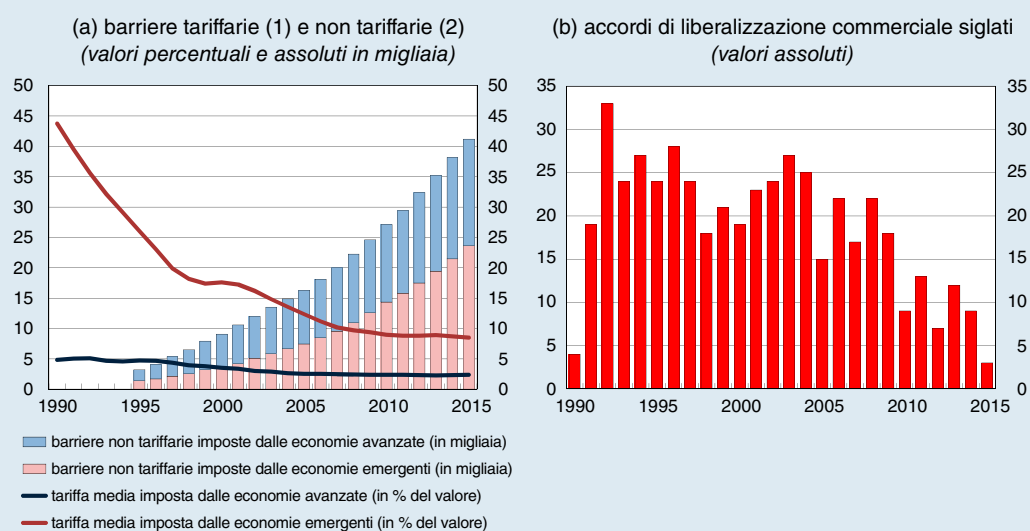
stato concluso l'accordo economico e commerciale tra l'Unione europea e il Canada (*Comprehensive Economic and Trade Agreement, CETA*), che prevede l'abbattimento pressoché completo delle barriere tariffarie sul commercio di beni, un'apertura reciproca del comparto dei servizi, nonché un accesso più facile ai rispettivi mercati degli appalti pubblici e agli investimenti. L'accordo deve essere ratificato dai singoli Stati europei, un processo che potrebbe rivelarsi lungo e non privo di difficoltà anche alla luce della crescente opposizione alla globalizzazione in Europa (cfr. il riquadro: *I timori per l'apertura commerciale e l'esposizione alle conseguenze della globalizzazione*).

## I TIMORI PER L'APERTURA COMMERCIALE E L'ESPOSIZIONE ALLE CONSEGUENZE DELLA GLOBALIZZAZIONE

Il processo di integrazione economica internazionale, che ha prodotto negli ultimi settant'anni significativi benefici sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti, sembra avere perso slancio. Per gran parte degli anni ottanta e novanta il grado di apertura delle economie mondiali è cresciuto, ma dalla metà dello scorso decennio il processo ha decelerato (cfr. il riquadro: *La debolezza del commercio mondiale e il ruolo delle catene globali del valore* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2014). La riduzione delle barriere tariffarie si è pressoché arrestata; le barriere non tariffarie sono aumentate (figura A, pannello a). Nello stesso periodo anche la conclusione di accordi di libero scambio è divenuta meno frequente (figura A, pannello b).

Figura A

### Politiche commerciali: 1990-2015



Fonte: elaborazioni su dati Banca Mondiale, WTO e Design of Trade Agreements Database.

(1) Media mobile a 3 mesi delle tariffe imposte dai paesi, pesate per il livello del PIL in dollari nel 2010 (dati desunti da FMI, *World Economic Outlook*); i paesi emergenti includono Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico e Russia; i paesi avanzati comprendono Canada, Giappone, Stati Uniti e i membri dell'Unione europea. - (2) Dati disponibili dal 1995.

Il fenomeno è in una certa misura fisiologico: l'apertura commerciale di alcune economie, prima fra tutte la Cina, ha rappresentato un evento irripetibile, che ha imposto al processo di globalizzazione un'accelerazione forte ma temporanea. Tuttavia il rallentamento riflette anche un crescente peso di posizioni scettiche sulle politiche di integrazione internazionale nell'opinione pubblica dei paesi avanzati.

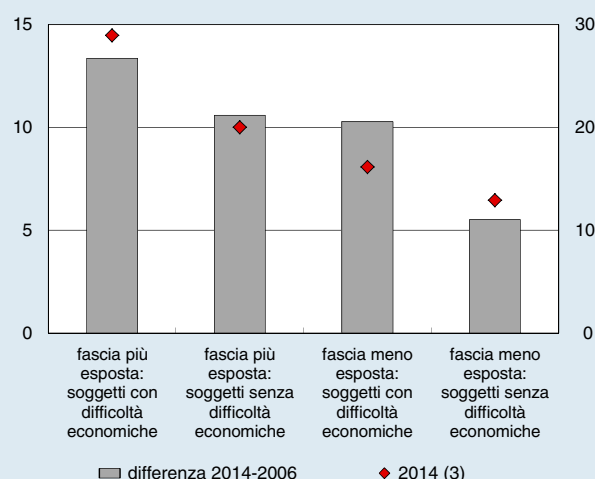
Secondo un'ampia letteratura economica, la domanda di protezione rispetto alle pressioni competitive internazionali si concentra tra le categorie di lavoratori nei confronti delle quali la globalizzazione ha comportato stagnazione salariale e deterioramento delle prospettive di impiego<sup>1</sup>. Tali lavoratori sono occupati in prevalenza nel settore della manifattura e sono per lo più caratterizzati da bassa qualificazione professionale<sup>2</sup>. La crisi economica, acuendo il disagio sociale, avrebbe contribuito a consolidare le istanze di protezione.

Alla globalizzazione vengono talvolta attribuiti anche parte degli effetti redistributivi riconducibili al progresso tecnologico<sup>3</sup>; ciò può dipendere dal fatto che le conseguenze dell'apertura commerciale sono più immediatamente visibili e generalmente più concentrate in alcuni settori e aree rispetto a quelle, più pervasive, dell'introduzione di innovazioni tecnologiche.

Una nostra analisi ricostruisce l'orientamento di un campione rappresentativo di cittadini europei nei confronti dell'apertura commerciale<sup>4</sup>. Alle fasce della popolazione più esposte alla globalizzazione è ascrivibile gran parte della crescita del sostegno verso il protezionismo osservata tra il 2006 e il 2014. Le fasce più deboli già all'inizio del periodo mostravano un atteggiamento più critico verso il libero scambio rispetto alla media della popolazione; il divario si è ulteriormente ampliato nel periodo in analisi, soprattutto per quanti riportavano difficoltà economiche a livello familiare (figura B). L'evidenza suggerisce che il peggioramento delle condizioni cicliche durante la doppia recessione abbia contribuito a

Figura B

**Quota di individui favorevoli al protezionismo secondo il livello di esposizione alla globalizzazione e le condizioni economiche familiari (1) (2)**  
(valori percentuali)



Fonte: C. Biancotti, A. Borin e M. Mancini, *Euro-scepticism: another brick in the wall*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

(1) La fascia più esposta comprende i lavoratori con un basso livello di istruzione, addetti a mansioni manuali e ripetitive; quella meno esposta, professionisti e dirigenti con elevato livello di istruzione. – (2) Le condizioni economiche familiari sono misurate dalle valutazioni soggettive degli intervistati circa l'adeguatezza alle proprie necessità del reddito percepito. – (3) Scala di destra.

<sup>1</sup> D. Autor, D. Dorn, G. Hanson e K. Majlesi, *Importing political polarization? The electoral consequences of rising trade exposure*, NBER Working Paper, 22637, 2016; I. Colantone e P. Stanig, *The trade origins of economic nationalism: import competition and voting behavior in Western Europe*, Baffi Carefin Centre Research Paper, 49, 2017; L. Guiso, H. Herrera, M. Morelli e T. Sonno, *Demand and supply of populism*, CEPR Discussion Paper, 11871, 2017.

<sup>2</sup> D. Autor, D. Dorn e G. Hanson, *The China syndrome: local labor market effects of import competition in the United States*, *American Economic Review*, 103, 6, 2013, pp. 2121-2168.

<sup>3</sup> E. Helpman, *Globalization and wage inequality*, NBER Working Paper, 22944, 2016.

<sup>4</sup> Dati tratti dalla *European social survey*, un'indagine sulle caratteristiche socioeconomiche e sugli orientamenti culturali, politici e valoriali dei cittadini europei (cfr. C. Biancotti, A. Borin e M. Mancini, *Euro-scepticism: another brick in the wall*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione).

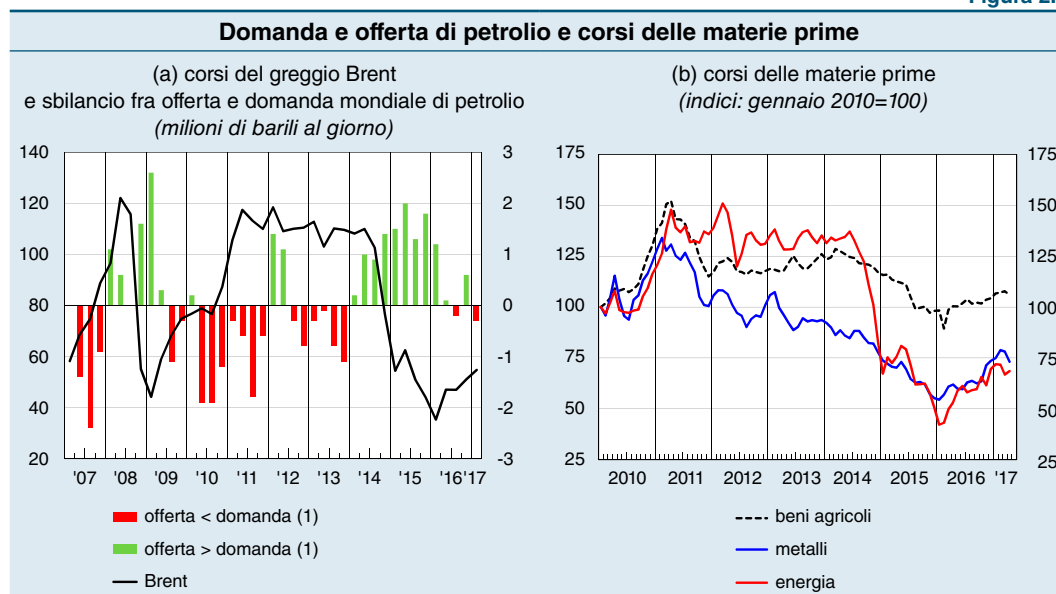
spiegare l'aumento dell'avversione all'apertura commerciale osservato da parte di questi gruppi sociali.

Dai dati emerge inoltre che tali gruppi sono i meno favorevoli al progetto alla base dell'Unione europea, la cui dimensione chiave è la condivisione tra Stati membri delle quattro libertà (circolazione di persone, beni, servizi e capitali): attraverso queste ultime si sostanziano infatti i processi di integrazione internazionale. Come per la liberalizzazione commerciale, l'aumento dell'avversione nei confronti della UE appare direttamente correlato al peggioramento delle condizioni economiche durante la crisi.

### I prezzi e i mercati delle materie prime

*Il prezzo del petrolio.* – Nel 2016 si è attenuato l'eccesso di offerta sul mercato globale del petrolio accumulatosi nel biennio precedente (cfr. fig. 2.2.a) La drastica caduta dei corsi, iniziata nella seconda metà del 2014, si è interrotta. Le quotazioni, dopo aver raggiunto un minimo di 25 dollari al barile nel gennaio dello scorso anno, sono risalite oltre i 50 dollari alla fine di dicembre, sospinte anche dall'annuncio dei tagli alla produzione concordati dal cartello dell'OPEC e da alcuni altri produttori. Le scorte di greggio, misurate dall'International Energy Agency (IEA) per i soli paesi dell'OCSE, dopo aver raggiunto i valori massimi nel terzo trimestre, nell'ultima parte dell'anno hanno cominciato a diminuire.

Figura 2.2



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni su dati FMI e IEA.  
(1) Scala di destra.

Beneficiando di quotazioni ancora contenute e del consolidarsi dell'attività globale, la domanda mondiale di petrolio è rimasta robusta, aumentando di 1,6 milioni di barili al giorno (MBG) sull'anno precedente. L'offerta è cresciuta assai meno (0,3 MBG): l'incremento della produzione dei paesi del Medio Oriente, volto a limitare il calo dei proventi energetici dovuto ai bassi corsi del petrolio, è stato

compensato dalla minore produzione nei paesi non aderenti all'OPEC (-0,8 MBG). Negli Stati Uniti il calo in atto dal 2015 è proseguito fino alla metà dell'anno; a partire dall'estate, in risposta alla progressiva ripresa dei corsi, l'offerta di greggio è tornata a salire, riflettendo anche i netti guadagni di produttività conseguiti nel frattempo dai produttori non convenzionali statunitensi<sup>2</sup>.

Lo scorso novembre i paesi dell'OPEC hanno concordato una riduzione dell'offerta di greggio da effettuare nel 2017, cui si sono successivamente associati anche altri paesi produttori come la Russia. L'annuncio dell'accordo, che nel complesso prevede un taglio di 1,8 MBG, ha innescato un rialzo dei corsi del petrolio. Vi ha corrisposto anche un sensibile aumento delle vendite a termine da parte dei produttori statunitensi che, avendo così coperto la propria esposizione a oscillazioni dei corsi nel 2017, potrebbero in parte compensare la riduzione dell'offerta proveniente dall'OPEC.

Dall'inizio del 2017 le quotazioni del petrolio hanno oscillato attorno ai 50 dollari al barile, con una volatilità più marcata in occasione della diffusione di dati sulla produzione e sull'accumulo delle scorte negli Stati Uniti, nonché sull'eventuale estensione dell'accordo tra i paesi dell'OPEC.

*I corsi delle altre materie prime.* – I corsi delle materie prime non petrolifere hanno interrotto la flessione in atto da un quinquennio (fig. 2.2.b). I metalli industriali hanno beneficiato dell'aumento della domanda proveniente dalla Cina nonché, dalla fine dell'anno, delle attese di espansione della spesa in infrastrutture annunciata dalla nuova amministrazione statunitense. I tagli alla produzione operati da diverse compagnie minerarie nel biennio precedente hanno fornito un ulteriore sostegno alle quotazioni. I corsi dei beni agricoli hanno segnato un incremento modesto (3 per cento nella media dell'anno). La dinamica dei prezzi è stata frenata dal susseguirsi di revisioni al rialzo delle stime sui raccolti in molte aree del pianeta.

### *Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti*

Nel 2016 gli squilibri globali di parte corrente sono risultati nel complesso sostanzialmente stabili: all'ampliamento dei saldi correnti nelle economie avanzate è corrisposta una compressione in quelle emergenti (fig. 2.3.a).

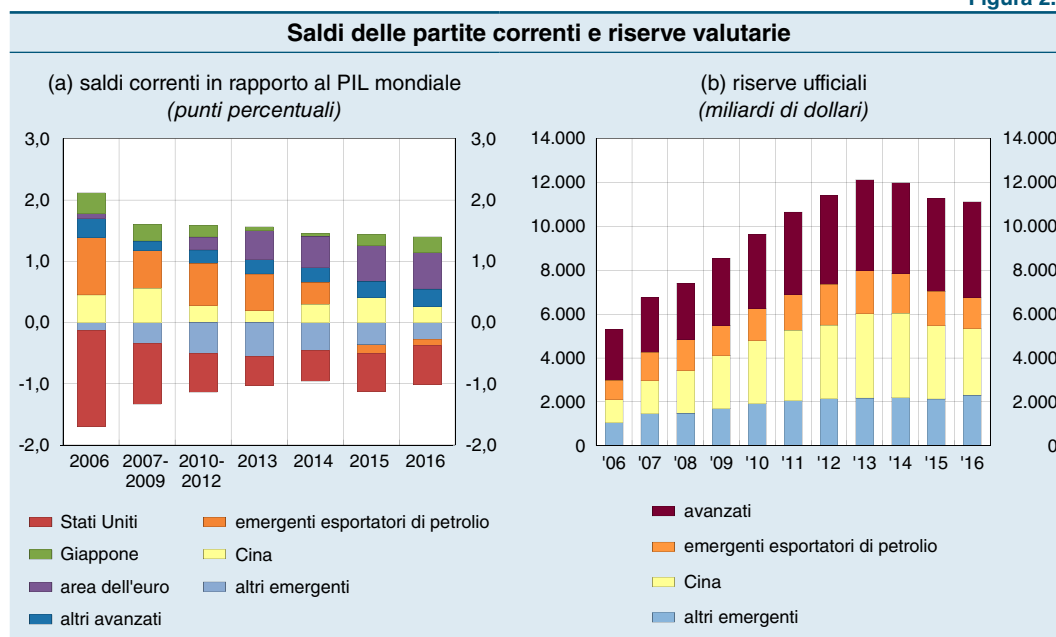
In Cina l'avanzo di conto corrente è sceso all'1,8 per cento del PIL, con una caduta di un punto percentuale rispetto al 2015. Al peggioramento dell'interscambio commerciale si è accompagnato l'aumento del disavanzo nella bilancia dei servizi, all'interno della quale la crescita delle spese all'estero per turismo potrebbe almeno in parte nascondere una fuoriuscita di capitali.

I paesi esportatori di petrolio, storicamente in avanzo, hanno registrato per il secondo anno consecutivo un deficit di parte corrente (1,7 per cento del PIL nel 2016), finanziato sia con un'ulteriore cessione di riserve ufficiali sia con il ricorso all'indebitamento sull'estero attraverso nuove emissioni sui mercati internazionali. Le

<sup>2</sup> FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2017.

altre economie emergenti hanno ridotto i propri disavanzi, prevalentemente per effetto della riduzione del prezzo del greggio importato.

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2017.

L'avanzo del Giappone, sospinto dal miglioramento delle ragioni di scambio è cresciuto ancora, ritornando sui livelli precedenti la crisi finanziaria globale (3,9 per cento del prodotto). Anche il surplus dell'area dell'euro è nuovamente salito, portandosi al 3,4 per cento del PIL, grazie soprattutto a quello tedesco (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*). Il disavanzo degli Stati Uniti è rimasto stabile al 2,6 per cento del prodotto: il saldo commerciale è ancora migliorato per effetto della componente energetica, ormai vicina al pareggio, e ha così più che compensato il peggioramento nel comparto dei servizi e dei redditi.

*Le riserve valutarie.* – Nel 2016 le riserve detenute dal complesso delle economie emergenti sono diminuite, seppur meno che nel 2015 (fig. 2.3.b): da un lato i paesi emergenti importatori di petrolio, beneficiando delle più favorevoli ragioni di scambio, sono tornati ad accumulare riserve (171 miliardi in più rispetto al 2015); dall'altro i paesi esportatori di petrolio hanno fatto ancora ricorso a cessioni di riserve (per 146 miliardi) per contrastare le pressioni al deprezzamento delle proprie valute. In Cina il calo delle riserve è proseguito (315 miliardi), con un'accelerazione nello scorcio dell'anno, in connessione con l'accentuarsi dei deflussi di capitale, prevalentemente attribuibili ai residenti. Nel primo trimestre del 2017 il decumulo delle riserve cinesi si è arrestato, in seguito a degli interventi delle autorità sul mercato valutario domestico e offshore e a controlli più stretti sui movimenti di capitale.

È continuata la ricomposizione delle attività sull'estero della Cina, superiori a 6.400 miliardi di dollari alla fine del 2016: nel biennio scorso, all'ingente riduzione dello stock di riserve ufficiali (di oltre 800 miliardi di dollari), è corrisposto un aumento

delle attività detenute dal settore privato. Tale rialzo è riconducibile quasi per metà all'incremento degli investimenti diretti all'estero, che hanno superato il 20 per cento del totale delle attività sull'estero alla fine del 2016 (dal 14 alla fine del 2014).

*Risorse dell'FMI.* – Nel settembre 2016 il G20, sotto la presidenza della Cina, ha confermato il proprio sostegno al Fondo monetario internazionale (FMI) affinché continui a svolgere un ruolo centrale nella rete globale di sostegno finanziario (cfr. il riquadro: *Efficacia e adeguatezza della rete globale di sostegno finanziario* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2015). A tal fine i paesi membri del Fondo si sono impegnati a mantenere invariate su un orizzonte di medio periodo le risorse complessive (permanenti e temporanee). L'FMI, dotato di un livello di risorse adeguato a contrastare shock di natura finanziaria, può contribuire a contenere il costo del finanziamento sui mercati obbligazionari internazionali per le economie emergenti<sup>3</sup>.

Il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha deciso di rinnovare il *New Arrangement to Borrow* (NAB) – un accordo di prestito multilaterale attraverso il quale 40 paesi rendono disponibili risorse temporanee per un ammontare complessivo pari a 182 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP) – posticipandone la scadenza al 2022. Dallo scorso anno il ricorso a tale strumento potrebbe tuttavia risultare più complesso, in seguito alla decisione del Congresso degli Stati Uniti di consentire l'attivazione del NAB solo qualora l'ammontare delle risorse potenzialmente erogabili dall'FMI (*forward commitment capacity*, FCC) sia sceso sotto una soglia minima (100 miliardi di DSP). Lo scorso aprile la FCC era pari a 209 miliardi di DSP, a fronte dei 112 miliardi impegnati nell'assistenza ai paesi membri (circa la metà dei quali nel programma precauzionale a favore del Messico).

Nel corso del 2016 sono stati rinnovati numerosi accordi di prestito bilaterale dei paesi membri nei confronti dell'FMI, con un modello di governance che prevede un maggiore controllo da parte dei creditori: alla fine di aprile di quest'anno, 35 paesi si erano già impegnati a sottoscrivere nuovi accordi, per un totale di 300 miliardi di DSP; fra questi, la Banca d'Italia ha sottoscritto un accordo di prestito per 23,48 miliardi di euro (autorizzato dalla L. 19/2017).

<sup>3</sup> C. Maurini, *The IMF Safety Net and emerging markets' sovereign spreads*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 370, 2017.

### 3. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI E LE POLITICHE DI BILANCIO NELL'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro è proseguita la moderata ripresa dell'attività economica in atto dal 2014. Nel 2016 l'espansione del PIL è stata sostenuta dall'accelerazione degli investimenti e dei consumi; l'interscambio con l'estero ha fornito un apporto negativo. Nel primo trimestre dell'anno in corso il prodotto è aumentato dello 0,5 per cento sui tre mesi precedenti.

Nel 2016 l'inflazione al consumo è stata quasi nulla: 0,2 per cento in media d'anno, un risultato ben al di sotto di un livello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi della Banca centrale europea (BCE), che prevede il mantenimento del tasso di inflazione su valori inferiori ma vicini al 2 per cento su orizzonti di medio periodo. Nella seconda parte del 2016 e all'inizio dell'anno in corso la dinamica dei prezzi si è gradualmente rafforzata, superando di poco l'1 per cento in dicembre e toccando l'1,8 nel primo trimestre del 2017. L'aumento ha riflesso soprattutto la ripresa delle quotazioni del petrolio; l'inflazione al netto dei prodotti alimentari ed energetici è rimasta bassa, poco sotto all'1 per cento.

Secondo le stime della Commissione europea, l'orientamento della politica di bilancio dell'area è stato pressoché neutrale nel 2016; continuerebbe a mantenersi tale nell'anno in corso. È proseguito il dibattito sul ruolo della politica di bilancio a fini di stabilizzazione macroeconomica nell'area dell'euro.

Pochi progressi sono stati compiuti a seguito del rapporto dei cinque Presidenti diffuso nel 2015, finalizzato a rafforzare l'Unione monetaria dal lato politico ed economico. Il processo di completamento dell'Unione bancaria ha segnato una battuta d'arresto, risentendo delle differenze di opinioni tra i paesi che ritengono opportuna una maggiore condivisione dei rischi macroeconomici e quelli che reputano necessarie in primo luogo ulteriori misure prudenziali, quali il contenimento delle esposizioni sovrane delle banche. In occasione del sessantesimo anniversario della firma del Trattato di Roma, la Commissione ha pubblicato un libro bianco sul futuro dell'Unione europea (UE) nel quale vengono prospettati alcuni scenari alternativi.

#### *La fase ciclica*

Nel 2016 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto dell'1,8 per cento. In linea con gli andamenti del biennio precedente, il prodotto è stato sostenuto dalle componenti interne della domanda che hanno più che compensato il contributo negativo del commercio con l'estero (tav. 3.1).

L'attività ha continuato a espandersi in tutte le maggiori economie dell'area: a un tasso elevato in Spagna (3,2 per cento), all'1,9 in Germania, all'1,2 in Francia e allo 0,9

Tavola 3.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2014	2015	2016	2016				2017
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Francia (2)	0,9	1,1	1,2	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,3
Germania	1,6	1,7	1,9	0,7	0,5	0,2	0,4	0,6
Italia	0,1	0,8	0,9	0,4	0,1	0,3	0,2	0,2
Spagna (3)	1,4	3,2	3,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8
Area dell'euro (4)	1,2	2,0	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: quantità a prezzi 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 16 maggio. – (3) La variazione percentuale annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali grezzi. – (4) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19 paesi.

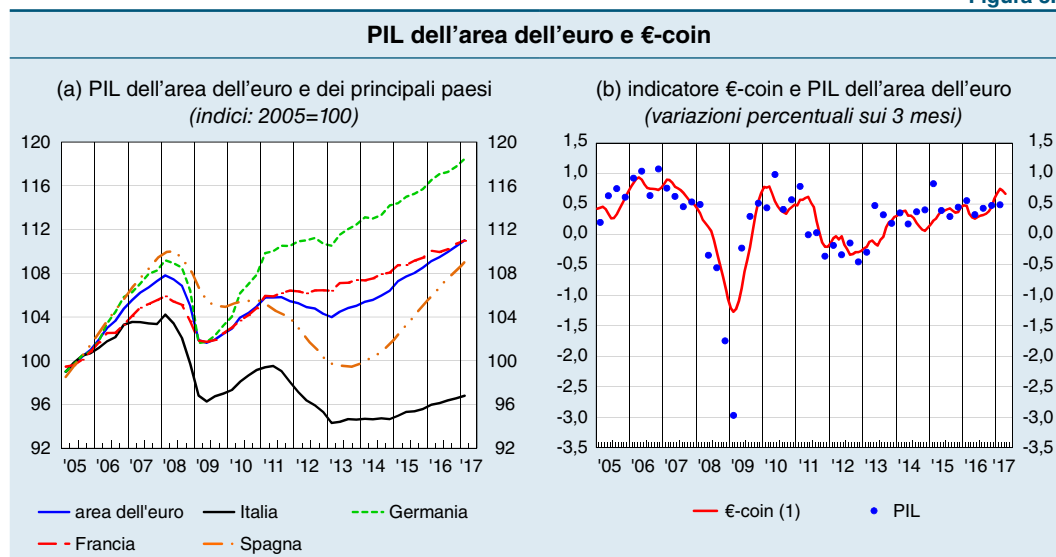
in Italia (fig. 3.1.a). Solo in Spagna l'apporto del commercio estero alla dinamica del PIL è stato positivo.

La spesa delle famiglie ha lievemente accelerato (al 2,0 per cento) beneficiando del consolidamento della fiducia e dell'aumento del reddito disponibile (1,9 per cento in termini reali), che ha riflesso a sua volta le migliori condizioni del mercato del lavoro.

Gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 3,7 per cento, grazie al rialzo della spesa per beni strumentali (5,1 per cento) e all'accelerazione di quella in costruzioni (2,4 per cento). L'accumulazione di capitale produttivo è stata sostenuta dalle condizioni di finanziamento, rimaste molto favorevoli, dal recupero dei margini di profitto, dal rafforzamento della fiducia delle imprese e, in Francia e in Italia, dagli incentivi volti a consentirne l'ammortamento accelerato ai fini fiscali. Gli investimenti nell'edilizia sono tornati a contribuire positivamente alla crescita del PIL in ciascuna delle quattro maggiori economie dell'area, per la prima volta da un decennio. Malgrado tali progressi gli investimenti totali rimangono ancora inferiori di quasi nove punti percentuali rispetto al livello massimo toccato prima della crisi.

Le esportazioni, che nei conti nazionali includono anche gli scambi fra i paesi dell'area, hanno segnato un incremento del 2,9 per cento, più che dimezzato rispetto al 2015. Sulla base delle stime desumibili dalle statistiche di commercio estero, il rallentamento è stato significativamente più marcato per le vendite verso i paesi esterni all'unione monetaria. Su queste ultime ha inciso la crescita ancora modesta della domanda potenziale rivolta alle merci dell'area, nel quadro di un indebolimento del commercio mondiale (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, i prezzi delle materie prime e le bilance dei pagamenti*). Gli effetti dei guadagni di competitività cumulati dal 2014 (il tasso di cambio effettivo nominale si è deprezzato di circa sette punti percentuali nel 2016 rispetto a due anni prima) hanno attenuato solo in parte questi andamenti. Le importazioni, anch'esse in decelerazione, sono cresciute del 4,0 per cento rispetto al 2015.

Il saldo di conto corrente è salito marginalmente, al 3,3 per cento in rapporto al PIL; vi ha concorso il miglioramento delle ragioni di scambio derivanti dalla riduzione, nella media dell'ultimo biennio, dei prezzi delle materie prime.



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: quantità a prezzi 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 2017*. La stima dell'indicatore di aprile 2017 precede la diffusione del dato di PIL relativo al 1° trimestre.

Nel primo trimestre del 2017 il prodotto dell'area è aumentato dello 0,5 per cento rispetto al periodo precedente; questo andamento è coerente con le proiezioni formulate dalla BCE in marzo, che prefigurano una crescita dell'1,8 per cento nell'anno in corso.

L'indicatore €-coin della Banca d'Italia, che fornisce una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, dopo una lieve diminuzione nella prima parte dello scorso anno si è costantemente rafforzato a partire da maggio, segnando una netta accelerazione in autunno grazie soprattutto al miglioramento della fiducia di famiglie e imprese; nella media del primo trimestre del 2017, sostenuto dal recupero dei corsi azionari, si è portato sui livelli massimi dal 2010 (0,72 per cento; fig. 3.1.b)<sup>1</sup>.

L'occupazione nell'area dell'euro è cresciuta dell'1,3 per cento nel 2016. L'aumento è stato particolarmente sostenuto in Spagna (2,7 per cento), ma rilevante anche in Italia, Germania e Francia (1,3, 1,2 e 0,7 per cento, rispettivamente). Il tasso di disoccupazione si è ridotto al 10,0 per cento, dal 10,9 dell'anno precedente; nel primo trimestre del 2017 si è attestato al 9,6 per cento (un punto percentuale al di sopra del livello medio nel decennio prima della recessione del 2008-09).

## I prezzi e i costi

Nella media del 2016 l'inflazione nell'area dell'euro, misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è risultata appena positiva (0,2 per cento), dopo essere

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

stata nulla nel 2015. La variazione dei prezzi sui dodici mesi si è progressivamente accentuata a partire dalla fine dell'estate, sino a toccare l'1,1 per cento in dicembre; all'inizio del 2017 si è ulteriormente rafforzata, in aprile ha raggiunto l'1,9 per cento (fig. 3.2).

Il recupero dell'inflazione al consumo nella seconda metà del 2016 è stato quasi interamente determinato dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici, il cui calo si è attenuato in estate e si è arrestato nell'ultima parte dell'anno. Nel primo trimestre del 2017 l'accelerazione dell'indice armonizzato è stata dovuta soprattutto alla

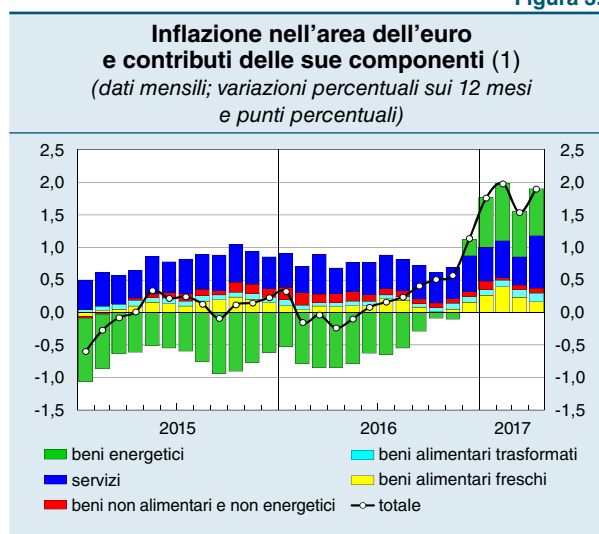
componente energetica e, in misura inferiore, a quella alimentare. L'inflazione di fondo, misurata al netto dei prodotti alimentari ed energetici, nel corso dell'anno è rimasta pressoché invariata sui valori molto bassi registrati nel 2015 (0,9 per cento nella media del 2016, da 0,8); è stata debole anche nei primi mesi del 2017. Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è cresciuto in misura modesta, dello 0,9 per cento nel 2016; i redditi per ora lavorata sono aumentati dell'1,5 per cento.

Nel 2016 la debole dinamica dei prezzi è stata comune a tutte le principali economie dell'area: la dispersione dell'inflazione armonizzata fra i paesi che adottano la valuta comune è diminuita, portandosi vicino ai livelli minimi dall'introduzione dell'euro. In Germania i prezzi sono saliti dello 0,4 per cento e in Francia dello 0,3, mentre in Italia e in Spagna sono lievemente diminuiti (-0,1 e -0,3 per cento, rispettivamente).

Il rischio di deflazione si è pressoché annullato (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*); resta tuttavia elevata la probabilità che l'inflazione continui a essere molto bassa. La valutazione di mercato della probabilità di deflazione in un orizzonte di cinque anni, stimata sulla base dei prezzi delle opzioni sull'inflazione, è vicina allo zero, mentre era di circa il 20 per cento nella media del primo trimestre del 2016 (cfr. il riquadro: *Il rischio di bassa inflazione nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 2, 2017); è attorno al 40 per cento la probabilità implicita che l'inflazione sia inferiore o uguale all'1 per cento; è quasi nulla quella di un'inflazione superiore al 2,5 per cento.

In prospettiva, secondo le previsioni della BCE diffuse lo scorso marzo, nel 2017 l'inflazione si attesterebbe all'1,7 per cento, per poi flettere appena, all'1,6 per cento, nel 2018 e portarsi all'1,7 nel 2019. Secondo le attese degli operatori professionali censite da Consensus Economics in maggio, la variazione dei prezzi sarebbe pari all'1,6 e all'1,4 per cento rispettivamente nel 2017 e 2018. Indicazioni di una dinamica più moderata provengono dalle misure delle attese di inflazione desumibili dai mercati finanziari (cfr. il riquadro: *La trasmissione del prezzo del petrolio alle attese di inflazione nell'area dell'euro*): in aprile le aspettative implicite sugli orizzonti di due e cinque anni erano vicine all'1 per cento.

Figura 3.2

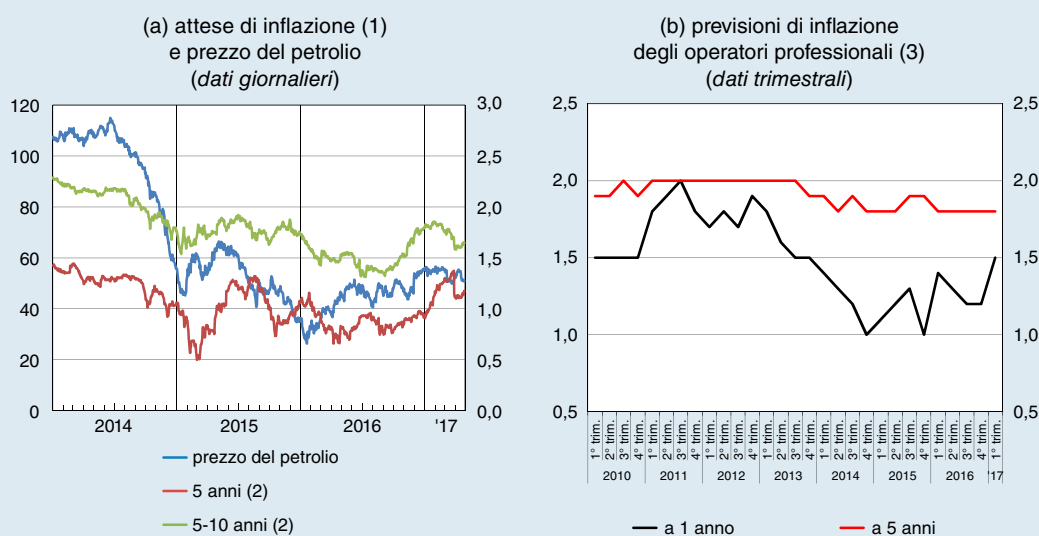


## LA TRASMISSIONE DEL PREZZO DEL PETROLIO ALLE ATTESE DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Diversi studi<sup>1</sup> documentano la significativa influenza della flessione dei prezzi del greggio negli ultimi anni sulle attese di inflazione di mercato, così come desumibili dai rendimenti degli *inflation swaps* per diversi orizzonti di investimento (figura, pannello a).

Figura

### Aspettative di inflazione nell'area dell'euro e corsi petroliferi



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e BCE.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swaps* con durata a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Scala di destra. – (3) Previsioni di inflazione formulate dagli operatori professionali interpellati nel sondaggio *Survey of Professional Forecasters*, condotto dalla BCE su base trimestrale.

Gli andamenti osservati nei rendimenti degli *inflation swaps* non dipendono solo dalle attese di inflazione degli investitori. Il confronto tra i primi e le previsioni degli operatori professionali, più stabili sugli orizzonti più lunghi (figura, pannello b), suggerisce infatti che la compensazione richiesta sul mercato per scambiare un tasso di interesse fisso con uno indicizzato all'inflazione ha probabilmente risentito non solo di variazioni nelle aspettative di inflazione ma anche di altri fattori, quali i mutamenti nelle condizioni di liquidità e nel premio per il rischio. Questa ipotesi è sostenuta da analisi<sup>2</sup> che spiegano parte del calo dei differenziali di rendimento nei contratti swap sugli orizzonti più lunghi con la riduzione dei premi per il rischio.

Buona parte di tale calo riflette però un'effettiva revisione dell'inflazione attesa; stime empiriche<sup>3</sup> confermano che l'effetto del prezzo del petrolio sulle aspettative

<sup>1</sup> D. Elliott, C. Jackson, M. Raczko e M. Roberts-Sklar, *Does oil drive financial market measures of inflation expectations?*, "Bank Underground", 20 ottobre 2015 (blog post).

<sup>2</sup> M. Pericoli, *A decomposition of inflation compensation in the euro area*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> C. Conflitti e R. Cristadoro, *Oil price and inflation expectations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

di inflazione è stato all'opera nell'area dell'euro non solo su orizzonti ravvicinati ma, dal 2014, anche su quelli più lontani. Ciò contrasta con la considerazione che una flessione una tantum del livello del prezzo del petrolio influenza direttamente l'inflazione solo nel breve termine, ma può essere spiegato dal diffondersi di timori che l'economia globale fosse in procinto di cadere in una situazione di ristagno secolare (cfr. il riquadro: *L'ipotesi di stagnazione secolare* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2014). Questi timori, in presenza di ridotti spazi di manovra per la politica monetaria convenzionale, avrebbero alimentato dubbi circa la capacità di conseguire l'obiettivo di inflazione e indotto i mercati a giudicare come persistenti i segnali di indebolimento della domanda e le conseguenti pressioni deflative.

Tale interpretazione trova sostegno nel significativo aumento della correlazione tra le aspettative di inflazione a breve e quelle a lungo termine, avvenuto nello stesso periodo, e nel fatto che l'impatto stimato del prezzo del petrolio sulle aspettative di inflazione a lungo termine non è significativo se tra le determinanti di queste ultime si considerano anche le misure dello scostamento tra andamento effettivo e atteso dell'economia (*economic surprise indexes*) e le variazioni degli indici di borsa. In questa prospettiva la correlazione tra prezzo del petrolio e inflazione attesa nel medio periodo non segnalerebbe un nesso diretto, ma testimonierebbe l'operare di fattori comuni, tra cui in particolare la prolungata debolezza delle condizioni cicliche correnti e prospettiche, europee e globali.

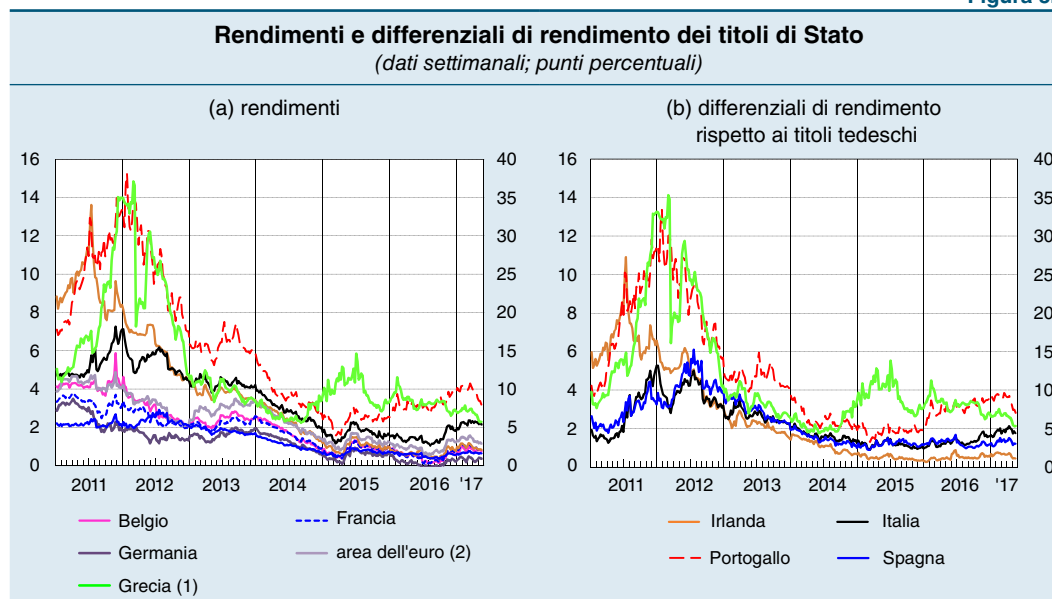
### *I mercati finanziari*

Le condizioni dei mercati finanziari nell'area dell'euro sono migliorate, nonostante episodi di volatilità connessi con l'aumento dell'incertezza sulle politiche economiche a livello europeo e globale. Al miglioramento hanno contribuito soprattutto il rafforzamento della crescita economica nell'area e l'orientamento assai espansivo della politica monetaria.

Nello scorso anno i rendimenti medi dei titoli di Stato dell'area sono rimasti molto bassi (attorno all'1,2 per cento sulla durata decennale; fig. 3.3.a). La spinta al rialzo proveniente dall'incremento dei rendimenti negli Stati Uniti è stata in parte contrastata dall'assetto espansivo della politica monetaria dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

Il programma di acquisto di titoli del settore societario da parte dell'Eurosistema (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) varato dalla BCE nel marzo del 2016 (cfr. il riquadro: *L'impatto degli acquisti di obbligazioni private da parte dell'Eurosistema* del capitolo 14) ha contribuito a mantenere bassi i rendimenti delle obbligazioni in euro delle società non finanziarie, i cui differenziali rispetto ai titoli di Stato si sono ridotti, e ha favorito emissioni per importi considerevoli.

I corsi azionari nell'area dell'euro hanno registrato forti cali nella prima metà del 2016, soprattutto in connessione con tensioni nel settore bancario europeo e con il referendum sull'uscita del Regno Unito dalla UE (Brexit). Nella seconda parte dell'anno si è assistito a un graduale recupero, alimentato dal consolidarsi della ripresa economica nell'area e dal persistere di condizioni monetarie molto accomodanti. Alla fine del 2016 gli indici generali dell'area dell'euro erano superiori, seppur di poco, ai livelli di inizio anno.



Fonte: BCE per l'area dell'euro; elaborazioni su dati Bloomberg per i singoli paesi.

(1) Scala di destra. – (2) Rendimenti medi dei titoli di Stato decennali dei paesi appartenenti all'area dell'euro, ponderati per l'importo in circolazione dei titoli con scadenza decennale.

Nei primi mesi del 2017 i mercati finanziari dell'area hanno beneficiato dell'ulteriore miglioramento delle condizioni congiunturali. Alla fine della seconda decade di maggio i corsi azionari erano saliti dell'11 per cento rispetto all'inizio dell'anno e i differenziali di rendimento sulle obbligazioni delle imprese erano ulteriormente diminuiti. Gli spread sui titoli di Stato dell'area, dopo essere cresciuti fino alla seconda decade di aprile, sono diminuiti dopo gli esiti dei due turni delle elezioni presidenziali francesi.

### *Le politiche di bilancio*

*L'orientamento della politica di bilancio.* – Sulla base delle più recenti stime della Commissione europea<sup>2</sup>, nel 2016 l'orientamento della politica di bilancio dell'area – misurato in termini di variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico – sarebbe stato neutrale, come nel biennio precedente (cfr. il riquadro: *La politica di bilancio nell'area dell'euro negli anni della crisi*).

L'orientamento complessivo deriva dall'aggregazione di politiche di bilancio nazionali che sono definite anche alla luce delle condizioni cicliche e della situazione dei conti pubblici di ciascun paese. Nel novembre 2015 la Commissione, che allora stimava per l'area una politica pressoché neutrale per il 2016, aveva valutato tale orientamento sostanzialmente adeguato alla luce sia della funzione di stabilizzazione macroeconomica, sia della necessità di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Se non diversamente indicato, i dati considerati sono desunti da Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2017.

<sup>3</sup> Commissione europea, *Documenti programmatici di bilancio per il 2016: valutazione globale*, COM(2015) 800 final, 2015.

Con riferimento alle maggiori economie, nel 2016 la politica di bilancio sarebbe stata neutrale in Francia e Germania ed espansiva in Italia e Spagna. In questi ultimi due paesi il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico sarebbe peggiorato rispettivamente di 0,6 e di 1,1 punti percentuali del PIL.

## LA POLITICA DI BILANCIO NELL'AREA DELL'EURO NEGLI ANNI DELLA CRISI

L'impulso fornito dalla politica di bilancio al sistema economico è tradizionalmente misurato dalle variazioni del saldo primario; queste derivano sia dall'operare di stabilizzatori automatici (che costituiscono la componente ciclica del saldo primario), sia da decisioni discrezionali dell'operatore pubblico (che determinano le variazioni del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, ossia l'orientamento della politica di bilancio)<sup>1</sup>.

Gli stabilizzatori automatici riducono l'ampiezza delle fluttuazioni cicliche dell'economia agendo prontamente e in maniera simmetrica nelle fasi favorevoli e in quelle sfavorevoli del ciclo. Quando l'economia cresce al di sotto del suo potenziale, gli stabilizzatori automatici determinano una riduzione del saldo primario che fornisce un impulso espansivo all'attività economica; ciò in quanto si riduce il gettito fiscale e aumentano le spese, ad esempio quelle per sussidi di disoccupazione. Nel caso opposto, quando l'economia si surriscalda, il loro operare genera un aumento del saldo primario che riduce la crescita del prodotto.

Durante i due decenni precedenti la crisi (cosiddetta Grande moderazione), l'idea predominante era che l'operare degli stabilizzatori automatici – assieme all'azione anticiclica della politica monetaria – fosse sufficiente a contenere gli effetti sull'economia degli shock macroeconomici. La profondità e la durata della crisi economica e finanziaria e l'emergere del rischio che una lunga recessione potesse avere conseguenze permanenti sul potenziale dell'economia hanno riaperto il dibattito circa la possibilità di utilizzare anche la politica di bilancio discrezionale in chiave anticiclica, in particolare fornendo un impulso espansivo finché il livello dell'attività economica rimane inferiore a quello potenziale, così da accelerare il riassorbimento dell'*output gap*.

In base alle stime della Commissione europea per l'*output gap*<sup>2</sup> e per la componente ciclica del bilancio pubblico, la variazione del saldo primario corretto per il ciclo è stata in media prossima allo zero negli anni della crisi nell'area dell'euro (2008-2016). Tale risultato aggregato nasconde tuttavia un'ampia eterogeneità sia nel tempo, sia tra paesi (figura).

Nel triennio 2008-2010, in presenza di una forte caduta del prodotto, le politiche di bilancio hanno operato in senso anticiclico, esercitando un impulso espansivo sull'economia: nell'aggregato dei paesi dell'area il saldo primario è infatti peggiorato di

<sup>1</sup> Nei documenti del Fondo monetario internazionale la variazione del saldo primario corretto per il ciclo viene indicata con il termine *fiscal impulse*. Correggendo il saldo primario anche per l'effetto di provvedimenti di natura temporanea si ottiene il saldo primario strutturale. La variazione di tale saldo definisce la *fiscal stance* nei documenti della Commissione europea.

<sup>2</sup> La misura dell'*output gap* usata in questo riquadro è quella derivante dalle stime della Commissione europea e non coincide necessariamente con quella relativa all'Italia riportata in altre parti della *Relazione annuale*.

quasi due punti in media all'anno, di cui oltre la metà riconducibile a interventi di natura discrezionale concordati nell'ambito dello *European Economic Recovery Plan* già a partire dalla fine del 2008. Le differenze tra paesi hanno riflesso le specificità in termini di impatto della crisi, di dimensione degli stabilizzatori automatici e della pregressa situazione dei conti pubblici. In Francia e in Germania il peggioramento del saldo primario è stato in media pari a un punto e mezzo all'anno nel triennio, di cui circa metà per interventi discrezionali. In Italia il peggioramento è stato meno marcato (poco oltre un punto all'anno) e la componente discrezionale è stata pari a circa un quarto, per effetto del più ridotto spazio di manovra dovuto all'alto livello del debito pubblico.

Figura

**Output gap e orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro e nei principali paesi**  
(valori percentuali del prodotto potenziale; per il saldo primario: in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2017. Le stime dell'*output gap* sono quelle prodotte dalla Commissione europea. Per le stime dell'*output gap* dell'Italia, cfr. anche il riquadro: *L'output gap in Italia* del capitolo 5.  
(1) Variazioni positive indicano un impulso restrittivo sull'economia.

Nel triennio 2011-13, pur in presenza di un'ulteriore flessione del prodotto (dopo il temporaneo miglioramento dell'*output gap* nel 2011), le politiche di bilancio sono risultate nel complesso restrittive, con effetti ampliati da valori del moltiplicatore di bilancio più elevati della norma. Nella media dell'area il saldo primario corretto per il ciclo è migliorato di oltre 3,5 punti percentuali del prodotto e ha più che compensato l'operare degli stabilizzatori automatici (che hanno invece

peggiolato il saldo di circa mezzo punto). Il consolidamento attuato in Italia, in Germania e in Francia è stato inferiore alla media; di circa mezzo punto in Italia e di quasi un punto negli altri due paesi. Questi andamenti si accompagnano a valori molto diversi dell'*output gap*: in Italia è risultato più ampio di quello dell'area di oltre mezzo punto, in Francia pari a circa la metà della media dell'area, in Germania invece lievemente positivo nella media del triennio.

Nell'ultimo triennio (2014-16) le politiche di bilancio sono state sostanzialmente neutrali nella media dell'area, in presenza di un *output gap* ancora negativo, ma in graduale miglioramento. In Germania e in Francia il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo è rimasto sostanzialmente invariato in linea con la media dell'area, a fronte di un *output gap* quasi nullo in ciascun anno del triennio nel primo paese e prossimo in media a -1,5 nel secondo. La componente discrezionale della politica di bilancio ha fornito invece un impulso espansivo in Italia (oltre 1,5 punti percentuali del prodotto), dove l'*output gap*, pur riducendosi, è rimasto ampiamente negativo (quasi 4 punti nel 2014, oltre 1,5 punti lo scorso anno secondo le stime della Commissione europea; cfr. anche il riquadro: *L'output gap in Italia* del capitolo 5).

Queste analisi ex post dell'orientamento della politica di bilancio non tengono conto del fatto che l'operatore pubblico prende decisioni in tempo reale, sulla base delle informazioni in quel momento disponibili sull'andamento del ciclo economico. Una recente analisi<sup>3</sup> delle funzioni di reazione della politica di bilancio indica un andamento sostanzialmente aciclico della sua componente discrezionale nella media dei paesi e degli anni considerati. Tale risultato si ottiene sia utilizzando i dati sull'*output gap* disponibili al momento in cui le decisioni di bilancio venivano prese (*real time estimates*), sia facendo riferimento ai dati rivisti successivamente alla luce di informazioni statistiche aggiornate. L'analisi suggerisce anche che le differenze tra paesi nella risposta al ciclo economico sono fortemente correlate con il livello del debito pubblico e con il rendimento dei rispettivi titoli di Stato: in particolare i paesi con finanze pubbliche più fragili hanno dovuto adottare durante la crisi un orientamento più frequentemente prociclico rispetto agli altri.

In un'unione monetaria la definizione della risposta ottimale della politica di bilancio alle fluttuazioni cicliche dovrebbe tenere conto anche degli spillover tra paesi; vi è evidenza che la loro dimensione può essere significativa soprattutto in contesti di prolungata recessione e di politica monetaria accomodante<sup>4</sup>. Per l'area nel suo complesso è necessario sviluppare strumenti analitici per valutare l'orientamento della politica di bilancio più appropriato e identificare quali siano le possibili forme di coordinamento che ne assicurino l'effettiva messa in atto, in modo da evitare che le scelte dei singoli governi risultino subottimali<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> R. Golinelli, I. Mammi e P. Rizza, *The cyclicity of fiscal policy in the euro area over the crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>4</sup> F. Caprioli, M. Romanelli e P. Tommasino, *Discretionary fiscal policy in the euro area: past, present and future*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> Per una riflessione su questi temi cfr., tra le altre analisi, Commissione europea, *Documenti programmatici di bilancio per il 2016: valutazione globale*, COM(2015) 800 final, 2015 e F. Caprioli, M. Romanelli e P. Tommasino, *Discretionary fiscal policy in the euro area: past, present and future*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Per il 2017 le stime della Commissione indicano un orientamento ancora sostanzialmente neutrale nel complesso dell'area. Il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico rimarrebbe pressoché invariato in Francia e Spagna, mentre diminuirebbe di 0,3 punti percentuali in Italia e di 0,4 in Germania. Nel caso di quest'ultima – che ha come obiettivo di medio termine un disavanzo strutturale<sup>4</sup> dello 0,5 per cento – l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico rimarrebbe comunque molto elevato.

Lo scorso novembre la Commissione ha proposto al Consiglio della UE una bozza di raccomandazione in cui auspicava per il 2017 un orientamento espansivo per la politica di bilancio media dell'area (fino a una riduzione dell'avanzo strutturale primario di 0,5 punti percentuali del prodotto)<sup>5</sup>. In particolare la Commissione suggeriva ai paesi con un saldo di bilancio più favorevole del proprio obiettivo di medio termine di utilizzare gli spazi di manovra disponibili per sostenere l'economia e per rilanciare gli investimenti, mentre suggeriva agli altri paesi di avvicinarsi al loro obiettivo di medio termine. Il Consiglio ha condiviso queste indicazioni<sup>6</sup>, invitando in particolare gli Stati che dispongono di margini di manovra ad aumentare gli investimenti, senza tuttavia fornire indicazioni quantitative circa l'orientamento complessivo per la politica di bilancio dell'area (cfr. il riquadro: *Gli investimenti pubblici nell'area dell'euro: modalità di finanziamento ed effetti sull'economia*).

#### GLI INVESTIMENTI PUBBLICI NELL'AREA DELL'EURO: MODALITÀ DI FINANZIAMENTO ED EFFETTI SULL'ECONOMIA

In molti paesi dell'area dell'euro il rapporto tra investimenti pubblici e PIL ha subito una brusca battuta d'arresto durante la crisi, e in alcune economie non è ancora tornato al livello precedente. La caduta degli investimenti pubblici si è aggiunta a quella degli investimenti privati, causata dalla lunga recessione. Ne ha risentito la crescita del prodotto potenziale.

Analisi prodotte dalle maggiori istituzioni internazionali<sup>1</sup> suggeriscono l'opportunità di stimolare l'economia dell'area dell'euro attraverso una ricomposizione della spesa pubblica a vantaggio degli investimenti in infrastrutture. Grazie alle condizioni estremamente accomodanti della politica monetaria e ai potenziali benefici sulla crescita del prodotto nel medio e lungo termine, tali interventi potrebbero contribuire in misura non trascurabile al proprio finanziamento.

Devono tuttavia essere prese in considerazione diverse circostanze: (a) in alcuni paesi dell'area manca il necessario spazio di bilancio; (b) la complessità dell'impianto

<sup>1</sup> Ad esempio OCSE, *OECD Economic Outlook*, 99, giugno 2016; Commissione europea, *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, 2015; FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2014.

<sup>4</sup> Il saldo strutturale è definito come il saldo di bilancio al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee.

<sup>5</sup> Commissione europea, *Raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2016) 726 final, 2016.

<sup>6</sup> Consiglio europeo, *Semestre europeo 2017: raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, 6703, 2017.

regolamentare e amministrativo porta a significativi ritardi nella realizzazione di opere pubbliche; (c) sprechi e inefficienze possono causare un divario, anche ampio, tra la spesa sostenuta e l'effettivo valore delle opere realizzate; (d) il beneficio sociale netto dei singoli investimenti non è necessariamente positivo, condizione che andrebbe corroborata da oggettive analisi di costi e benefici<sup>2</sup>.

Una recente analisi quantitativa<sup>3</sup> che studia l'impatto di un aumento della spesa in infrastrutture (fisiche e immateriali) sulle principali variabili macroeconomiche nell'area dell'euro in un orizzonte di cinque anni conferma sia il possibile effetto benefico di maggiori investimenti pubblici, sia l'importanza di assicurarne la corretta progettazione ed esecuzione. Il lavoro si avvale di un modello per l'area dell'euro nel quale la spesa pubblica per investimenti ha effetti favorevoli sul PIL nel breve periodo, in virtù dello stimolo alla domanda aggregata, ma anche nel lungo termine, attraverso l'accumulazione di capitale pubblico che, aumentando sia la produttività del lavoro sia quella del capitale privato, contribuisce alla capacità di offerta aggregata.

Anche grazie a questo secondo effetto, il moltiplicatore della spesa per infrastrutture sarebbe superiore all'unità nel medio e lungo termine. In presenza di un orientamento fortemente espansivo della politica monetaria, il moltiplicatore potrebbe essere più elevato, notevolmente superiore all'unità nei primi anni, e di conseguenza l'aumento della spesa per investimenti pubblici, specialmente se attuato simultaneamente in più paesi dell'area, non avrebbe effetti negativi sulla dinamica del rapporto tra debito pubblico e PIL. Infine l'impatto nel medio e lungo termine sull'attività economica sarebbe maggiore se la spesa venisse finanziata in disavanzo piuttosto che attraverso un aumento della tassazione.

Gli effettivi meccanismi di attuazione degli investimenti sono tuttavia cruciali. Ritardi e allocazioni subottimali di fondi, determinati dall'inefficienza della macchina amministrativa o dalla presenza di comportamenti poco trasparenti o di corruzione, ridurrebbero considerevolmente gli effetti di lungo termine sull'attività economica, rallentando l'accumulazione di capitale pubblico<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> *L'efficienza della spesa per infrastrutture*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 10, 2012.

<sup>3</sup> L. Burlon, A. Locarno, A. Notarpietro e M. Pisani, *Public investment under debt, tax and money financing*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>4</sup> FMI, *Making public investment more efficient*, IMF Policy Papers, giugno 2015.

*I risultati di bilancio del 2016.* – È proseguita anche nel 2016 la riduzione dell'indebitamento netto medio delle Amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area iniziata nel 2010: il disavanzo è risultato pari all'1,5 per cento del PIL, inferiore di 0,5 punti percentuali rispetto all'anno precedente e di 4,7 nel confronto con il 2009. Al miglioramento rispetto al 2015 hanno contribuito sia l'aumento dell'avanzo primario (0,3 punti percentuali del PIL), sia la diminuzione delle erogazioni per interessi (0,2 punti); quest'ultima riflette una riduzione di 0,2 punti percentuali dell'onere medio. Un'ulteriore lieve flessione del disavanzo, all'1,4 per cento del prodotto, è prevista per il 2017.

Nel 2016 il rapporto tra il debito pubblico e il PIL per il complesso dell'area è diminuito per il secondo anno consecutivo, dopo il significativo aumento osservato dall'inizio della crisi economico-finanziaria, risultando pari all'89,2 per cento. Il calo – pari a 1,1 punti percentuali – è stato determinato dall'avanzo primario (0,7 punti), dalla maggiore dinamica nominale del prodotto rispetto all'onere medio del debito (0,2 punti percentuali) e da fattori che riducono il debito ma non l'indebitamento netto (0,3 punti). Per i principali paesi dell'area il peso del debito è diminuito in Germania e in Spagna (-2,9 e -0,5 punti, rispettivamente) ed è aumentato in Francia e in Italia (0,4 e 0,6 punti, rispettivamente); continuerebbe a ridursi nell'anno in corso nel complesso dell'area (circa un punto percentuale).

Il disavanzo strutturale, ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e per quelli delle misure temporanee, è rimasto invariato per il complesso dell'area all'1 per cento del prodotto e rimarrebbe stabile anche nel 2017.

*La Procedura per i disavanzi eccessivi.* – Nel corso del 2016 è stata chiusa la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di Cipro, Irlanda e Slovenia. Essa rimane aperta nei confronti di Francia, Spagna, Grecia e Portogallo, paesi che hanno raggiunto gli obiettivi di bilancio fissati nell'ambito della Procedura per il 2016: per i primi due l'indebitamento netto è risultato sostanzialmente in linea con quanto richiesto (ossia pari al 3,4 e al 4,5 per cento del PIL, rispettivamente); in Grecia, dove gli obiettivi sono definiti in termini di saldo primario, l'avanzo è risultato largamente superiore a quanto richiesto (3,9 per cento del PIL contro lo 0,5); in Portogallo l'indebitamento netto è diminuito dal 4,4 per cento del PIL del 2015 al 2,0, livello inferiore a quello raccomandato dal Consiglio della UE lo scorso luglio (2,5 per cento). Sulla base di questi risultati nel maggio del 2017 la Commissione europea ha proposto la chiusura della Procedura nei confronti di quest'ultimo paese.

Il Consiglio della UE dello scorso 12 luglio aveva stabilito che Portogallo e Spagna non avevano adottato nel 2015 misure sufficienti (*effective action*) per la riduzione dei loro disavanzi eccessivi. Sulla base della Procedura ciò avrebbe implicato una sanzione fino allo 0,2 per cento del PIL; tuttavia lo scorso agosto il Consiglio, su indicazione della Commissione, ha deciso di non adottare sanzioni e di indicare un nuovo percorso di correzione dei conti pubblici, fissando al 2016 e al 2018, rispettivamente per Portogallo e Spagna, le nuove scadenze per porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo.

In novembre, sulla base dei Documenti programmatici di bilancio per il 2017, la Commissione ha indicato rischi di violazione delle regole europee – con riferimento al biennio 2016-17 – in otto paesi: Belgio, Cipro, Finlandia, Italia, Lituania, Slovenia (per la parte preventiva del Patto), Portogallo e Spagna (per la parte correttiva del Patto).

*Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà.* – Nell'ambito del terzo programma di assistenza finanziaria alla Grecia, dalla fine del 2016 è in corso il secondo esame dei progressi compiuti dal paese. Lo scorso dicembre l'Eurogruppo ha valutato positivamente la manovra per il 2017 concordata con la Commissione europea al fine di conseguire l'obiettivo di avanzo primario pari all'1,75 per cento del prodotto. La Grecia e le autorità europee non hanno invece raggiunto un accordo sui provvedimenti

da adottare per conseguire un avanzo primario del 3,5 per cento del PIL nel 2018. Inoltre – in occasione dell'Eurogruppo dello scorso aprile – è stato concordato con la Grecia un impegno ad attuare nel biennio 2019-2020 un pacchetto di riforme (con un impatto positivo sui conti pubblici pari a due punti del prodotto), che in prospettiva permetterebbe l'utilizzo di margini di manovra aggiuntivi per sostenere l'economia, anche alla luce dell'atteso miglioramento delle condizioni economiche. L'erogazione della terza tranche di risorse è vincolata alla valutazione positiva dei risultati finora conseguiti dal paese.

All'inizio di maggio la Commissione europea, il Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM), la BCE e il Fondo monetario internazionale (FMI) hanno raggiunto un accordo preliminare con le autorità greche su un insieme di misure per sostenere la crescita; è ancora in corso il confronto per la definizione di una strategia volta a garantire la sostenibilità del debito pubblico del paese.

Nel 2016 le erogazioni dell'ESM a favore della Grecia sono state pari a 10,3 miliardi, corrispondenti alla seconda tranche del terzo programma di assistenza finanziaria avviato nell'estate del 2015. Le erogazioni erano condizionate all'esito favorevole del primo esame effettuato nell'ambito del programma<sup>7</sup>, che teneva conto da un lato dell'approvazione di riforme del sistema pensionistico, di quello bancario, del mercato dell'energia, dall'altro della creazione di un fondo dedicato alle privatizzazioni e agli investimenti e dell'istituzione di un'agenzia delle entrate. Complessivamente, nell'ambito dei tre programmi di assistenza, la Grecia ha finora ricevuto aiuti pari a circa 250 miliardi (circa il 134 per cento del PIL reale del 2016).

Per quanto riguarda i risultati per i conti pubblici, il saldo di bilancio della Grecia è passato da un disavanzo del 5,9 per cento del PIL del 2015 a un avanzo dello 0,7 nel 2016. Il forte miglioramento è in parte connesso con il venir meno del sostegno al sistema finanziario erogato nel 2015 (2,8 punti percentuali del PIL). Secondo le previsioni della Commissione europea, nel 2017 l'indebitamento netto sarebbe pari all'1,2 per cento.

Nel 2016 si è chiuso il programma di aiuti in favore di Cipro. Non sono stati utilizzati per intero i finanziamenti resi disponibili nell'ambito del programma di assistenza (in particolare 2,7 miliardi su un totale di 9 stanziati dall'ESM). L'importo complessivo dei prestiti concessi è stato pari al 40 per cento del PIL reale del paese nel 2016.

L'ammontare dei nuovi prestiti ai paesi in difficoltà erogati nel 2016 è stato contenuto (10,4 miliardi), in linea con la tendenza già osservata nel biennio precedente e riflettendo l'ulteriore riduzione del numero di Stati ancora sotto programma<sup>8</sup>. Nei primi mesi del 2017 non ci sono state nuove erogazioni. Il totale delle risorse corrisposte dal 2010 è pari a circa 440 miliardi (tav. 3.2).

<sup>7</sup> Commissione europea, *Compliance note on mid-September milestones for the second disbursement for debt servicing needs of the second tranche under the Greek ESM programme*, 8 ottobre 2016.

<sup>8</sup> Nel 2013 si è chiuso il programma in favore della Spagna, nel 2014 si sono chiusi quelli in favore di Irlanda e Portogallo e, come ricordato, nel 2016 si è chiuso il programma in favore di Cipro. La Commissione europea, d'intesa con la BCE, è responsabile per la sorveglianza post-programma fino al rimborso di almeno il 75 per cento dei prestiti ricevuti. Inoltre l'ESM monitora eventuali rischi di inadempienza fino al completo rimborso degli aiuti erogati dall'EFSSF o dall'ESM stesso.

Tavola 3.2

Sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (1) (miliardi di euro)									
PAESI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Totale fino a maggio 2017 (2)	Totale del piano di sostegno 2017 (2)
Irlanda	0,0	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	31,5	41,5	109,9	32,0	11,7	10,5 (3)	10,3	247,4 (3)	330,6
Spagna	–	–	39,5	1,9	–	–	–	41,3	41,3
Cipro	–	–	–	4,9	1,3	1,0	0,1	7,3	10,0
<b>Totale</b>	<b>31,5</b>	<b>110,2</b>	<b>197,9</b>	<b>59,7</b>	<b>18,9</b>	<b>11,5</b>	<b>10,4</b>	<b>440,1</b>	<b>527,4</b>

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 Papers, 94, 2012; per i prestiti dell'FMI 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 2017. – (3) Il dato tiene conto della restituzione all'EFSF, nel febbraio 2015, di fondi stanziati e non utilizzati (10,9 miliardi).

### La governance europea

Diverse misure sono state adottate a seguito delle crisi finanziaria e dei debiti sovrani, con l'obiettivo di riformare la governance economica dell'Unione europea e dell'area dell'euro; un piano per far progredire l'Unione economica e monetaria in ambito politico, economico e finanziario è stato tracciato con il rapporto dei cinque Presidenti del 2015<sup>9</sup>.

Nel dibattito più recente si è accentuato il contrasto tra le posizioni che ritengono prioritaria l'adozione di strumenti atti a condividere e fronteggiare a livello di area i rischi che possono derivare da futuri shock economici e quelle che valutano invece necessario che i paesi riducano i rischi nazionali esistenti, quali quelli connessi con l'elevato debito pubblico e con i legami tra banche e debito sovrano.

La difficoltà di raggiungere un consenso rallenta il completamento del progetto di Unione bancaria. Il Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM) delle banche è stato avviato nel gennaio 2016 e i paesi partecipanti hanno iniziato a versare i contributi al Fondo di risoluzione unico (Single Resolution Fund, SRF), che realizzerà una piena mutualizzazione delle risorse nel 2023. Manca però un meccanismo di protezione pubblico di ultima istanza (*backstop*) per l'SRF in caso di insufficienza delle risorse disponibili per far fronte a una crisi bancaria. Sono in stallo anche i lavori sulla proposta della Commissione europea in tema di garanzia dei depositi, terzo pilastro dell'Unione bancaria. Il Consiglio della UE ha chiarito che il negoziato a livello politico riprenderà solo a seguito di progressi

<sup>9</sup> Il rapporto, a cura del Presidente della Commissione europea, è stato prodotto in stretta collaborazione con i Presidenti del Consiglio europeo, dell'Eurogruppo, della Banca centrale europea e del Parlamento europeo (cfr. Commissione europea, *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, 2015).

sufficienti sulle misure di riduzione del rischio, con riferimento esplicito tra l'altro a norme che incrementino nelle banche la capacità di assorbimento delle perdite e al completamento di riforme previste dagli accordi di Basilea.

La Commissione europea ha presentato proposte legislative per allineare la normativa europea agli standard internazionali con l'introduzione di nuovi requisiti in materia di leva finanziaria e di liquidità, nonché del requisito relativo alla capacità totale di assorbimento delle perdite (*total loss-absorbing capacity*, TLAC), finalizzato a costituire passività che possono essere utilizzate in caso di risoluzione per assorbire perdite e ricapitalizzare le banche a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Banks*, G-SIB). Parallelamente sono state proposte alcune modifiche alle norme relative al requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) cui tutte le banche europee possono ricorrere in caso di risoluzione, anche al fine di assicurare la coerenza con il TLAC. Su quest'ultima proposta la Banca d'Italia si è pronunciata a favore di una calibrazione equilibrata e graduale del requisito e dell'introduzione di un ulteriore requisito di subordinazione delle passività che il mercato possa assorbire gradualmente; ha inoltre espresso le proprie posizioni nelle sedi europee, valutando positivamente recenti proposte normative che prevedono l'introduzione di strumenti di debito con priorità nel rimborso (*seniority*) intermedia tra obbligazioni ordinarie e subordinate (cfr. il riquadro: *Il requisito MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities)*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2016).

Proseguono i lavori previsti dal piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali (*Capital Markets Union*); diverse iniziative sono state già attuate o sono in avanzata fase di discussione. È stata adottata la proposta di revisione della direttiva sui prospetti informativi per la quotazione sui mercati regolamentari. È prossima l'adozione delle proposte: (a) sulle cartolarizzazioni semplici e trasparenti; (b) sull'attività di venture capital; (c) sulla riduzione dei requisiti di capitale di banche e assicurazioni che investono in infrastrutture; (d) sulla ristrutturazione preventiva di imprese in crisi, in materia di diritto fallimentare.

Le numerose misure finora previste per i mercati dei capitali potrebbero non essere sufficienti a determinare la desiderata trasformazione in un mercato finanziario europeo unico nei tempi previsti, in presenza di ampie differenze nelle legislazioni societarie, nel diritto fallimentare e nei sistemi di tassazione dei diversi paesi europei.

Secondo le valutazioni della Commissione europea effettuate nell'ambito della Procedura per gli squilibri macroeconomici e rese note in febbraio, fra i paesi dell'area Cipro, Francia, Italia e Portogallo presentano squilibri eccessivi. Per la Francia questi ultimi sono essenzialmente legati all'ancora debole recupero di competitività e all'elevato disavanzo, mentre per l'Italia dipendono dalla dinamica della produttività e dall'elevato debito pubblico. La Commissione ritiene che – fra gli altri grandi paesi dell'area – anche la Germania e la Spagna presentino squilibri, sebbene non ritenuti eccessivi. Per la Germania tali squilibri sono dovuti al consistente avanzo delle partite correnti e al basso livello di investimenti, mentre per la Spagna sono dovuti alle dimensioni significative del debito – sia pubblico, sia privato – e del tasso di disoccupazione.

La Commissione europea ha pubblicato lo scorso 1° marzo un libro bianco sul futuro della UE<sup>10</sup>. In questo documento si prevedono cinque scenari diversi per il futuro grado di integrazione degli Stati membri della UE e per il funzionamento dell'Unione entro il 2025: proseguire lungo la strada delle riforme già programmate; intensificare gli sforzi unicamente su determinati aspetti del mercato unico; rafforzare l'integrazione, consentendo a gruppi di paesi che ne abbiano la volontà di avanzare più rapidamente in ambiti specifici, secondo modelli analoghi a quello della cooperazione rafforzata; concentrarsi su alcuni settori, nei quali raggiungere risultati maggiori, diminuendo gli ambiti di competenza dell'Unione; prevedere che tutti gli Stati avanzino nell'integrazione in tutte le aree. La pubblicazione ha coinciso con il sessantesimo anniversario della firma del Trattato di Roma.

---

<sup>10</sup> Commissione europea, *Libro bianco sul futuro dell'Europa. Riflessioni e scenari per l'UE a 27 verso il 2025*, COM(2017) 2025 final, 2017.

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

In un contesto caratterizzato da una stabile ma moderata crescita dell'attività economica, da una prolungata debolezza delle pressioni inflazionistiche e da un'elevata incertezza sull'evoluzione dell'economia globale, le misure espansive adottate dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) hanno decisamente ridotto il rischio di deflazione; esse restano finalizzate all'obiettivo di assicurare in prospettiva il graduale ritorno dell'inflazione su livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.

A fronte dell'acuirsi dei timori sulla crescita mondiale e della forte volatilità nei mercati finanziari, a marzo del 2016 il Consiglio direttivo ha rafforzato lo stimolo monetario: i tassi ufficiali sono stati ridotti; il programma di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) è stato ampliato nella dimensione e nella composizione; le misure volte a sostenere l'erogazione del credito bancario sono state potenziate, con l'introduzione di una seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine a condizioni estremamente vantaggiose (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2).

Per preservare il livello elevato di accomodamento monetario necessario ad assicurare un ritorno durevole dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento, nella riunione di dicembre il Consiglio direttivo ha esteso la durata del programma di acquisto di titoli sino alla fine del 2017, o anche oltre se necessario.

Negli ultimi mesi la ripresa economica nell'area si è consolidata e i rischi al ribasso per la crescita sono diminuiti. L'inflazione è gradualmente risalita, in larga parte per effetto del rincaro dei beni energetici; tuttavia la dinamica di fondo è rimasta molto debole e non ha mostrato una tendenza stabile all'aumento. Il Consiglio ha confermato che un grado molto elevato di espansione monetaria resta necessario per il consolidamento del rialzo dell'inflazione nel medio termine; ha ribadito di attendersi che i tassi ufficiali si mantengano sui livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre la durata degli acquisti netti di attività.

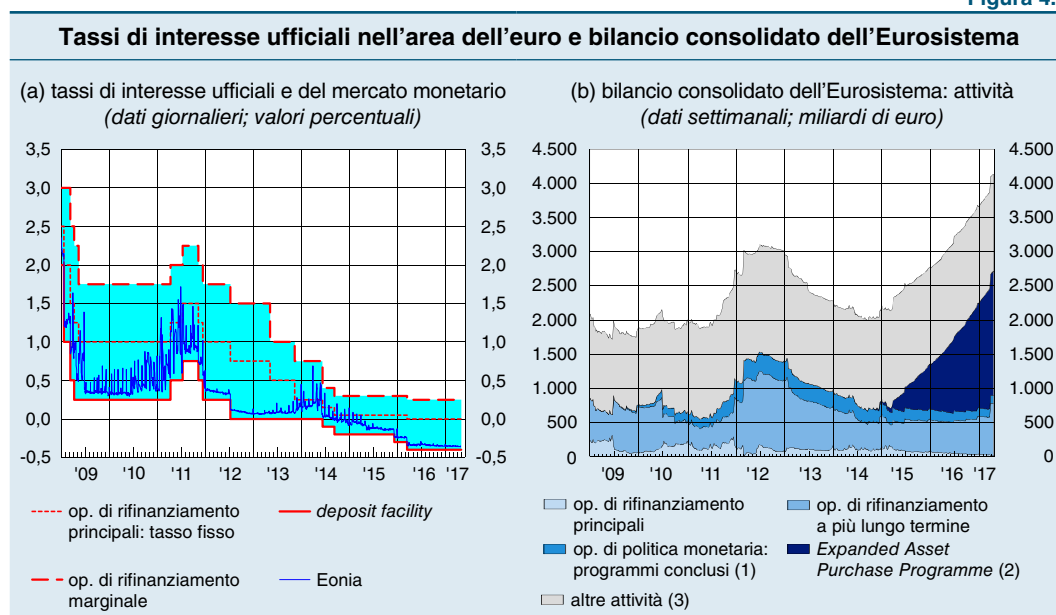
### *L'azione di politica monetaria*

All'inizio del 2016, in concomitanza con il rafforzamento della domanda interna, si sono accentuati i rischi derivanti dall'indebolimento del quadro congiunturale internazionale e dal peggioramento delle condizioni finanziarie (cfr. il capitolo 1: *Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali*). Pur in presenza di una moderata ripresa dell'attività economica, la dinamica dei prezzi al consumo nell'area dell'euro si è mantenuta su valori nulli (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*); le aspettative di inflazione si sono ridotte, allontanandosi ulteriormente dai livelli coerenti con la definizione di

stabilità dei prezzi anche sugli orizzonti più lontani (cfr. il paragrafo: *I tassi di interesse e il cambio dell'euro*).

In marzo il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un articolato pacchetto di misure espansive. I tassi di interesse di riferimento sono stati ridotti: quelli sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati abbassati di cinque punti base (rispettivamente allo 0,0 e allo 0,25 per cento); il tasso sulla *deposit facility*, già su valori negativi, è stato diminuito di dieci punti base, a -0,40 per cento (fig. 4.1).

Figura 4.1



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

(1) Il primo e il secondo programma di acquisto di obbligazioni 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 garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3), il programma di acquisto di attività cartolarizzate (*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 del settore societario (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP). – (3) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera.

Sono state potenziate le misure per sostenere l'erogazione del credito bancario con l'introduzione di una seconda serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO2), ciascuna della durata di quattro anni, da effettuarsi con cadenza trimestrale tra giugno del 2016 e marzo del 2017; il tasso di interesse, inizialmente posto pari a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, potrà ridursi sino a raggiungere quello sulla *deposit facility* in essere al momento della concessione del finanziamento, in ragione del volume dei prestiti effettivamente concessi dagli intermediari a famiglie e imprese.

Il programma di acquisto di attività finanziarie è stato rafforzato, accrescendone da aprile del 2016 gli importi mensili da 60 a 80 miliardi e includendo nel novero dei titoli acquistabili anche le obbligazioni emesse da società non bancarie dell'area (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP).

Durante l'estate, in seguito all'esito del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit), si è registrato un aumento della volatilità su tutti i mercati finanziari. La BCE e le altre principali banche centrali hanno prontamente

ribadito il proprio impegno ad assicurare la stabilità macroeconomica e finanziaria, anche attraverso l'erogazione della liquidità necessaria; tali annunci hanno favorito un rapido ritorno a condizioni di maggiore stabilità sui mercati.

Nella parte finale dell'anno l'espansione dell'attività economica è proseguita a una velocità moderata ma in graduale consolidamento; i rischi per le prospettive di crescita restavano tuttavia orientati al ribasso, anche a seguito dell'elevata incertezza sulle politiche economiche a livello globale. I rischi di deflazione sono in gran parte rientrati (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*); l'inflazione è risalita, sostenuta dall'accelerazione delle componenti più volatili, in particolare dal prezzo del petrolio. Le pressioni all'origine sui prezzi al consumo si sono tuttavia mantenute deboli, anche a causa della dinamica ancora molto contenuta delle retribuzioni.

Nella riunione dell'8 dicembre il Consiglio ha esteso la durata dell'APP almeno fino a dicembre del 2017 e comunque sino a quando non sarà riscontrato un aggiustamento durevole dei prezzi coerente con l'obiettivo di inflazione. A partire dallo scorso aprile gli acquisti sono condotti al ritmo mensile di 60 miliardi.

All'inizio del 2017 l'inflazione ha continuato a risalire; la dinamica di fondo è tuttavia rimasta molto moderata. Le aspettative di inflazione si sono mantenute su livelli storicamente bassi su tutti gli orizzonti.

Il Consiglio, pur segnalando una riduzione dei rischi al ribasso per la crescita, ha ribadito che una revisione dell'attuale configurazione della politica monetaria non è giustificata. Un grado molto elevato di espansione monetaria resta necessario per il consolidamento delle spinte al rialzo dell'inflazione nel medio termine; il Consiglio ha confermato di attendersi che i tassi ufficiali si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività (cfr. il riquadro: *Il basso livello dei tassi di interesse: le determinanti*).

#### IL BASSO LIVELLO DEI TASSI DI INTERESSE: LE DETERMINANTI

I tassi di interesse a breve e a lungo termine, nominali e reali, si collocano su livelli eccezionalmente bassi nel confronto storico in tutte le principali economie avanzate (figura).

Tale andamento non dipende solo dalla politica monetaria espansiva. La riduzione dei tassi di interesse si è avviata a livello globale nella seconda metà degli anni ottanta, contestualmente a una prolungata flessione dell'inflazione e a un periodo di contenuta volatilità macroeconomica; si è accentuata a seguito della crisi finanziaria globale.

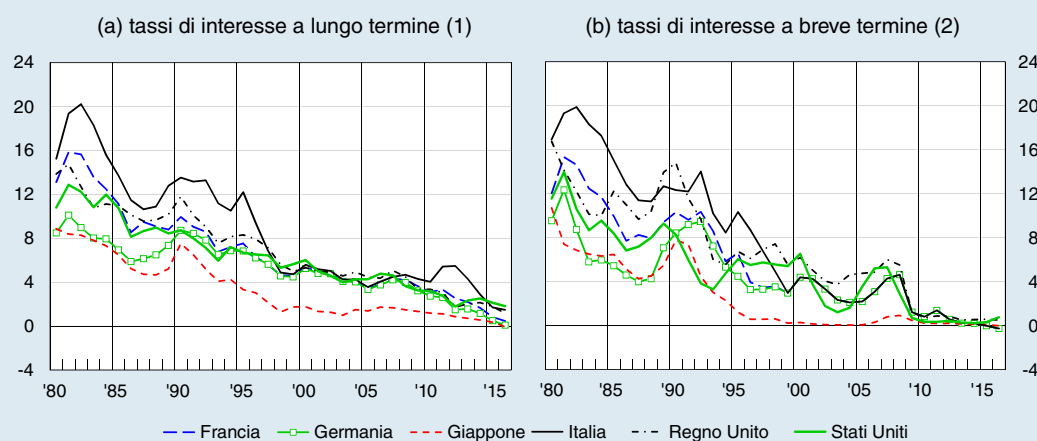
Tra le ipotesi avanzate per spiegare le tendenze di lungo periodo dei tassi di interesse, molte pongono l'accento sul ruolo dei cambiamenti strutturali, economici e demografici, che hanno dato luogo a uno squilibrio persistente tra domanda di investimenti e offerta di risparmio e a una fase di stagnazione economica "secolare"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> L.H. Summers, *Reflections on the 'new secular stagnation hypothesis'*, in C. Teulings e R. Baldwin (a cura di), *Secular stagnation: facts, causes and cures*, London, CEPR Press, 2014, pp. 27-38. Cfr. anche il riquadro: *L'ipotesi di stagnazione secolare* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2014.

Per l'area dell'euro vi è evidenza che l'invecchiamento demografico, il rallentamento della produttività totale dei fattori e quello dell'accumulazione di capitale umano hanno esercitato persistenti pressioni al ribasso sui tassi di interesse. Modelli empirici suggeriscono ad esempio che l'aumento dell'indice di dipendenza strutturale (il rapporto tra le persone non in età lavorativa e quelle in età lavorativa) nei paesi dell'area dell'euro è in grado di spiegare parte della riduzione della crescita potenziale e del tasso di interesse reale, e può contribuire a esercitare una significativa pressione al ribasso sui tassi di interesse anche nei prossimi anni<sup>2</sup>.

Figura

**Tassi di interesse nominali a breve e a lungo termine nelle principali economie avanzate**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

(1) Tassi di interesse sulle obbligazioni pubbliche decennali. Germania: fino al 1992 rendimenti su obbligazioni pubbliche emesse con scadenza residua oltre i 3 anni. Francia: fino al 1992 tassi di interesse sulle obbligazioni delle Amministrazioni pubbliche centrali con vita residua tra 7 e 10 anni. Italia: fino al 1984 obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro; dal 1985 al 1991 tassi di interesse sulle obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale. Regno Unito: tassi di interesse su obbligazioni delle Amministrazioni pubbliche centrali con vita residua di 20 anni. Stati Uniti: fino al 1988 tassi di interesse su obbligazioni delle Amministrazioni pubbliche federali con vita residua oltre i 10 anni; dal 1989 al 1992 tassi di interesse su obbligazioni delle Amministrazioni pubbliche federali con vita residua oltre i 30 anni. – (2) Tassi di interesse a 3 mesi sul mercato interbancario. Francia: dal 1980 al 1981 tassi pronti contro termine a 1 mese su titoli del settore privato. Giappone: tassi pronti contro termine a 3 mesi; dal 1989 tassi di interesse sui certificati di deposito a 3 mesi. Italia: dal 1980 al 1984 tasso di interesse sui depositi interbancari a vista.

Un secondo gruppo di ipotesi sottolinea il ruolo dei fattori finanziari: la deregolamentazione dei mercati finanziari, le politiche monetarie espansive e le attese ottimistiche degli investitori avrebbero favorito, nel periodo di relativa stabilità macroeconomica (Grande moderazione) precedente la crisi finanziaria globale, un aumento eccessivo dell'offerta di credito e una compressione dei premi per il rischio e dei tassi di interesse<sup>3</sup>. Successivamente, l'avvio della crisi finanziaria ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso sui rendimenti. Analisi basate su modelli di equilibrio economico generale o su modelli di non arbitraggio della struttura a termine indicano che nell'area dell'euro e negli Stati Uniti la brusca correzione nel ciclo finanziario, seguita dalla forte contrazione della domanda aggregata e dallo spostamento delle

<sup>2</sup> G. Ferrero, M. Gross e S. Neri, *Secular stagnation, demographic developments and interest rates: an empirical investigation*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione; F. Buseti e M. Caivano, *Low frequency drivers of the real interest rate: a band-spectrum regression approach*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> Sul ruolo dei fattori finanziari cfr. C. Borio, *The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?*, "Journal of Banking & Finance", 45, 2014, pp. 182-198.

preferenze degli investitori verso attività meno rischiose, ha contribuito alla riduzione dei tassi di interesse osservata nell'ultimo decennio<sup>4</sup>.

Le due spiegazioni non sono tra loro incompatibili e possono essere considerate in parte complementari<sup>5</sup>. Simulazioni ottenute con un modello a generazioni sovrapposte, in cui gli agenti economici operano scelte di consumo, risparmio e indebitamento che dipendono anche dalla generazione di appartenenza e si ripercuotono sulle scelte della successiva, mostrano un legame tra grandezze strutturali (dimensioni delle diverse classi di età) e finanziarie: un boom demografico può determinare nel corso del tempo un incremento della domanda di immobili, una crescita dei loro prezzi e quindi un ampliamento dell'offerta di credito e dell'indebitamento privato. Un aumento anche transitorio del rapporto di dipendenza strutturale si riflette pertanto in rialzi prolungati dei prezzi delle attività reali e finanziarie e in un conseguente calo dei tassi di interesse<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> A. Gerali e S. Neri, *Natural rates across the Atlantic*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione; M. Pericoli e M. Taboga, *Nearly exact Bayesian estimation of non-linear no-arbitrage term structure models*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> G. Ferrero e S. Neri, *Monetary policy in a low interest rate environment*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> A. Ferrari, *From financial cycle to secular stagnation: the role of demographic structure*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

### Le operazioni di politica monetaria

Nel 2016 e nella prima parte dell'anno in corso l'Eurosistema ha continuato a offrire liquidità alle banche mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti sia nelle operazioni di rifinanziamento principali sia in quelle a più lungo termine. La liquidità fornita nelle operazioni di rifinanziamento con durata fino a tre mesi è diminuita di 120 miliardi (a 20 alla fine dello scorso aprile); quella erogata attraverso operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine è invece aumentata di 344 miliardi (a 762).

Nell'ambito dell'APP l'Eurosistema ha acquistato attività finanziarie per un ammontare che alla fine dello scorso aprile era pari a 1.834 miliardi, di cui 24 di *asset-backed securities*, 216 di obbligazioni bancarie garantite, 82 di obbligazioni non bancarie e 1.512 di titoli pubblici (255 di titoli italiani, di cui 227 acquistati dalla Banca d'Italia; fig. 4.1 e tav. 4.1). Alla stessa data la durata residua media del portafoglio del PSPP era di otto anni; quella del comparto composto da titoli di Stato italiani di circa otto

Tavola 4.1

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria nell'ambito dell'APP (milioni di euro; aprile 2017)		
PROGRAMMA	Eurosistema	Banca d'Italia
CBPP3 (1)	216.374	34.836
ABSPP (2)	23.731	0
PSPP (3)	1.511.963	226.987
CSPP (4)	82.262	9.499

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite. – (2) Programma di acquisto di attività cartolarizzate. – (3) Programma di acquisto di attività del settore pubblico. – (4) Programma di acquisto di titoli del settore societario.

anni e otto mesi. Le modalità di acquisto sono state tali da non compromettere il normale funzionamento dei mercati (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

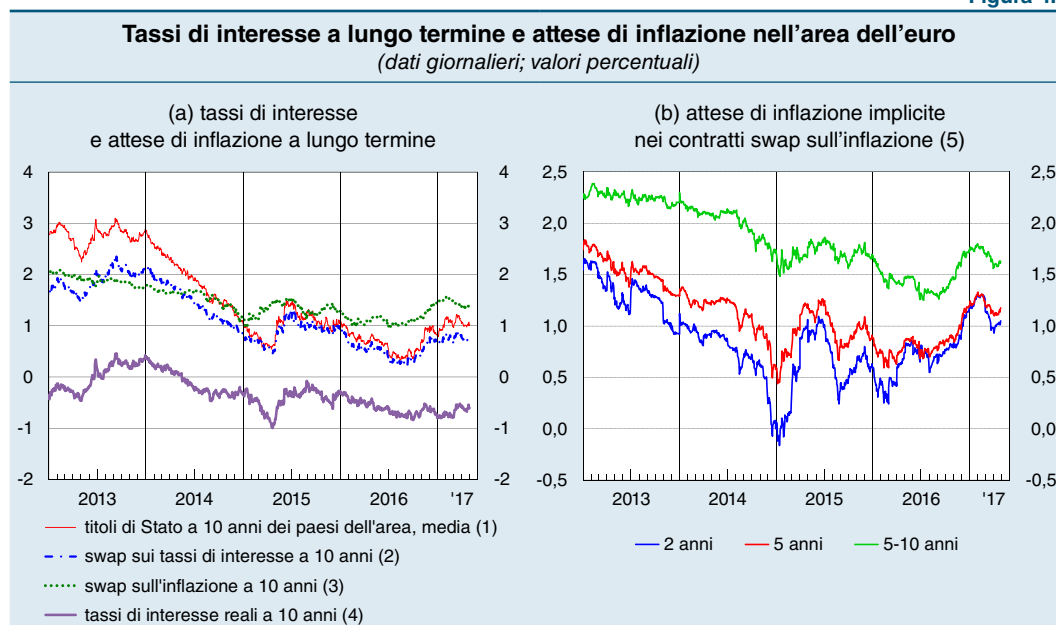
La liquidità detenuta dal sistema bancario presso l'Eurosistema in eccesso rispetto ai requisiti di riserva obbligatoria è aumentata, principalmente per effetto degli acquisti di titoli pubblici nell'ambito dell'APP e della liquidità fornita attraverso le TLTRO2; all'inizio di maggio era pari a circa 1.600 miliardi. La dimensione del bilancio dell'Eurosistema si è accresciuta del 50 per cento, portandosi ai massimi storici (circa 4.150 miliardi alla fine dello scorso aprile; attorno al 40 per cento del PIL dell'area dell'euro).

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

L'allentamento monetario ha determinato un'ulteriore riduzione dei tassi di interesse a breve termine. Dal marzo 2016, in seguito alla decisione del Consiglio di abbassare il tasso sulla *deposit facility*, il tasso overnight (Eonia) è sceso a -0,35 per cento (fig. 4.1) e quello sui depositi interbancari a tre mesi (Euribor) è progressivamente diminuito, attestandosi nella media dello scorso aprile a -0,33 per cento.

I tassi nominali a lungo termine si sono mantenuti su livelli storicamente contenuti anche nel 2016 (cfr. il riquadro: *Il basso livello dei tassi di interesse: implicazioni per la politica monetaria*). I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni, progressivamente scesi fino all'estate, sono tornati a salire nella seconda parte dell'anno; alla fine dello scorso aprile erano pari all'1,0 per cento nella media dei principali paesi dell'area (0,3 in Germania, 0,8 in Francia e 2,3 in Italia; fig. 4.2). I tassi di interesse reali a lungo termine sono progressivamente diminuiti nella prima parte del 2016, stabilizzandosi successivamente su valori prossimi a -0,7 per cento.

**Figura 4.2**



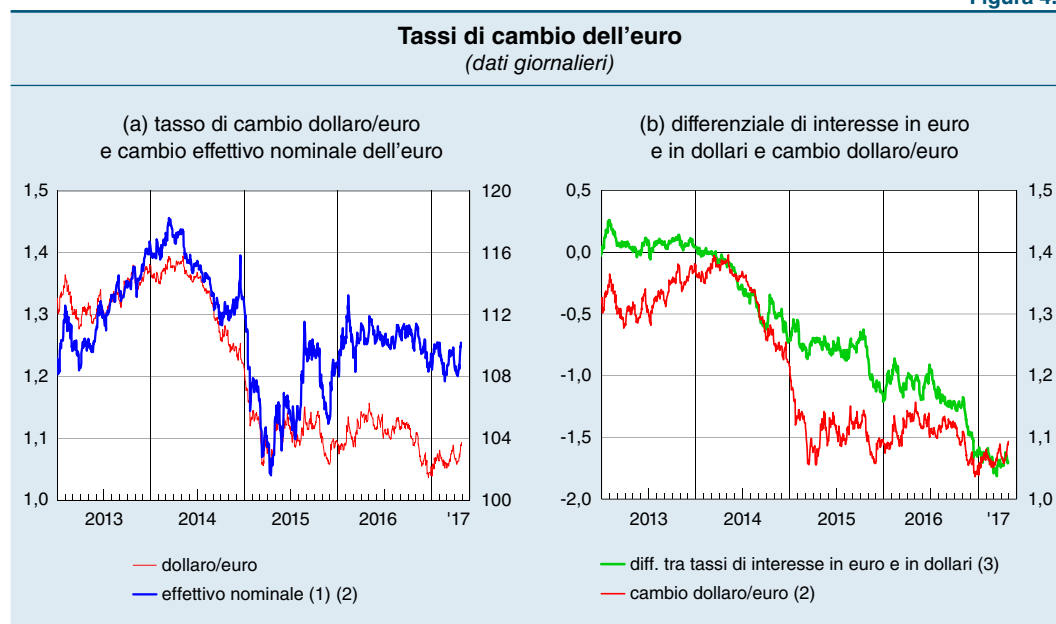
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

(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 2016. – (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.

Le aspettative di inflazione, che erano risalite nella seconda parte del 2016, sono lievemente diminuite su tutti gli orizzonti nei primi mesi del 2017. Nella media dello scorso aprile quelle a due e a cinque anni, desunte dai contratti swap sull'inflazione, erano pari rispettivamente all'1,0 e all'1,1 per cento; quelle a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni, dopo aver raggiunto nel corso dell'estate il minimo storico dell'1,3 per cento, si sono riportate attorno all'1,6 (fig. 4.2).

Il cambio dell'euro rispetto al dollaro ha raggiunto alla fine del 2016 il valore minimo degli ultimi quattordici anni. Tra gennaio del 2016 e aprile del 2017 si è deprezzato dell'1,9 per cento; in termini nominali effettivi la valuta comune si è apprezzata dello 0,8 per cento, per effetto soprattutto del rafforzamento nei confronti della sterlina. Negli ultimi mesi del 2016 al deprezzamento rispetto al dollaro ha contribuito la divergenza nelle attese sulla politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, riflessa nell'ampliamento del differenziale tra i tassi di interesse in dollari e quelli in euro (fig. 4.3).

Figura 4.3



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento. – (2) Scala di destra. – (3) Differenziale tra il tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro e in dollari a 2 anni; valori percentuali.

## IL BASSO LIVELLO DEI TASSI DI INTERESSE: IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA

Il dibattito sulle cause sottostanti al basso livello dei tassi di interesse nelle principali economie avanzate (cfr. il riquadro: *Il basso livello dei tassi di interesse: le determinanti*) ha implicazioni per la valutazione del tasso di interesse “naturale” – definito come il tasso di interesse reale al quale corrispondono un'attività economica in linea con quella potenziale e un livello dell'inflazione coerente con l'obiettivo della banca centrale – e quindi per la conduzione della politica monetaria<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> G. Ferrero e S. Neri, *Monetary policy in a low interest rate environment*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Secondo l'interpretazione basata su fattori strutturali (come quelli demografici o tecnologici), il tasso di interesse naturale è diminuito in modo persistente<sup>2</sup>. Ciò spiegherebbe perché nel decennio precedente l'avvio della crisi finanziaria globale l'inflazione è rimasta in linea con la definizione di stabilità dei prezzi benché i tassi di interesse (ufficiali e di mercato) si siano collocati su livelli storicamente molto bassi. Durante la crisi finanziaria il basso livello del tasso di interesse naturale ha limitato i margini di manovra della politica monetaria: una volta che i tassi ufficiali sono stati ridotti su livelli prossimi allo zero o lievemente negativi, per sostenere l'economia si è reso necessario il ricorso a misure non convenzionali, in primo luogo i programmi di acquisto di attività finanziarie e l'espansione della liquidità.

In questa prospettiva, che appare suffragata dall'evidenza empirica, riforme finalizzate a contrastare gli effetti dei cambiamenti strutturali in atto nelle economie, tra cui quelli derivanti dall'invecchiamento della popolazione e dalla decelerazione nel progresso tecnologico, sarebbero necessarie per innalzare la crescita potenziale e conseguentemente il tasso naturale<sup>3</sup>. Poiché tali riforme richiedono tempo per dispiegare i loro effetti, resterebbe necessario mantenere bassi i tassi ufficiali. Modifiche al modus operandi della politica monetaria, quali l'utilizzo più sistematico di acquisti di attività o l'ampliamento della dimensione del bilancio della banca centrale, potrebbero essere incluse nel nuovo assetto "normale".

Le interpretazioni che legano il basso livello dei tassi di interesse a fattori ciclico-finanziari potrebbero invece implicare che la riduzione del tasso di interesse naturale sia temporanea, ma comunque persistente, legata alla velocità di riassorbimento degli squilibri finanziari. In tal caso un grado molto elevato e prolungato di accomodamento monetario resterebbe necessario per accompagnare il processo di riduzione dell'indebitamento (*deleveraging*), che rende il meccanismo di trasmissione meno efficace<sup>4</sup>. In quest'ottica la riduzione dell'indebitamento è condizione necessaria per favorire il graduale ritorno dei tassi di interesse reali e nominali su valori normali. Il rafforzamento della regolamentazione finanziaria consentirebbe al contempo di ridurre la probabilità di nuove crisi sistemiche e di limitarne gli effetti sull'economia reale.

<sup>2</sup> K. Holston, T. Laubach e J.C. Williams, *Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, 11, 2016.

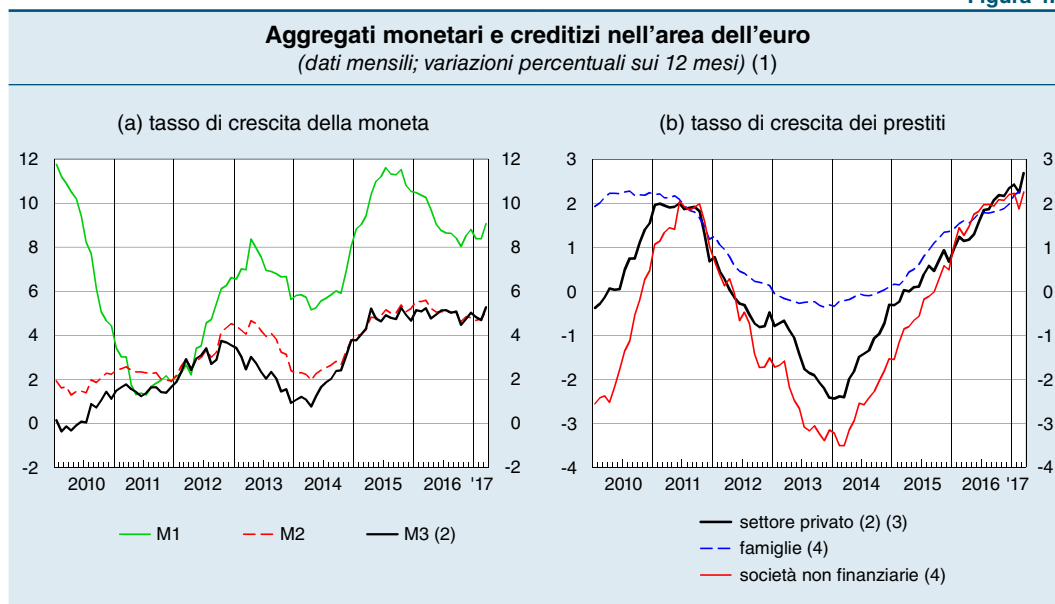
<sup>3</sup> P. Cova, A. Notarpietro, P. Pagano e M. Pisani, *Secular stagnation, R&D, public investment and monetary policy: a global-model perspective*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>4</sup> F.M. Signoretti e M. Pietrunti, *Monetary policy in times of debt*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

## ***La moneta e il credito***

Nel 2016 e nei primi mesi di quest'anno la crescita della moneta M3 è rimasta pressoché stabile (5,3 per cento sui dodici mesi nello scorso marzo; fig. 4.4). Il ritmo di espansione della componente più liquida M1, pur rallentando, si è mantenuto sostenuto (9,1 per cento a marzo, da 10,5 a fine 2015), continuando a beneficiare dei bassi tassi di interesse sulle attività alternative e di una curva dei rendimenti molto piatta.

Figura 4.4

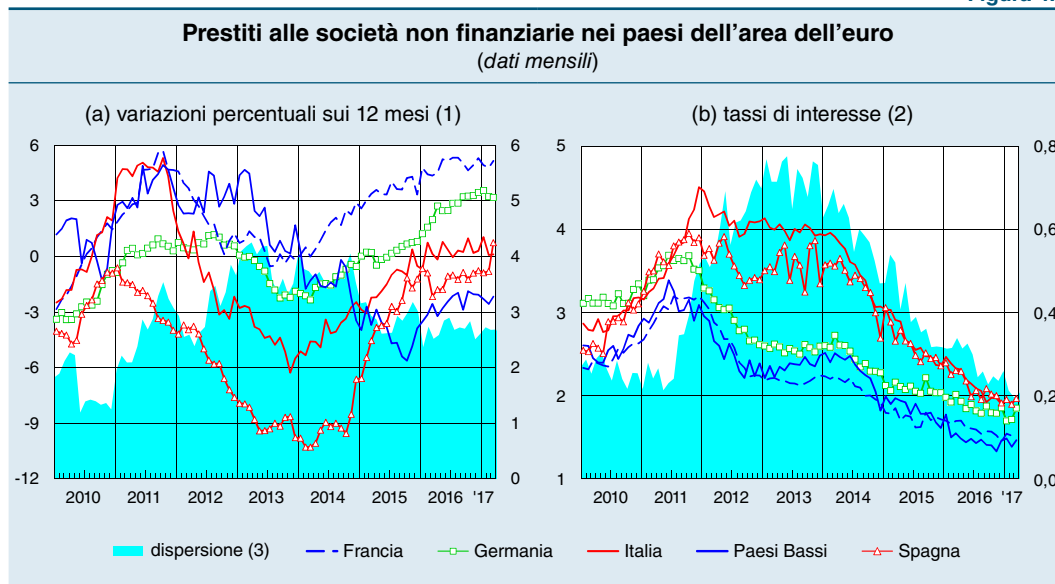


Fonte: BCE.

(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 monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. Il settore privato è costituito da famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. – (4) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

È proseguita la ripresa dei prestiti bancari al settore privato (2,7 per cento sui dodici mesi a marzo del 2017, da 0,7 alla fine del 2015), che ha beneficiato delle misure espansive di politica monetaria e del consolidamento della crescita dell'attività economica. Il credito ha accelerato sia nel comparto delle famiglie (2,4 per cento, da 1,4) sia, in misura più marcata, in quello delle società non finanziarie (2,3 per cento, da 0,5).

Figura 4.5



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; scala di destra.

Dalla fine del 2015 il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese e quello dei nuovi mutui alle famiglie sono ulteriormente diminuiti, al minimo storico dell'1,8 per cento a dicembre del 2016, mantenendosi su livelli simili anche nei primi mesi di quest'anno. Nel corso del 2016 e nel primo trimestre del 2017 le condizioni creditizie sono migliorate in tutti i principali paesi dell'area; il grado di eterogeneità nel costo del credito alle società non finanziarie ha continuato a ridursi (fig. 4.5).

Secondo gli intermediari che partecipano all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel corso del 2016 le misure di politica monetaria non convenzionali hanno contribuito all'allentamento dei termini e delle condizioni dell'offerta, sostenendo il credito all'economia. Nel complesso le politiche di offerta sui prestiti a imprese e famiglie si sono stabilizzate; la domanda è aumentata soprattutto per effetto del basso livello dei tassi di interesse.



# L'ECONOMIA ITALIANA



## 5. IL QUADRO DI INSIEME

Nel 2016 la crescita dell'economia italiana è proseguita a ritmi lievemente superiori rispetto all'anno precedente (0,9 per cento; tav. 5.1); l'attività è stata sostenuta soprattutto dal forte impulso della politica monetaria, dalla politica di bilancio moderatamente espansiva, nonché da quotazioni petrolifere ancora contenute (cfr. il riquadro: *Le determinanti dell'attività economica nel 2016 secondo il modello della Banca d'Italia*).

Tavola 5.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia							
VOCI	Peso in % del PIL nel 2016 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2015		2016			
		Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenati)	Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenati)
		Quantità a prezzi concatenati	Deflatori		Quantità a prezzi concatenati	Deflatori	
<b>Risorse</b>							
PIL	–	0,8	0,7	–	0,9	0,8	–
Importazioni di beni FOB e servizi (1)	27,7	6,8	-2,7	-1,8	2,9	-3,4	-0,8
<i>di cui:</i> beni	22,0	8,5	-4,5	-1,8	2,9	-4,2	-0,6
<b>Impieghi</b>							
Domanda nazionale	97,2	1,4	0,0	1,3	1,0	0,1	0,9
Spesa delle famiglie (2)	61,1	1,6	0,0	1,0	1,4	0,0	0,8
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	18,9	-0,7	0,2	-0,1	0,6	0,7	0,1
Investimenti fissi lordi	17,1	1,6	0,2	0,3	2,9	-0,1	0,5
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	6,3	4,9	0,3	0,3	7,4	-0,6	0,4
prodotti di proprietà intellettuale	2,7	0,7	1,2	0,0	-1,3	0,8	0,0
costruzioni	8,1	-0,4	-0,1	0,0	1,1	0,0	0,1
Variazione delle scorte (3)	–	–	–	0,2	–	–	-0,5
Esportazioni di beni FOB e servizi (4)	30,5	4,4	-0,4	1,3	2,4	-0,9	0,7
<i>di cui:</i> beni	25,0	4,6	-0,5	1,1	2,3	-1,1	0,6
Domanda estera netta	–	–	–	-0,5	–	–	-0,1

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

### LE DETERMINANTI DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA NEL 2016 SECONDO IL MODELLO DELLA BANCA D'ITALIA

Nel corso del 2016 la crescita del PIL è stata sostenuta soprattutto dalla domanda interna, che ha beneficiato delle condizioni particolarmente accomodanti

della politica monetaria, dell'orientamento moderatamente espansivo della politica di bilancio e del livello contenuto del prezzo del petrolio.

La crescita nell'anno non ha risentito del risultato del referendum del 23 giugno sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit); è stata tuttavia inferiore rispetto a quanto prefigurato all'inizio del 2016, per via soprattutto dell'andamento più debole dell'economia globale nella prima parte dell'anno. È stata più contenuta del previsto anche la dinamica dei prezzi. Segnali di consolidamento dell'economia mondiale e di recupero dei prezzi sono emersi nell'ultima parte dell'anno.

La tavola mostra i contributi di diversi fattori (domanda estera, prezzi internazionali dei manufatti e delle materie prime energetiche, tasso di cambio) allo scostamento della crescita del PIL, delle esportazioni e dei prezzi al consumo rispetto al quadro prospettico elaborato all'inizio del 2016 con il modello trimestrale dell'economia italiana (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2016)<sup>1</sup>.

Nel confronto con le stime di inizio anno, l'espansione del prodotto e quella delle esportazioni nel 2016 sono state contenute, soprattutto nella prima metà dell'anno, dalla flessione della dinamica del commercio mondiale, che ha risentito delle difficoltà dei paesi emergenti, e dagli effetti del calo dei prezzi internazionali sulla competitività dei nostri prodotti. Anche la minore inflazione osservata nel corso dell'anno è in larga parte attribuibile alla più moderata dinamica dei prezzi internazionali.

Le politiche economiche hanno continuato a sostenere la crescita del prodotto. Nel corso del 2016 sono state introdotte ulteriori misure di politica monetaria (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*) che si sono tradotte in un abbassamento del costo del credito più ampio di quanto precedentemente previsto, contribuendo a mantenere distese le condizioni dei mercati finanziari; il sostegno aggiuntivo all'attività economica (valutabile in 0,2 punti percentuali) si manifesterà tuttavia soprattutto nel 2017.

Gli effetti degli interventi di politica monetaria e di bilancio erano già pressoché interamente inclusi nella previsione formulata a gennaio del 2016 e pertanto non sono riportati nella tavola. Riguardo all'insieme delle misure di politica monetaria attuate a partire dal 2014 e incluse nella previsione del gennaio 2016 (il programma di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema; il tasso di interesse negativo sulle operazioni di deposito overnight presso la banca centrale; la prima serie di operazioni mirate di finanziamento a più lungo termine), nostre stime indicano un impatto cumulato sul livello del PIL nel biennio 2016-17 pari a circa due punti percentuali<sup>2</sup>.

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

<sup>2</sup> Stima basata su un aggiornamento di quelle presenti in *Bollettino economico*, 3, 2014 e in *Bollettino economico*, 1, 2016; ulteriori dettagli sulla valutazione ex ante degli effetti del programma di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema sono presentati in P. Cova e G. Ferrero, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 270, 2015.

**Contributi alla crescita e all'inflazione:  
andamento rispetto alle previsioni formulate nel gennaio 2016 (1)**  
(differenze nei tassi di crescita annuali; valori percentuali)

	VOCI	PIL	Esportazioni	Inflazione
Consuntivo sul 2016		1,0	2,6	-0,1
Previsione di gennaio 2016		1,5	3,9	0,3
Differenza (2)		-0,5	-1,3	-0,3
<i>di cui: domanda estera</i>		-0,2	-0,7	0,0
prezzi internazionali dei manufatti		-0,2	-0,5	-0,1
prezzi delle materie prime energetiche		0,0	-0,1	-0,1
tassi di cambio		-0,1	-0,2	0,0
altro		0,0	0,2	-0,1

(1) I contributi alle revisioni di PIL, esportazioni e inflazione derivano dalle variazioni negli andamenti osservati di ciascun fattore indicato in riga rispetto a quanto ipotizzato nello scenario previsionale formulato in *Bollettino economico*, 1, 2016. – (2) Eventuali discrepanze sono dovute agli arrotondamenti.

Per la politica di bilancio le simulazioni includono gli incentivi fiscali alla spesa in beni strumentali (super ammortamento) e le altre misure di sostegno alla spesa di famiglie e imprese precedentemente approvate (tra cui il credito di imposta per i redditi da lavoro dipendente medio-bassi, gli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni, l'esclusione del costo del lavoro dalla base imponibile dell'IRAP, l'abolizione, salvo sugli immobili di lusso, del prelievo sulla prima casa, la riduzione dell'aliquota dell'Ires); gli effetti sulla crescita del PIL (al netto delle misure di copertura finanziaria) sono stimabili in circa 0,4 punti percentuali complessivamente nel biennio 2016-17.

Il livello del prodotto è rimasto ben al di sotto di quello potenziale, nonostante il divario si sia ridotto rispetto al valore massimo raggiunto nel 2013 (cfr. il riquadro: *L'output gap in Italia*). Nel primo trimestre di quest'anno il PIL ha continuato a crescere, allo 0,2 per cento; resta ancora inferiore di sette punti percentuali rispetto al livello precedente la crisi, mentre in Germania e in Francia lo supera di circa otto e cinque punti, rispettivamente.

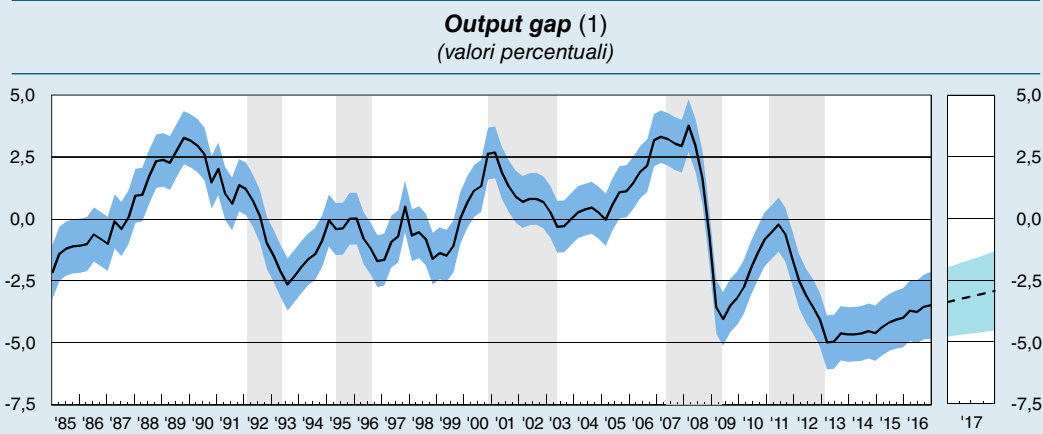
### L'OUTPUT GAP IN ITALIA

Nonostante la ripresa in atto, nell'economia italiana resta ampia la quota di risorse inutilizzate misurata dall'*output gap*, ossia dallo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale. Quest'ultimo è tuttavia una variabile non osservabile, la cui stima è caratterizzata da notevole incertezza, in particolare in presenza di fluttuazioni cicliche molto ampie. Nella letteratura economica sono stati proposti molteplici metodi, con proprietà diverse, per la stima del prodotto potenziale e dell'*output gap*; sulla base di queste indicazioni è realisticamente possibile ottenere intervalli di stima, piuttosto che valori puntuali.

La Banca d'Italia utilizza a fini analitici un approccio basato sulla combinazione di quattro metodi: una funzione di produzione aggregata, un modello a variabili latenti, un modello autoregressivo con parametri variabili e un modello autoregressivo strutturale

vettoriale<sup>1</sup>. Le valutazioni formulate sulla base di questi metodi, corredate da bande di confidenza che colgono l'incertezza intorno a tali stime, indicano che l'*output gap* dell'Italia si sarebbe collocato tra il -5 e il -2 per cento nella media del 2016 (con un valore centrale intorno al -3,5 per cento) e si porterebbe tra il -4,5 e il -1,5 per cento (con un valore centrale di -3) nell'anno in corso (figura). La dinamica assai modesta del costo del lavoro e dell'inflazione di fondo osservata nell'ultimo triennio è in larga misura attribuibile al permanere di tali ampi margini di capacità produttiva inutilizzata.

Figura



Fonte: elaborazioni su dati Istat fino al 2016 e nostre previsioni per il 2017.

(1) L'*output gap* è misurato in percentuale del prodotto potenziale; l'area di colore azzurro rappresenta le bande di confidenza del 90 per cento e le aree di colore grigio rappresentano le recessioni datate dall'Istat. La linea tratteggiata rappresenta la stima basata sulle nostre previsioni del PIL.

Le nostre stime centrali sono sostanzialmente in linea con quelle dell'OCSE; secondo il Fondo monetario internazionale e la Commissione europea, l'*output gap* sarebbe invece stato meno negativo nel 2016 (pari a -2,4 e -1,7 per cento, rispettivamente). In particolare il valore stimato dalla Commissione<sup>2</sup> è al di fuori dell'intervallo di confidenza delle nostre stime.

<sup>1</sup> La metodologia utilizzata dalla Banca d'Italia per la stima dell'*output gap* è descritta in A. Bassanetti, M. Caivano e A. Locarno, *Modelling Italian potential output and the output gap*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 771, 2010. Un recente lavoro mette inoltre in relazione l'andamento dell'*output gap* con le fluttuazioni del ciclo finanziario, misurato sulla base del credito al settore privato (cfr. G. Bulligan, L. Burlon, D. Delle Monache e A. Silvestrini, *Real and financial cycles: estimates with unobserved component models for the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

<sup>2</sup> Per la stima dell'*output gap* la Commissione europea si avvale di una metodologia basata sulla funzione di produzione, che considera anche gli indicatori qualitativi di capacità produttiva ottenuti dalle inchieste presso le imprese (cfr. K. Havik, K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen e V. Vandermeulen, *The production function methodology for calculating potential growth rates & output gaps*, European Commission, European Economy. Economic Papers, 535, 2014).

La domanda nazionale, valutata al netto dell'apporto della variazione delle scorte, ha fornito lo scorso anno un contributo alla crescita del prodotto più elevato rispetto al 2015. La spesa delle famiglie ha sostenuto l'attività per il terzo anno consecutivo, pur rallentando lievemente in tutte le principali componenti con l'eccezione degli acquisti di beni non durevoli. Il reddito disponibile è aumentato in termini reali a un tasso doppio rispetto all'anno precedente, grazie anche al contributo dei redditi da lavoro autonomo, divenuto nuovamente positivo per la prima volta dal 2012. La spesa per consumi della Pubblica amministrazione è tornata a crescere, dopo cinque anni di calo.

Dalla fine del 2014 si è riavviata e progressivamente rafforzata l'accumulazione, soprattutto sulla spinta degli acquisti di beni strumentali che hanno beneficiato sia delle favorevoli condizioni di finanziamento, sia del ricorso agli incentivi introdotti dal Governo con le ultime due leggi di bilancio (super e iper ammortamento), giudicati efficaci dalle imprese intervistate nelle nostre rilevazioni. Per la prima volta dal 2007 il recupero si è esteso nel 2016 anche agli investimenti in costruzioni, soprattutto nel comparto residenziale.

Entrambe le componenti dell'interscambio commerciale hanno rallentato. Come nella media dei sei anni precedenti, l'aumento delle esportazioni (2,4 per cento) è stato quasi in linea con l'incremento della domanda nei principali mercati di sbocco delle merci italiane (2,6 per cento); le vendite hanno risentito negativamente della perdita di competitività legata all'apprezzamento della moneta comune, più accentuata rispetto ai partner commerciali non appartenenti all'area dell'euro. La decelerazione delle importazioni è stata più marcata (al 2,9 per cento); ne è disceso un sostanziale annullamento del contributo negativo dell'interscambio con l'estero alla crescita del PIL.

La formazione di risparmio ha ripreso vigore nel complesso dell'economia, dopo la battuta d'arresto segnata nel 2015: il risparmio nazionale lordo è salito al 19,7 per cento del reddito nazionale lordo disponibile, un valore appena inferiore alla media del primo decennio degli anni duemila (tav. 5.2). La propensione al risparmio è aumentata nel settore privato, lievemente per le famiglie e in misura più accentuata per le imprese, a fronte di dividendi distribuiti che sono tornati a ridursi; l'andamento è stato di segno opposto per le Amministrazioni pubbliche. La spesa per investimenti lordi ha invece ripreso a flettere (al 17,2 per cento del reddito nazionale), unicamente per il freno della componente delle giacenze di magazzino. Vi ha corrisposto per il quarto anno consecutivo un avanzo delle partite correnti con l'estero, ampliandosi al 2,6 per cento in rapporto al reddito nazionale.

Tavola 5.2

Risparmio e investimenti lordi in Italia (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)								
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	2012	2013	2014	2015	2016
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,7	0,7	0,1	0,3	1,1	0,6
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,4	17,1	18,0	18,8	17,9	19,2
<i>di cui:</i> famiglie consumatrici (1)	20,0	14,0	8,0	4,7	5,9	6,0	5,5	5,7
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	20,1	17,7	18,2	19,1	19,0	19,7
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,3	18,1	17,2	17,2	17,6	17,2
<i>Per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,3	-0,4	1,0	1,9	1,5	2,6

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

Dal lato dell'offerta, la ripresa dell'attività produttiva si è estesa a un maggior numero di comparti rispetto al 2015, anche se persistono significative differenze tra

settori e tra imprese. Il valore aggiunto è cresciuto nella manifattura, sospinto dalla produzione di mezzi di trasporto e di macchinari e apparecchiature; è aumentato nei servizi, in particolare nel commercio; ha pressoché ristagnato nelle costruzioni, dove negli anni precedenti aveva subito una marcata contrazione.

La produttività del lavoro è diminuita, riflettendo l'effetto temporaneo del recupero della domanda di lavoro – favorito anche dagli sgravi contributivi – più intenso di quello del valore aggiunto sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi. In un'ottica di più lungo periodo la crescita della produttività rimane modesta, anche nel confronto internazionale. Le dinamiche sono state fortemente differenziate tra comparti produttivi e imprese: in crescita nella manifattura dai primi anni duemila, stagnanti nei servizi privati non finanziari (cfr. il capitolo 15: *La produttività in Italia: andamenti e determinanti*).

È proseguita l'espansione dell'occupazione; la componente alle dipendenze è tornata sui livelli registrati prima della recessione. Rimane tuttavia ancora bassa l'intensità di utilizzo della manodopera: sebbene in lieve crescita nell'ultimo biennio, le ore lavorate per addetto sono circa il 5 per cento in meno rispetto al 2007. Il tasso di disoccupazione è sceso all'11,7 per cento; l'incremento del numero di occupati è stato in parte compensato dall'aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro (di 0,9 punti percentuali), indotto anche dal progressivo miglioramento delle prospettive occupazionali. Pur rimanendo su valori storicamente elevati, il tasso di disoccupazione dei giovani fino a 24 anni ha continuato a ridursi anche nei primi mesi del 2017.

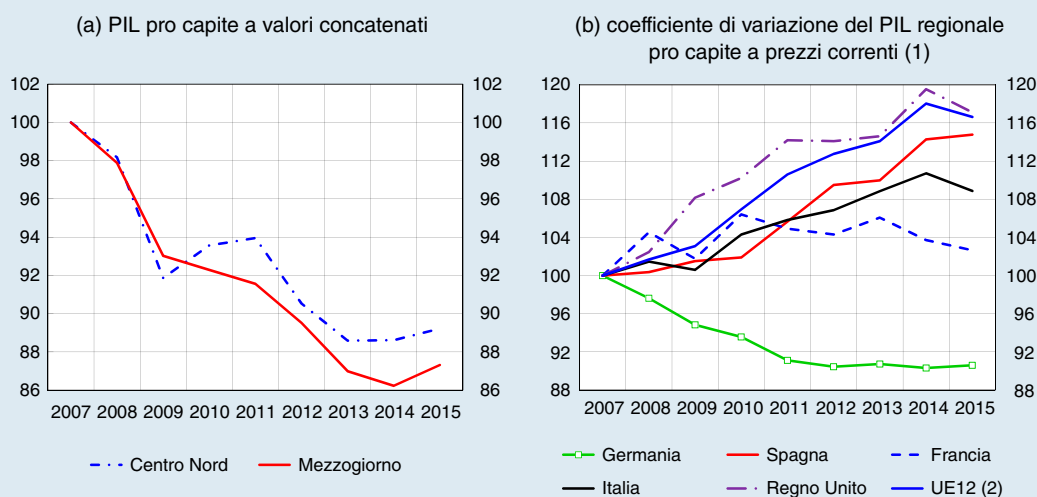
Nel 2016 la crescita ha interessato l'intero territorio nazionale. Il PIL del Mezzogiorno, secondo informazioni preliminari di fonte Svimez e Prometeia, avrebbe continuato a espandersi; l'occupazione è aumentata dell'1,7 per cento (1,2 al Centro Nord). I divari regionali restano tuttavia ampi (cfr. il riquadro: *L'economia del Mezzogiorno dopo la recessione*).

#### L'ECONOMIA DEL MEZZOGIORNO DOPO LA RECESSIONE

Rispetto al 2007 il PIL in termini reali risultava nel 2015 (ultimo anno per il quale si dispone delle informazioni territorialmente disaggregate dell'Istat) più basso di circa 12 e 7 punti percentuali rispettivamente nel Mezzogiorno e al Centro Nord. Le regioni meridionali non hanno beneficiato della lieve ripresa del biennio 2009-2010 e negli anni 2011-12 hanno risentito più marcatamente del calo della domanda interna; tuttavia a partire dal 2015 hanno conseguito una crescita dell'attività economica simile a quella del Centro Nord.

In termini pro capite questa divergenza è stata attenuata dalla dinamica della popolazione, cresciuta nel Centro Nord molto più che nel Mezzogiorno per effetto delle migrazioni interne e dall'estero (cfr. *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 43, 2016). Tra il 2007 e il 2015 il PIL pro capite è diminuito in termini reali di circa il 13 per cento nel Mezzogiorno (circa l'11 al Centro Nord; figura A, pannello a). Nel 2015 il prodotto pro capite meridionale era pari a circa il 66 per cento di quello italiano.

### Evoluzione del PIL pro capite (numeri indice: 2007=100)



Fonte: per il pannello a, elaborazioni su dati Istat, *Conti economici territoriali* (aggiornamento dicembre 2016); per il pannello b, elaborazioni su dati Eurostat (aggiornamento marzo 2017).

(1) Rapporto tra deviazione standard e media del PIL regionale pro capite corretto per le parità dei poteri di acquisto; le regioni europee sono quelle classificate al livello 2 della nomenclatura delle unità territoriali statistiche (NUTS2). – (2) Unione europea a 12 paesi, esclusa l'Irlanda per l'assenza del dato regionale per il 2015.

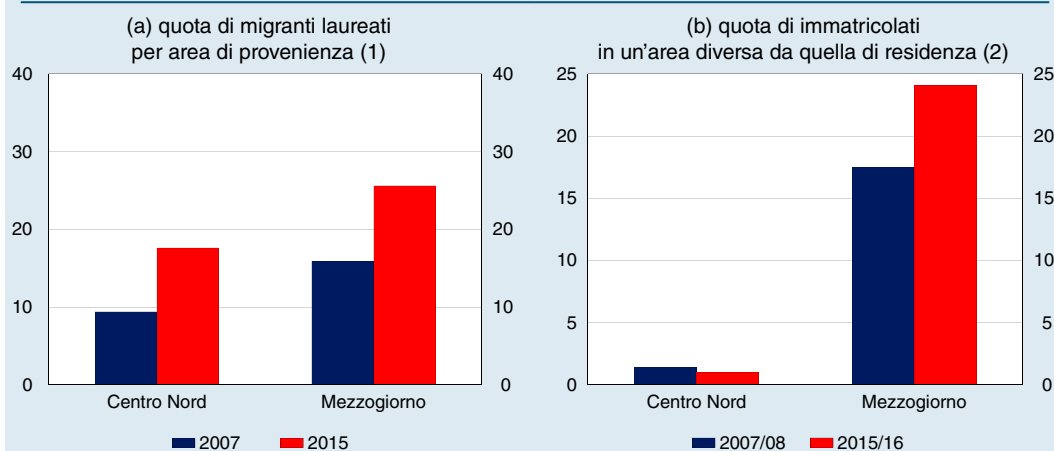
L'incremento della dispersione tra regioni a partire dalla crisi finanziaria globale è un fenomeno comune all'Europa. Considerando i paesi presenti alla fondazione dell'Unione europea nel 1993, tra loro più omogenei, il coefficiente di variazione del PIL pro capite regionale a prezzi correnti (su cui sono disponibili informazioni comparabili) è cresciuto (figura A, pannello b). Ciò ha riflesso l'aumento delle differenze tra paesi, ma anche quello delle differenze regionali al loro interno, cresciute oltre che in Italia anche nel Regno Unito e in Spagna; si sono invece ridotte in Germania, continuando il percorso di convergenza cominciato con la riunificazione del 1990.

Il divario del Mezzogiorno in termini di prodotto per abitante è attribuibile in parti pressoché uguali alla diversa quota di popolazione occupata e alla produttività. Il prodotto per occupato, che nelle regioni meridionali è più basso di oltre il 20 per cento rispetto al resto del Paese, potrebbe in prospettiva risentire dell'accentuarsi della differenza in termini di dotazioni di capitale umano tra le due aree, causata dall'accresciuta selettività delle migrazioni interne: è aumentata sia l'incidenza dei lavoratori più istruiti sul totale dei trasferimenti di popolazione dal Sud verso il Centro Nord (figura B, pannello a), sia la propensione dei giovani universitari meridionali a immatricolarsi in un'area diversa da quella di provenienza (figura B, pannello b).

La recessione ha determinato una forte crescita della quota di persone in povertà assoluta<sup>1</sup> nel Mezzogiorno (10 per cento nel 2015, da meno del 4 nel 2007; circa 6 al Centro Nord, da meno del 3 nel 2007).

<sup>1</sup> La condizione di povertà assoluta riguarda le persone che vivono in famiglie con una spesa inferiore a quella necessaria per acquistare un determinato paniere di beni e servizi; la composizione del paniere varia in base alla dimensione e alla tipologia della famiglia; il suo valore monetario segue nel tempo le variazioni dei prezzi e si differenzia anche a seconda della ripartizione geografica e della dimensione del comune di residenza.

### Trasferimenti dal Mezzogiorno per motivi di lavoro o di studio (valori percentuali)



Fonte: per il pannello a, elaborazioni su dati Istat, *Iscrizioni e cancellazioni all'anagrafe per trasferimento di residenza*; per il pannello b, MIUR, *Anagrafe nazionale studenti* (archivio amministrativo).

(1) Quota di laureati sul totale dei trasferimenti di residenza degli italiani verso il resto del Paese. – (2) Quota di immatricolati in un'area geografica diversa da quella di residenza sul totale degli immatricolati residenti.

## Tavola

### Evoluzione degli indicatori sui divari socioeconomici tra il 2007 e il 2015 (1) (quote percentuali)

AREA TEMATICA (2)	Percentuale di indicatori per cui si registra un miglioramento		Convergenza delle condizioni socioeconomiche (3)
	Centro Nord	Mezzogiorno	
1 - Risorse umane	66,7	56,7	33,3
2 - Ricerca e innovazione	83,3	83,3	50,0
3 - Energia e ambiente	71,4	64,3	57,1
4 - Inclusione sociale e attrattività territoriale	50,0	50,0	71,4
5 - Risorse naturali e culturali	76,9	30,8	30,8
6 - Reti e collegamenti per la mobilità	72,7	45,5	27,3
7 - Competitività dei sistemi produttivi e occupazione	41,4	27,6	13,8
8 - Città e sistemi urbani	75,0	33,3	16,7
9 - Apertura internazionale	75,0	100,0	50,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo*.

(1) Per alcuni indicatori il primo e l'ultimo anno disponibile possono differire. – (2) Classificazione basata sulle priorità definite in Ministero dello Sviluppo economico, *Quadro strategico nazionale per la politica regionale di sviluppo 2007-2013*, giugno 2007. –

(3) Percentuale dei casi in cui l'indicatore del Mezzogiorno presenta un miglioramento più accentuato o un peggioramento meno marcato del corrispondente indicatore del Centro Nord.

Informazioni più ampie sull'andamento dei divari socioeconomici possono essere ottenute a partire dalla banca dati Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo dell'Istat; la banca dati include un numero elevato di indicatori ripartibili in nove aree tematiche che coprono anche aspetti collegati al benessere non esclusivamente economico della popolazione. Per la maggior parte delle aree tematiche la percentuale di casi in cui un indicatore ha registrato un miglioramento nel periodo 2007-2015 è risultata al Centro Nord superiore a quella del Mezzogiorno (tavola). I comparti per

i quali gli indicatori del Mezzogiorno presentano un miglioramento più accentuato o un peggioramento meno marcato dei corrispondenti indicatori del Centro Nord (terza colonna) sono circoscritti alle aree tematiche dell'energia e ambiente e dell'inclusione sociale e attrattività territoriale. L'allargamento dei divari ha interessato, oltre agli ambiti più strettamente economici, soprattutto l'utilizzo e la valorizzazione delle risorse naturali e culturali, le reti e i collegamenti per la mobilità, lo sviluppo urbano.

Nella media del 2016 l'inflazione al consumo è divenuta negativa (-0,1 per cento) per la prima volta dal 1987, anno di inizio della serie storica; anche quella di fondo, misurata escludendo i prodotti alimentari ed energetici, è scesa, allo 0,5 per cento. La dinamica dei prezzi è risalita dallo scorso autunno, raggiungendo in aprile i valori più elevati dall'inizio del 2013; è stata sostenuta soprattutto dall'evoluzione delle componenti più volatili, quali beni alimentari freschi e prodotti energetici. L'inflazione di fondo, pure in aumento dallo scorso gennaio, resta su livelli ancora contenuti nel confronto storico, risentendo dei margini tuttora ampi di forza lavoro e di capacità produttiva inutilizzate e della debole dinamica salariale.

Al persistere di una crescita dei prezzi molto bassa ha contribuito il modesto incremento del costo del lavoro, legato alla dinamica contenuta delle retribuzioni contrattuali e al calo degli oneri sociali. I più recenti rinnovi contrattuali, che incorporano in misura ridotta aggiustamenti per l'inflazione attesa e includono meccanismi di indicizzazione a quella realizzata, prefigurano per il 2017 dinamiche salariali ancora più contenute. Il legame delle retribuzioni con l'inflazione passata, anziché con i suoi valori previsti o programmati, si traduce in una maggiore inerzia nell'andamento dell'inflazione stessa; nell'attuale fase ciclica ciò potrebbe rendere più difficile il ritorno a valori coerenti con la stabilità dei prezzi (cfr. il riquadro: *Le tendenze in atto nelle relazioni industriali* del capitolo 8).

Nel 2016 la politica di bilancio ha mantenuto per il terzo anno consecutivo un orientamento moderatamente espansivo (misurato con la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico). Riflettendo il miglioramento delle condizioni cicliche, l'indebitamento netto è tuttavia diminuito al 2,4 per cento del prodotto (dal 2,7 nel 2015): vi hanno contribuito sia la riduzione della spesa per interessi sia l'aumento dell'avanzo primario. Il rapporto tra debito pubblico e PIL è cresciuto di circa mezzo punto, al 132,6 per cento; al netto dell'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro è rimasto pressoché costante.

È proseguita l'opera di riforma volta a migliorare la qualità dell'azione del settore pubblico. È stata completata la revisione della normativa sui contratti pubblici e si è concluso l'iter di attuazione della riforma della Pubblica amministrazione la cui efficacia è tuttavia indebolita dal mancato intervento sulla dirigenza pubblica. Permangono ostacoli alla concorrenza in alcuni mercati regolamentati e al funzionamento efficiente della giustizia civile, ambiti in cui il processo di riforma ha compiuto pochi progressi.

Nel 2016 e nei primi mesi dell'anno in corso è proseguita l'espansione del credito al settore privato. La dinamica dei prestiti alle imprese resta eterogenea tra settori di attività e classi dimensionali, rispecchiando anche differenze nel merito di credito; crescono i finanziamenti alle aziende dei servizi e a quelle di maggiori dimensioni, si riducono quelli all'edilizia e alle imprese più piccole. Le condizioni di offerta rimangono

accomodanti: il costo medio dei nuovi prestiti alle aziende si colloca su livelli minimi nel confronto storico. La qualità del credito delle banche italiane migliora gradualmente, beneficiando del consolidamento della crescita dell'attività economica. In rapporto al totale dei finanziamenti il flusso di nuovi crediti deteriorati, valutato al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è sceso nel corso del 2016 sia per le famiglie sia per le imprese, portandosi sui valori minimi dall'inizio della crisi globale.

Le indicazioni congiunturali più recenti sono coerenti con la prosecuzione della crescita del prodotto e dell'aumento dell'occupazione nella prima parte del 2017. L'attività dovrebbe beneficiare del rafforzamento sia della domanda interna sia del maggiore stimolo proveniente dal commercio internazionale. Segnali favorevoli emergono dagli indicatori qualitativi, con particolare riferimento alle intenzioni di investimento e alle prospettive sugli ordini esteri. L'indicatore Ita-coin<sup>1</sup> elaborato dalla Banca d'Italia, che traccia la dinamica di fondo dell'economia italiana, segnala in aprile una moderata crescita dell'attività anche nel secondo trimestre.

---

<sup>1</sup> Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano*, in *Bollettino economico*, 2, 2015.

## 6. LE IMPRESE

Nel 2016 la ripresa della produzione si è diffusa in misura più omogenea tra i diversi settori economici: l'attività ha continuato a recuperare nell'industria, ha lievemente accelerato nei servizi e ha interrotto una lunga fase recessiva nell'edilizia.

La spesa per investimenti fissi, soprattutto in beni strumentali, si è rafforzata, favorita dalle condizioni monetarie e finanziarie espansive e dall'effetto dei nuovi incentivi fiscali introdotti dal Governo. Il miglioramento della fiducia degli imprenditori ha stimolato l'accumulazione; gli indicatori che misurano l'incertezza sulle politiche economiche, a livello europeo e nazionale, rimangono però su valori elevati.

La redditività delle imprese è cresciuta. Il calo dei tassi di interesse ha contribuito alla riduzione della vulnerabilità finanziaria e al contenimento delle esigenze di finanziamento. Il rapporto tra autofinanziamento e investimenti ha raggiunto il valore più elevato da oltre quindici anni.

Le condizioni di offerta del credito sono migliorate, ma i prestiti alle imprese stentano a espandersi, soprattutto a seguito della modesta esigenza di finanziamenti. Resta ampia l'eterogeneità nell'andamento del credito tra le diverse tipologie di aziende.

### *Gli andamenti economici*

*La demografia di impresa.* – Dopo due anni consecutivi di aumento, nel 2016 il tasso di natalità netta delle imprese, che esclude le cancellazioni d'ufficio, si è stabilizzato allo 0,8 per cento, circa mezzo punto percentuale al di sopra del minimo registrato nel 2013, ma ancora al di sotto dei livelli precedenti la crisi; il lieve calo delle nascite è stato compensato dalla flessione della mortalità. Nel primo trimestre del 2017 la natalità netta ha ripreso a crescere, all'1,0 per cento su base annua e al netto dei fattori stagionali, per effetto sia di un incremento delle nascite, sia di una nuova flessione delle cessazioni di impresa.

In linea con la ripresa ciclica, la natalità netta è migliorata nell'industria in senso stretto, dove ha raggiunto i livelli medi precedenti la crisi, e nelle costruzioni. Per contro nei servizi privati si è arrestata la ripresa iniziata nel biennio 2014-15. Continua la ricomposizione della popolazione di imprese attive verso forme giuridiche più complesse, in atto dagli anni novanta: aumentano le società di capitale, la cui quota sul totale ha superato il 20 per cento, si riducono quelle di persone e le ditte individuali.

La mortalità di impresa si è contratta per il terzo anno consecutivo, tornando sui livelli precedenti la crisi finanziaria. La flessione durante l'ultimo triennio ha riflesso le minori cessazioni tra le imprese più mature. Per le imprese di più recente costituzione (quelle nate dopo il 2013) a una mortalità lievemente più alta si è associata una maggiore crescita dimensionale delle sopravvissute.

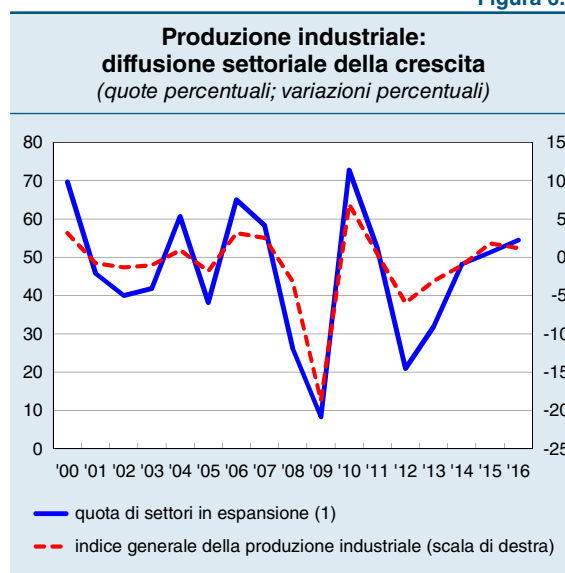
*Il valore aggiunto e la produzione.* – Nel 2016 il valore aggiunto nel complesso dell'economia è aumentato come nell'anno precedente dello 0,7 per cento, poco meno del PIL. La ripresa si è estesa tra i principali comparti produttivi in misura più omogenea: l'attività ha continuato a recuperare nell'industria in senso stretto, si è irrobustita nei servizi, ha interrotto la prolungata flessione nelle costruzioni. La quota dei profitti sul valore aggiunto delle società non finanziarie, che aveva toccato un minimo storico nel 2012, l'anno scorso ha recuperato circa metà della caduta accumulata durante la crisi del debito sovrano; resta comunque bassa nel confronto con i valori precedenti la doppia recessione.

L'attività nell'industria in senso stretto è cresciuta dell'1,3 per cento (dal 2,4 dell'anno precedente). La produzione dei mezzi di trasporto, che nel 2015 era fortemente aumentata, ha rallentato in connessione con l'indebolimento della domanda estera. La crescita del valore aggiunto della chimica, i cui saldi con l'estero sono migliorati, si è invece rafforzata. Tra i settori produttori di beni tradizionali, per il tessile e l'industria del legno è proseguita la tendenza al ribasso in atto da oltre quindici anni, mentre la metallurgia ha ripreso a espandersi. La fornitura di energia è aumentata, anche a seguito della temporanea flessione dell'offerta dalla Francia nella seconda metà dell'anno.

La crescita della produzione industriale è stata in linea con quella dell'area dell'euro e della Germania, inferiore a quella spagnola ma superiore a quella francese. Proseguendo la tendenza in atto dal 2013, la quota dei settori in espansione è salita, (fig. 6.1), a conferma del progressivo consolidamento della ripresa. Nel primo trimestre di quest'anno la produzione industriale si è temporaneamente indebolita (-0,3 per cento in termini congiunturali), risentendo soprattutto della flessione del comparto energetico, dopo il forte aumento nel periodo autunnale.

L'attività nell'edilizia, che dal 2008 aveva attraversato la più lunga fase di contrazione dal dopoguerra, si è stabilizzata; gli andamenti sono stati tuttavia diversi nel comparto residenziale e in quello delle altre costruzioni. Il primo è stato sospinto soprattutto dai lavori di ristrutturazione e valorizzazione del patrimonio esistente, che beneficiano di agevolazioni fiscali; ha inoltre tratto stimolo dal recupero del mercato delle abitazioni, i cui effetti

Figura 6.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: indice destagionalizzato della produzione industriale*.

(1) Numero di settori in espansione sul totale (a livello di classe Ateco); sono considerati in espansione i settori in crescita rispetto all'anno precedente.

cominciano a manifestarsi anche sui prezzi (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*). Il comparto non residenziale, pur sostenuto dalle costruzioni private, ha risentito delle difficoltà di adeguamento alle nuove normative sugli appalti pubblici. Secondo nostri sondaggi l'avvio della nuova disciplina avrebbe comportato ritardi nella formulazione dei bandi, con temporanee ricadute sull'edilizia; le imprese segnalano tuttavia che nel lungo periodo dovrebbero prevalere gli aspetti positivi del nuovo regime (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

Il valore aggiunto dei servizi privati ha accelerato allo 0,8 per cento. La crescita è stata sostenuta nei settori del commercio, della ristorazione e dell'arte e intrattenimento, favoriti dalla stabile dinamica dei consumi delle famiglie residenti (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*) e dal rafforzamento della spesa dei non residenti. Le attività immobiliari hanno continuato a beneficiare della ripresa delle transazioni di case. I servizi non finanziari rivolti alle imprese, normalmente prociclici, si sono irrobustiti; il valore aggiunto dell'intermediazione finanziaria e assicurativa, che aveva risentito limitatamente delle recenti fasi di recessione, è diminuito.

Secondo l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) – svolta dalle Filiali della Banca d'Italia all'inizio di quest'anno su oltre 4.000 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari – nel 2016 la crescita del fatturato è stata diffusa nel settore dei servizi, mentre nella manifattura ha riguardato prevalentemente le aziende orientate verso i mercati esteri ma anche quelle di piccola dimensione, che erano state particolarmente colpite dalla debolezza dell'attività economica negli anni precedenti.

*Gli investimenti.* – L'accumulazione di capitale è aumentata del 2,9 per cento (tav. 6.1), un ritmo leggermente superiore a quello della Germania e della Francia, inferiore a quello della Spagna. Nonostante l'incremento dell'ultimo biennio, pari cumulativamente a 4,6 punti percentuali, l'investimento fisso lordo è ancora inferiore di circa un quarto rispetto al livello del 2007; l'investimento al netto della stima degli ammortamenti è ancora negativo. L'accumulazione di costruzioni si è riattivata, quella in beni strumentali si è irrobustita, soprattutto per gli acquisti da parte delle imprese edili.

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia						
(quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2016 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2014	2015	2016	2000	2016
Costruzioni	47,5	-6,6	-0,4	1,1	9,8	8,1
abitazioni (2)	26,7	-7,0	2,0	3,0	4,7	4,6
altre costruzioni (2)	20,8	-6,3	-3,0	-1,2	5,1	3,6
costi per trasferimento di proprietà	4,4	-4,4	8,0	22,5	0,8	0,8
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	36,8	1,8	4,9	7,4	7,9	6,3
di cui: mezzi di trasporto	6,5	9,3	20,3	27,3	1,6	1,1
Prodotti della proprietà intellettuale	15,7	3,7	0,7	-1,3	2,5	2,7
<b>Totale investimenti fissi lordi</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>20,2</b>	<b>17,1</b>
Totale escluse le abitazioni	–	-0,4	1,5	2,9	15,4	12,6
Totale escluse le costruzioni	–	2,4	3,5	4,7	10,4	9,0

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

Si è attenuata la flessione dello stock di capitale al netto delle abitazioni; quello di fabbricati ha continuato a ridursi di poco meno dell'uno per cento, mentre quello relativo agli impianti, macchinari e mezzi di trasporto si è pressoché stabilizzato.

Gli investimenti in beni strumentali hanno beneficiato soprattutto del calo dei costi di finanziamento, indotto dall'orientamento espansivo della politica monetaria (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), e dei nuovi incentivi fiscali sui beni strumentali (super ammortamento), successivamente confermati e ampliati per le attività innovative (iper ammortamento). La domanda aggregata, pur migliorando, esercita invece uno stimolo modesto all'accumulazione, considerato che i margini di inutilizzo dei fattori sono ancora ampi (cfr. il riquadro: *L'andamento degli investimenti e la ripresa ciclica*).

Il clima di fiducia del settore manifatturiero ha raggiunto nell'aprile scorso il livello massimo dalla fine del 2007; sono migliorate soprattutto le valutazioni sugli ordini, dall'interno e dall'estero. L'indagine coordinata dalla Commissione europea segnala inoltre che nel 2016 diversi ostacoli all'accumulazione si sono ridotti nel nostro paese<sup>1</sup>. Le imprese continuano a percepire un'elevata incertezza imputabile a fattori economici e politici.

#### L'ANDAMENTO DEGLI INVESTIMENTI E LA RIPRESA CICLICA

Dopo una caduta complessiva di quasi il 30 per cento durante la doppia crisi, gli investimenti in Italia sono tornati a espandersi dalla fine del 2014; nello scorso biennio hanno contribuito per circa la metà alla crescita del prodotto.

Gli andamenti sono stati eterogenei. Gli investimenti in beni strumentali (attrezzature, macchinari, mezzi di trasporto e prodotti di proprietà intellettuale) negli ultimi tre anni hanno fatto registrare una crescita relativamente sostenuta (di quasi l'11 per cento), che ne ha riportato il rapporto rispetto al prodotto in prossimità di quello medio osservato nel decennio precedente la crisi (figura, pannello a). Per contro la spesa in costruzioni, in contrazione dal 2008, ha iniziato a risalire in misura contenuta solo a partire dallo scorso anno.

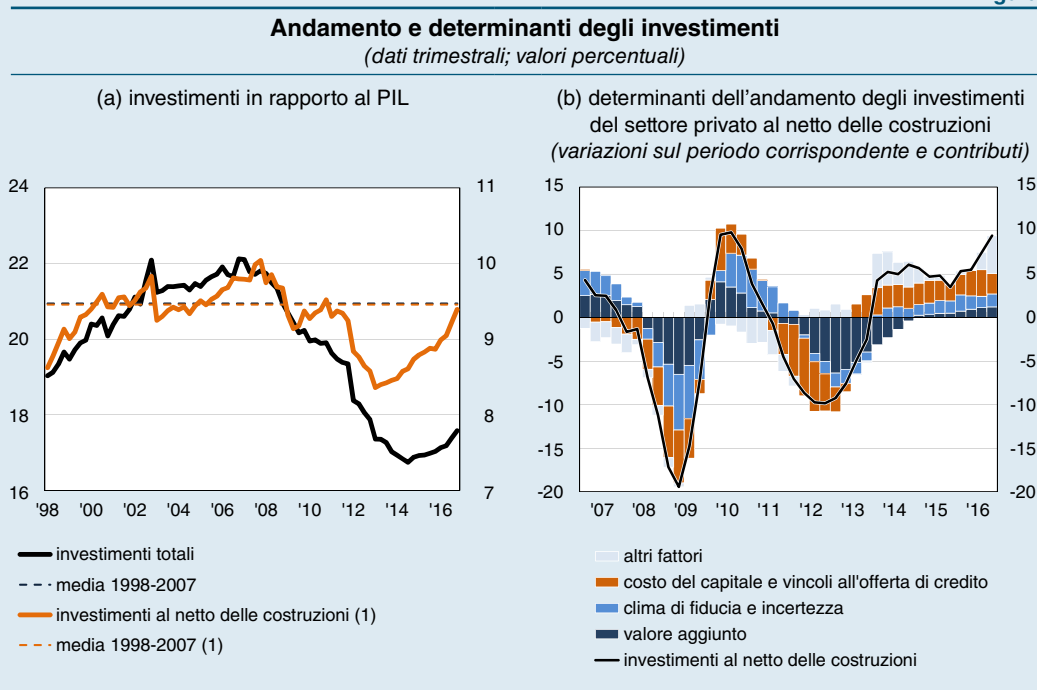
I fattori alla base dell'andamento degli investimenti diversi dalle costruzioni possono essere analizzati utilizzando un modello macroeconomico che tiene conto della domanda, del clima di fiducia delle imprese, dell'incertezza, del costo d'uso del capitale (che dipende dal livello dei tassi di interesse reali, dagli ammortamenti e dalla tassazione sul reddito di impresa) e delle condizioni di offerta del credito<sup>1</sup>. L'analisi indica che nell'ultimo triennio tutti i fattori citati sono tornati a fornire un apporto positivo alla dinamica degli investimenti (figura, pannello b).

<sup>1</sup> F. Busetti, C. Giordano e G. Zevi, *The drivers of Italy's investment slump during the double recession*, "Italian Economic Journal", 2, 2, 2016, pp. 143-165.

<sup>1</sup> Commissione europea, *Business and Consumer Survey Results*, aprile 2017.

Il principale sostegno all'accumulazione proviene dalla riduzione del costo d'uso del capitale, grazie alla diminuzione generalizzata dei tassi di interesse e alla progressiva distensione delle condizioni di offerta di credito, segnalata dai risultati qualitativi delle indagini condotte presso gli intermediari e presso le imprese. Durante la fase più acuta della crisi del debito sovrano nel biennio 2011-12, queste determinanti avevano indotto oltre un terzo della caduta<sup>2</sup>. La rilevanza dell'offerta di credito nello spiegare la dinamica degli investimenti durante le due recessioni è confermata anche dai risultati di ulteriori analisi basate sui dati dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind)<sup>3</sup>.

Figura



Le condizioni del credito sono divenute più distese nonostante il permanere di livelli elevati dello stock di crediti deteriorati che, come ha messo in luce una recente analisi empirica della Banca d'Italia, hanno condizionato solo limitatamente i flussi di credito bancario alle imprese negli anni tra il 2008 e il 2015 (cfr. il riquadro: *Qualità dei portafogli bancari e offerta di credito alle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*,

<sup>2</sup> F. Busetti e P. Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 201, 2013. Cfr. anche M. Caivano, L. Rodano e S. Siviero, *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana. Un'indagine controfattuale, 2008-2010*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 64, 2010; E. Gaiotti, *Credit availability and investment: lessons from the "great recession"*, "European Economic Review", 59, 2013, pp. 212-227; S. Bond, G. Rodano e N. Serrano-Velarde, *Investment dynamics in Italy: financing constraints, demand and uncertainty*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 283, 2015, e altri lavori inclusi negli atti della prima sessione del workshop su *Investment financing*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, di prossima pubblicazione; I. Buono e S. Formai, *Bank credit, liquidity and firm-level investment: are recessions different?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> A. De Socio e E. Sette, *Firm investments during two crises*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

1, 2017)<sup>4</sup>. Il ruolo significativo della leva finanziaria e dei prestiti a lungo termine è confermato da uno studio sugli investimenti delle imprese e delle famiglie italiane nel periodo 1995-2016<sup>5</sup>.

Il contributo all'accumulazione di capitale indotto dalle fluttuazioni cicliche, riconducibile essenzialmente al meccanismo dell'acceleratore, è tornato progressivamente a migliorare, ma rimane contenuto, anche per via di un apporto ancora limitato del commercio internazionale che negli ultimi anni è cresciuto a un ritmo largamente inferiore alla media storica.

Il miglioramento del clima di fiducia, desunto dai giudizi delle imprese industriali nelle rilevazioni dell'Istat, e l'attenuarsi dell'incertezza degli imprenditori, misurata con la dispersione delle loro attese su ordini, produzione e situazione economica, hanno anch'essi favorito la ripresa dell'accumulazione. Indicatori alternativi dell'incertezza rimangono però su valori elevati. In particolare l'indice di incertezza sulle politiche economiche (*economic policy uncertainty index, EPU index*) si colloca su livelli eccezionalmente sostenuti a livello globale e nell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'incertezza sulle politiche economiche e nei mercati finanziari dei paesi avanzati*, in *Bollettino economico*, 2, 2017). Ne potrebbero derivare ripercussioni negative sulle decisioni di spesa delle famiglie e su quelle di investimento delle imprese.

Le misure di incentivo disposte dal Governo con le leggi di bilancio per il 2016 e il 2017 al fine di stimolare gli investimenti in beni strumentali (super ammortamento) e in tecnologie avanzate (iper ammortamento), riportate tra gli "altri fattori" nella scomposizione presentata in figura, hanno contribuito a sostenere la dinamica degli investimenti. Secondo nostre stime (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2017)<sup>6</sup> tali agevolazioni fornirebbero un impulso all'accumulazione di capitale produttivo complessivamente pari a 3,5 punti percentuali nel triennio 2016-18, riconducibile principalmente a un anticipo dei piani di spesa delle imprese. A corroborare tale valutazione contribuiscono i giudizi positivi espressi dalle imprese nell'indagine Invind e nei sondaggi congiunturali (cfr. i riquadri: *Le prospettive degli investimenti sulla base delle inchieste presso le imprese*, in *Bollettino economico*, 4, 2016, e *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, in *Bollettino economico*, 1, 2017).

<sup>4</sup> M. Accornero, P. Alessandri, L. Carpinelli e A. M. Sorrentino, *Non-performing loans and the supply of bank credit: Evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 374, 2017.

<sup>5</sup> C. Giordano, M. Marinucci e A. Silvestrini, *A macro assessment of external finance and other factors in explaining Italy's firm and household investment*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> G. Bulligan, F. Buseti, M. Caivano, 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, di prossima pubblicazione.

Secondo l'indagine Invind la crescita dell'accumulazione è stata più marcata per le piccole e medie imprese manifatturiere (tav. 6.2), che negli anni scorsi avevano risentito fortemente della recessione. Il contributo degli incentivi fiscali, introdotti con il super ammortamento, secondo l'indagine è stato significativo; circa un quinto delle aziende dichiara che in assenza di tale incentivo la spesa in investimenti sarebbe

stata inferiore. L'agevolazione avrebbe contribuito ad aumentare il tasso di realizzo dei piani di spesa formulati all'inizio dell'anno, soprattutto per le aziende piccole.

**Tavola 6.2**

<b>Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1)</b> (variazioni percentuali a prezzi 2016, salvo diversa indicazione)									
VOCI	Totale		Numero di addetti			Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
	da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta	
<b>Industria in senso stretto</b>									
Consuntivo per il 2016	3,7	21,1	4,7	-0,8	-0,7	0,9	7,1	-1,3	10,4
Tasso di realizzo (4)	98,1	115,4	102,6	94,1	91,6	95,1	101,6	96,5	99,8
Programmi per il 2017	5,6	-1,4	6,6	6,9	7,8	6,9	3,8	7,1	4,0
<i>di cui: manifattura</i>									
consuntivo per il 2016	6,9	25,3	6,2	-1,6	2,5	7,3	6,6	3,0	11,1
tasso di realizzo (4)	100,8	116,9	104,8	95,3	92,6	98,8	102,5	101,8	100,0
programmi per il 2017	4,7	-2,3	7,1	5,2	7,1	6,5	2,9	6,2	3,6
<b>Servizi (5)</b>									
Consuntivo per il 2016	4,0	12,2	8,7	-2,6	0,1	....	....	-0,5	8,5
Tasso di realizzo (4)	101,9	105,4	106,6	107,8	97,7	....	....	96,9	107,1
Programmi per il 2017	0,2	-3,3	-2,4	11,3	0,8	....	....	-0,7	1,1
<b>Totale</b>									
Consuntivo per il 2016	3,9	15,6	6,9	-1,6	-0,3	....	....	-0,9	9,3
Programmi per il 2017	2,8	-2,5	1,9	8,6	3,9	....	....	3,1	2,4

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 positivo e 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 2016 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, alle previsioni per il 2017 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 2016. – (5) Servizi privati non finanziari.

Le imprese che hanno risposto all'indagine pianificano per il 2017 un'espansione degli investimenti complessivi, di poco inferiore al 3 per cento, sospinta prevalentemente dalle grandi aziende dell'industria in senso stretto. I piani di spesa sono più favorevoli per le imprese che si attendono una crescita della domanda, soprattutto sui mercati esteri.

Le aziende segnalano che le misure di incentivo agli investimenti in tecnologie digitali avanzate (iper ammortamento, introdotto dalla legge di bilancio per il 2017 e riconducibile al piano nazionale Industria 4.0) sosterranno la spesa, soprattutto di beni immateriali, in misura significativa per le piccole e medie imprese innovatrici.

L'accumulazione in costruzioni, in riduzione dal 2008, ha ripreso a espandersi (1,1 per cento), ma rimane inferiore di oltre un terzo ai valori raggiunti prima della crisi. La componente residenziale, che durante la recessione era diminuita in misura contenuta, è cresciuta per il secondo anno consecutivo (3,0 per cento). Il forte recupero delle compravendite (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*) ha notevolmente sospinto le commissioni connesse con i trasferimenti di proprietà; le detrazioni fiscali hanno favorito le spese per la manutenzione straordinaria. Gli investimenti nelle altre costruzioni hanno invece continuato a diminuire (-1,2 per cento), soprattutto

per via dell'andamento della componente pubblica (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*) che presumibilmente ha risentito nel breve termine dell'adeguamento al nuovo Codice degli appalti.

Secondo la rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia nei primi mesi di quest'anno su un campione di oltre 400 imprese edili, nel 2016 si è registrata una marcata flessione nella produzione di opere pubbliche, che avrebbe plausibilmente risentito del calo degli investimenti pubblici. Per il 2017 le aziende prevedono un'ulteriore riduzione della produzione, sebbene di minore entità.

*L'innovazione.* – Nel 2016 gli investimenti in beni immateriali sono diminuiti dell'1,3 per cento per effetto delle minori spese per software e basi dati. L'accumulazione di attività intangibili ha recuperato dal 2014 il lieve calo registrato durante la crisi, ma rimane modesta nel confronto europeo; essa è aumentata del 7,6 per cento dal minimo registrato nel 2011, a fronte di un incremento pari al 10,6 per cento in Germania e al 15,5 in Francia.

La spesa in ricerca e sviluppo a prezzi concatenati è cresciuta dello 0,9 per cento (dall'1,2 per cento del 2015), mantenendosi pressoché invariata in rapporto al PIL (1,3 per cento), circa la metà rispetto ai livelli della Germania e della Francia. Sul ritardo italiano pesa l'elevata frammentazione del sistema produttivo, unitamente alla più bassa propensione alla ricerca delle aziende di medie dimensioni. Il contributo delle grandi imprese si è ampliato significativamente a partire dal 2007; le prime dieci per spesa in ricerca e sviluppo rappresentavano nel 2015 oltre il 60 per cento del totale della spesa del settore privato; la loro quota di spesa in ricerca e sviluppo sul fatturato è in media comparabile a quella di analoghe imprese tedesche e francesi.

Nel 2016 il numero di brevetti depositati presso il competente ufficio europeo (European Patent Office, EPO) è cresciuto per il secondo anno consecutivo, superando i 4.000 brevetti; l'aumento maggiore si è avuto nei settori dei trasporti e della chimica e farmaceutica. La quota italiana sul totale dei brevetti depositati presso l'EPO dai paesi dell'area dell'euro è salita all'8,2 per cento, ma resta bassa se confrontata con il peso del Paese in termini di valore aggiunto o di popolazione residente.

Dal 2013 sono state introdotte alcune misure di incentivo alle attività innovative e si è ampliata la quota di imprese che dichiara di averne beneficiato<sup>2</sup>. Tali aiuti hanno raggiunto nel 2015 lo 0,7 per cento del PIL, superando per la prima volta da un decennio la media europea. L'incremento riflette prevalentemente l'utilizzo dei crediti di imposta, recentemente rafforzati nell'ambito del piano nazionale Industria 4.0.

*La domanda di lavoro.* – Nel 2016 l'utilizzo dell'input di lavoro da parte delle imprese è fortemente aumentato: il monte ore lavorate dai dipendenti del settore privato non agricolo è cresciuto del 3,0 per cento, un ritmo superiore a quello del numero degli occupati (2,3 per cento). Le ore lavorate per addetto, pur in espansione negli ultimi due anni, rimangono ancora inferiori di quasi il 5 per cento ai livelli registrati

<sup>2</sup> Istat, *L'innovazione nelle imprese: anni 2012-2014*, Statistiche report, 2016.

prima del 2008. L'input di lavoro è aumentato nella gran parte dei settori produttivi, rafforzandosi nella manifattura e nei servizi privati e arrestando la sua caduta nelle costruzioni.

Secondo l'indagine Invind l'incremento delle ore lavorate ha interessato tutte le classi dimensionali di impresa, accentuandosi in particolare tra le piccole e medie imprese (PMI); all'aumento dell'occupazione le PMI hanno associato un tasso di accumulazione del capitale più elevato.

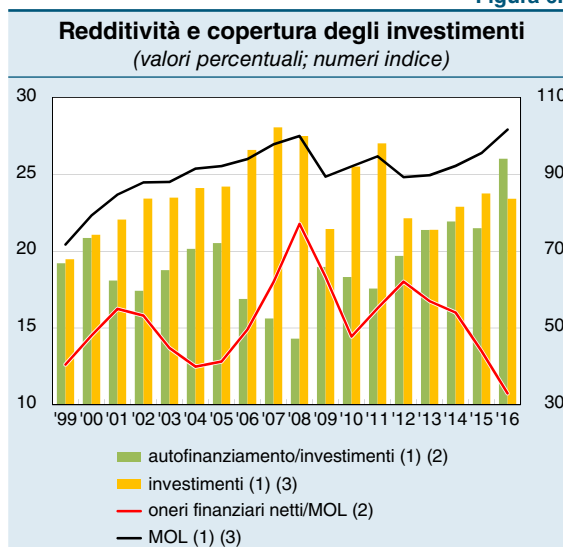
*La produttività.* – Nel 2016 la produttività oraria del lavoro è scesa (-1,0 per cento); l'aumento ciclico dell'input di lavoro, favorito anche dagli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*), è stato più intenso di quello del valore aggiunto, sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi.

La crescita di lungo periodo della produttività rimane insoddisfacente nel confronto internazionale, rispecchiando la scarsa attività innovativa delle imprese, una struttura produttiva sbilanciata verso aziende di piccola e piccolissima dimensione e una gestione spesso fondata su un management di derivazione familiare (cfr. il capitolo 15: *La produttività in Italia: andamenti e determinanti*).

*La redditività e il saldo finanziario.* – Nel 2016 la redditività delle imprese ha accelerato: il margine operativo lordo (MOL) è aumentato di oltre il 6 per cento, superando il livello del 2008 (fig. 6.2). Il calo dei tassi di interesse ha contribuito a ridurre al 10,7 per cento la quota del MOL assorbita dagli oneri finanziari netti, un valore molto basso rispetto agli anni precedenti. L'indagine Invind conferma il miglioramento della redditività: nel 2016 la quota di imprese in utile è cresciuta dal 69 al 73 per cento; l'aumento è stato più marcato per le imprese con almeno 50 addetti.

Le risorse finanziarie generate internamente sono risultate elevate in rapporto all'accumulazione di capitale. Il rapporto tra autofinanziamento e investimenti ha raggiunto il valore più elevato da oltre quindici anni (94 per cento) e il saldo finanziario, divenuto positivo dal 2012, ha continuato a crescere raggiungendo l'1,8 per cento del PIL. Sono aumentate le attività liquide (tav. 6.3), il cui livello è salito al 20 per cento del PIL; sulla base dell'indagine Invind, l'incremento è stato più ampio per le società di maggiore dimensione, riflettendo il migliore andamento degli utili.

Figura 6.2



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. – (2) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati Istat. – (3) Indici: 2008=100.

## Le fonti di finanziamento

*La struttura finanziaria.* – Nel 2016 i debiti finanziari delle imprese in rapporto al PIL si sono lievemente ridotti, al 75 per cento (fig. 6.3.a). È proseguito il processo di riequilibrio della struttura finanziaria avviato nella prima parte del decennio: rispetto al 2011 la leva finanziaria è scesa di oltre sette punti percentuali, al 42,3 per cento. Il miglioramento è riconducibile per 5,7 punti percentuali alla crescita del patrimonio netto, 2,6 dei quali derivanti dall'apporto di nuove risorse e 3,1 dall'aumento del prezzo delle azioni.

Tra il 2011 e il 2015 il contributo degli incrementi patrimoniali alla riduzione della leva finanziaria è stato rilevante soprattutto per le grandi imprese (fig. 6.3.b); tra quelle di minore dimensione è stato invece preponderante l'effetto derivante dall'uscita dal mercato delle aziende più indebitate.

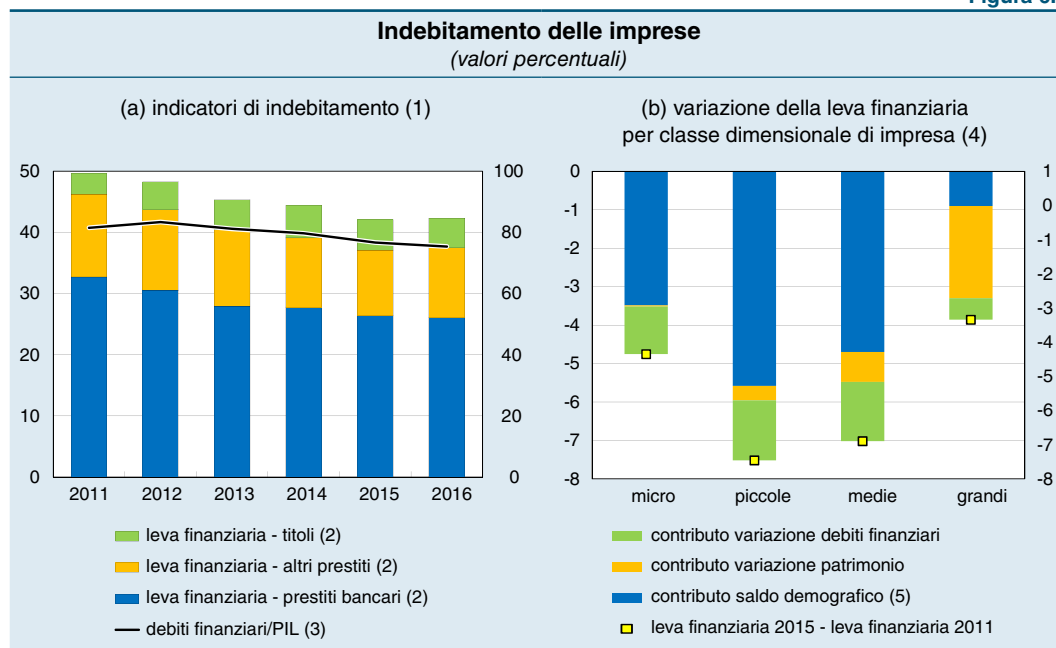
Tavola 6.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2016	composizione percentuale		2015	2016
		2015	2016		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi	337.041	18,8	19,5	29.664	20.490
Titoli	60.919	3,6	3,5	1.663	4.220
<i>di cui:</i> pubblici italiani	50.395	3,0	2,9	-1.042	3.445
Azioni e partecipazioni	590.687	35,3	34,1	13.902	47.265
Crediti commerciali	585.725	33,3	33,9	-23.408	34.191
Altre attività (2)	155.744	9,0	9,0	-775	6.659
<b>Totale attività</b>	<b>1.730.116</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>21.045</b>	<b>112.826</b>
<i>di cui:</i> sull'estero	467.002	26,9	27,0	-711	23.837
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti finanziari	1.260.451	34,2	34,0	-24.993	5.079
Prestiti bancari	775.808	21,5	21,0	-10.870	-11.284
Altri prestiti (3)	340.078	8,7	9,2	-12.332	18.748
Titoli	144.565	4,0	3,9	-1.791	-2.385
Azioni e partecipazioni	1.716.604	47,2	46,4	55.036	35.960
Debiti commerciali	521.567	13,2	14,1	-24.919	36.230
Altre passività (4)	203.774	5,3	5,5	4.311	6.986
<b>Totale passività</b>	<b>3.702.396</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>9.436</b>	<b>84.256</b>
<i>di cui:</i> sull'estero	601.955	16,0	16,3	18.595	35.462
<b>SALDO</b>	<b>-1.972.280</b>			<b>11.610</b>	<b>28.570</b>

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) 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.

Figura 6.3



Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari, Istat e Cerved.

(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*. – (2) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato ai prezzi di mercato. – (3) Scala di destra. – (4) Elaborazioni sui bilanci delle società presenti negli archivi Cerved negli anni 2011-15. La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato al valore di bilancio. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Imprese: leva finanziaria per classe dimensionale*. – (5) Contributo netto di imprese entrate e uscite dal mercato nel periodo considerato.

*Il credito.* – Dalla fine del 2015 i prestiti concessi da banche e società finanziarie alle imprese sono rimasti sostanzialmente stabili (0,3 per cento la variazione tendenziale dello scorso marzo), soprattutto a causa della contenuta domanda di finanziamenti. Sulla base dell'indagine Invind, nel secondo semestre del 2016 il saldo fra le aziende che hanno aumentato la domanda di prestiti e quelle che l'hanno ridotta si è collocato su uno dei livelli più bassi dall'inizio della crisi finanziaria; la quota media di imprese che ha dichiarato di non avere ottenuto i finanziamenti richiesti è tornata prossima ai valori del 2007 (4 per cento, un terzo del picco raggiunto nel 2012).

L'eterogeneità nell'andamento del credito tra le diverse tipologie di aziende resta ampia (tav. 6.4). Per le imprese con una situazione economica e patrimoniale solida, le cui richieste di nuovi finanziamenti sono raramente respinte dalle banche (fig. 6.4.a), la variazione dei prestiti è stata positiva nei settori caratterizzati dagli andamenti congiunturali più favorevoli. Per le aziende con condizioni finanziarie fragili invece il credito è ulteriormente diminuito, anche per effetto della maggiore selettività degli intermediari.

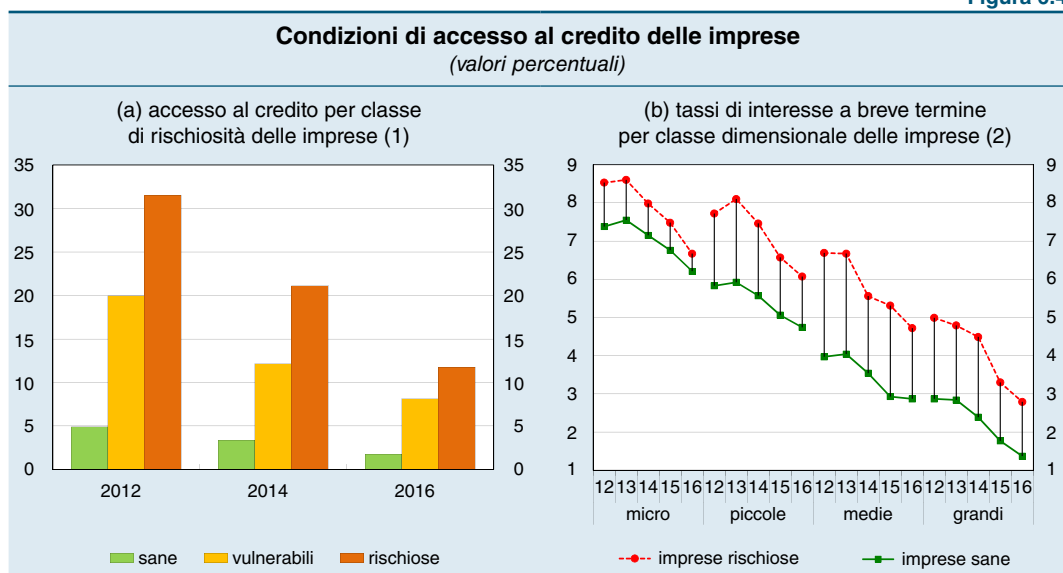
I prestiti bancari alle imprese di minore dimensione continuano a ridursi a ritmi sostenuti. Una larga parte del divario con le società più grandi è riconducibile alla maggiore vulnerabilità dei bilanci e alla loro più elevata presenza in settori in cui la ripresa economica non si è ancora pienamente manifestata. Il differenziale risente tuttavia anche di altri fattori, quali ad esempio la minore propensione delle banche a finanziare piccole imprese per via delle maggiori asimmetrie informative che le caratterizzano o per una più alta incidenza dei costi fissi di gestione dei crediti di importo contenuto.

Tavola 6.4

<b>Credito alle imprese (1)</b> (dati di fine periodo; valori percentuali)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2014	2015	2016	marzo 2017	marzo 2017
<b>Banche</b>					
<b>Attività economica</b>					
Manifattura	-0,1	1,9	-0,7	-0,3	22,0
Costruzioni	-3,1	-3,0	-5,2	-5,3	14,2
Servizi	-2,1	0,5	3,3	3,0	34,6
Attività immobiliari	-3,1	-1,9	0,9	1,9	11,9
Altro	-2,1	-4,2	-1,4	-1,8	9,0
<b>Dimensione</b>					
Imprese piccole (2)	-2,3	-2,3	-2,1	-1,5	16,9
Imprese medio-grandi	-1,9	-0,2	0,7	0,6	74,8
<b>Totale</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>91,6</b>
<b>Società finanziarie</b>					
Leasing	-2,8	-3,8	-2,6	-1,8	5,7
Factoring	-4,1	4,0	10,8	9,3	2,0
Altri finanziamenti	-0,4	-8,9	-2,0	-0,7	0,7
<b>Totale</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>8,4</b>
<b>Banche e società finanziarie</b>					
<b>Totale</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>100,0</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I dati di marzo 2017 sono provvisori. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Figura 6.4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito: condizioni di accesso delle imprese*.

(1) Quota di imprese che hanno dichiarato di non avere ottenuto in tutto o in parte il credito richiesto; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind)*. – (2) Tassi di interesse medi sulle consistenze dei prestiti bancari.

Le condizioni contrattuali applicate dagli intermediari sono migliorate. Nel marzo del 2017 il tasso di interesse sui nuovi prestiti è stato pari all'1,7 per cento, prossimo ai minimi storici raggiunti nei mesi precedenti. Il differenziale con la media dell'area dell'euro, che aveva raggiunto un punto percentuale durante la crisi del debito sovrano, si è sostanzialmente annullato.

Nel 2016 la discesa dei tassi di interesse ha riflesso principalmente il calo dei premi per il rischio applicati dalle banche: si è ridotto il differenziale tra i tassi applicati alle aziende più rischiose e quelli pagati dalle imprese finanziariamente più solide (fig. 6.4.b). Il costo medio del credito è particolarmente contenuto tra le imprese grandi e con bilanci equilibrati, anche per l'elevata concorrenza tra gli intermediari in questo segmento di clientela: per un quarto di tali società, tale costo è inferiore allo 0,7 per cento.

Il miglioramento delle condizioni di accesso al credito trova riscontro anche nella riduzione di finanziamenti assistiti da garanzie reali o personali, il cui valore nel 2016 è diminuito di oltre un punto in percentuale dei prestiti complessivi, al 59 per cento. Il calo ha riguardato esclusivamente le aziende di maggiore dimensione, mentre per le imprese con meno di 20 addetti la quota è rimasta stabile al 72 per cento. Una parte crescente delle garanzie rilasciate a favore delle PMI è riconducibile all'attività del Fondo centrale di garanzia, la cui operatività si è costantemente ampliata dall'avvio della crisi, raggiungendo nel 2016 un picco di circa 17 miliardi di nuovi finanziamenti garantiti (2 miliardi nel 2008).

Anche se nelle fasi recessive l'allocazione del credito può avere conseguenze rilevanti sulla produttività delle imprese, contribuendo ad amplificare l'intensità e la durata della contrazione dell'attività economica e a rallentarne la ripresa, alcune recenti analisi suggeriscono che la presenza di fenomeni di cattiva allocazione del credito non avrebbe contribuito in misura rilevante alla profondità della recessione (cfr. il riquadro: *Allocazione del credito e caratteristiche di impresa*).

#### ALLOCAZIONE DEL CREDITO E CARATTERISTICHE DI IMPRESA

Durante una crisi economica e finanziaria i bilanci bancari si indeboliscono: il calo dei profitti e l'aumento delle perdite su crediti e su altri investimenti si ripercuotono sul capitale degli intermediari, riducendone i coefficienti patrimoniali. Questo indebolimento può tradursi in una contrazione dell'offerta di credito alle famiglie e alle imprese, che diviene molto più selettiva; può però anche indurre fenomeni di selezione avversa verso le aziende, creando un incentivo a continuare a erogare credito a debitori preesistenti e con scarse prospettive economiche, al fine di evitarne un fallimento che farebbe emergere perdite sui finanziamenti concessi in precedenza e intaccherebbe ulteriormente il capitale della banca.

Tale fenomeno, noto nella letteratura economica come *zombie lending*, è considerato tra i fattori che hanno amplificato la gravità e la durata della crisi che ha colpito il Giappone negli anni novanta<sup>1</sup>. Lo *zombie lending* può incidere

<sup>1</sup> R.J. Caballero, T. Hoshi e A.K. Kashyap, *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, "American Economic Review", 98, 5, 2008, pp. 1943-1977.

negativamente sulla crescita economica, perché riduce la disponibilità di credito per le imprese più produttive o perché, garantendo la sopravvivenza di aziende altrimenti destinate all'uscita, distorce la concorrenza a discapito di quelle migliori. Secondo alcune analisi ciò potrebbe essersi verificato anche nei paesi europei durante la recessione degli ultimi anni, contribuendo ad acuirne le conseguenze<sup>2</sup>.

Misurare gli effetti dello *zombie lending* sulla crescita economica è un esercizio complesso e richiede l'utilizzo di microdati per un ampio numero di relazioni tra singola banca e singola impresa.

Un'analisi effettuata sui dati di bilancio delle aziende intervistate nell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), osservate dal settembre 2008 al marzo 2009 – immediatamente dopo il dissesto di Lehman Brothers, ma prima che la recessione si aggravasse per effetto della crisi dei debiti sovrani – mostrava scarsa evidenza di fenomeni di *zombie lending*: le banche più grandi, anche se poco capitalizzate, avrebbero riallocato il credito verso le imprese migliori, definite come quelle caratterizzate da produttività totale dei fattori più elevata<sup>3</sup>.

I risultati di uno studio più recente, che estende l'analisi al periodo 2004-2013 (incluso quindi anche la recessione che ha fatto seguito alla crisi dei debiti sovrani) e allarga il campione all'universo delle società di capitale, suggeriscono la presenza di fenomeni di *zombie lending*<sup>4</sup>, che non sarebbero però stati tali da contribuire in misura rilevante alla profondità della recessione. Tra il 2008 e il 2013 le banche meno capitalizzate hanno accordato, rispetto alle altre, più prestiti a imprese definibili come *zombie* sulla base di indicatori di redditività e fragilità finanziaria e hanno mostrato una minore propensione a interrompere le relazioni di credito esistenti con tali aziende. I risultati indicano che questo fenomeno non si è però accompagnato a una riduzione dell'offerta di credito alle imprese migliori. Facendo leva su un'innovazione metodologica<sup>5</sup>, il lavoro stima inoltre che lo *zombie lending* abbia determinato un aumento della probabilità di uscita dal mercato per le imprese *non zombie*; per le sopravvissute non vi sarebbero impatti sugli investimenti, sull'occupazione e sul fatturato. L'effetto aggregato complessivo è valutabile in un decimo della contrazione media del prodotto registrata negli anni della crisi.

Un'analisi dell'andamento del credito alle singole imprese relativa al 2015 indica inoltre che, a parità di numerose caratteristiche (redditività, liquidità, dinamica del fatturato, spesa per investimenti, settore di attività economica e area geografica), i prestiti sono cresciuti per le aziende sane, pur riducendosi per quelle più rischiose

<sup>2</sup> V.V. Acharya, T. Eisert, C. Eufinger e C. Hirsch, *Whatever it takes: the real effects of unconventional monetary policy*, mimeo, 2016.

<sup>3</sup> U. Albertazzi e D.J. Marchetti, *Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 756, 2010.

<sup>4</sup> F. Schivardi, E. Sette e G. Tabellini, *Credit misallocation during the European financial crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> Il lavoro mostra che le specificazioni empiriche generalmente utilizzate dalla letteratura non riescono a tenere conto del fatto che gli shock di domanda hanno un effetto eterogeneo sulla crescita delle imprese sane e di quelle *zombie*, generando una sovrastima degli effetti negativi dello *zombie lending* sulle imprese sane.

e vulnerabili<sup>6</sup>. Tali dinamiche, sebbene influenzate anche dall'eterogeneità della domanda di credito, confermano che il mantenimento di finanziamenti in essere a imprese fragili, qualora presente, non ha impedito l'espansione del credito a quelle finanziariamente più solide.

<sup>6</sup> E. Bonaccorsi di Patti e P. Finaldi Russo, *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 371, 2017.

*Le obbligazioni.* – Nel 2016 le società italiane, incluse le controllate estere, hanno emesso obbligazioni al lordo dei rimborsi per 30 miliardi (31 nel 2015). Il costo medio dei titoli in circolazione (4,0 per cento) si è ridotto di oltre 20 punti base, beneficiando degli effetti degli acquisti di titoli di imprese da parte dell'Eurosistema (cfr. il riquadro: *L'impatto degli acquisti di obbligazioni private da parte dell'Eurosistema* del capitolo 14). Le condizioni favorevoli di accesso ai mercati hanno determinato un aumento del numero di aziende emittenti, in particolare di quelle che hanno collocato titoli per la prima volta (rispettivamente 163 e 95 a fronte di 134 e 77 nel 2015). Le emissioni di minibond sul mercato ExtraMOT PRO da parte delle imprese non quotate sono state pari a 2,4 miliardi, un ammontare superiore ai collocamenti cumulati del biennio precedente.

*Il capitale di rischio.* – Nel 2016 gli incrementi netti di capitale hanno raggiunto i 36 miliardi (cfr. tav. 6.3). Si è ridotto il ricorso al mercato azionario: le nuove quotazioni (10) sono state la metà di quelle dell'anno precedente. L'incremento della redditività e gli incentivi fiscali previsti dall'Aiuto alla crescita economica (ACE) hanno contribuito al rafforzamento patrimoniale: sulla base dell'indagine Invind sono cresciute rispetto agli anni precedenti la quota di imprese che ha dichiarato di avere aumentato il capitale di rischio dal 2012 e l'incidenza di società per cui tale incremento è stato influenzato dall'ACE (rispettivamente 56 e 13 per cento).

Secondo i dati diffusi dall'Associazione italiana del private equity, venture capital e private debt (Aifi), le società del settore hanno effettuato 322 operazioni per un ammontare di 8,2 miliardi, oltre il doppio della media del precedente quinquennio; gli investimenti hanno riguardato soprattutto transazioni di *leveraged buy-out* di importo elevato. Sono aumentate anche le risorse destinate alle nuove imprese con elevate prospettive di crescita (*early stage*): i volumi (104 milioni) restano tuttavia esigui nel confronto internazionale.

La patrimonializzazione delle imprese innovative e ad alto potenziale di crescita è sostenuta da interventi pubblici. Nel 2012 sono state introdotte agevolazioni per gli investitori nel capitale delle start-up innovative iscritte in un apposito registro; nell'aprile 2017 le società potenziali beneficiarie di questo provvedimento erano oltre 7.000 (5.500 l'anno precedente; cfr. il riquadro: *Il sostegno pubblico all'innovazione: prime evidenze sulle start-up innovative* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2015). Tra il 2012 e il 2016, in seguito a una collaborazione pubblico-privata, il Fondo italiano di investimento e Invitalia Ventures hanno istituito alcuni fondi nazionali di venture capital, i cui investimenti, prevalentemente in altri fondi, hanno superato i 100 milioni di euro. La raccolta complessiva dei fondi italiani interessati da queste operazioni è stata superiore a 400 milioni, grazie anche all'ampio coinvolgimento di operatori privati.

## 7. LE FAMIGLIE

Nel 2016 si è rafforzata la crescita del reddito disponibile delle famiglie, grazie soprattutto alla prosecuzione della ripresa dell'occupazione. Gli indici di disuguaglianza, in lieve riduzione tra il 2014 e il 2015, sono rimasti invariati ma resta alto il numero di persone in condizioni di disagio economico: l'incidenza della povertà assoluta, che era più che raddoppiata durante la crisi, si è mantenuta su valori elevati.

È proseguito il rialzo dei consumi, sostenuto dalle migliori prospettive di reddito e dalle favorevoli condizioni creditizie; vi ha contribuito l'aumento della ricchezza, che negli anni precedenti aveva sofferto della flessione delle quotazioni immobiliari. Nel corso dell'anno gli indicatori del clima di fiducia delle famiglie sono gradualmente scesi, ma restano su livelli relativamente elevati. La propensione al risparmio si è stabilizzata, pur se rimane ben al di sotto dei livelli medi dello scorso decennio.

La crescita della ricchezza delle famiglie, pari alla fine del 2016 a 9,4 volte il reddito disponibile, ha riflesso il maggior flusso di risparmio. Sul mercato immobiliare sono in ripresa le compravendite di abitazioni e sono emersi primi segnali di recupero delle quotazioni.

Sono proseguiti gli investimenti delle famiglie in depositi e in strumenti del risparmio gestito che agevolano la diversificazione del rischio di portafoglio; ciò ha comportato anche un aumento della quota di titoli esteri sul totale. I debiti finanziari delle famiglie hanno accelerato, sostenuti dalla ripresa del reddito disponibile e dal miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare e delle condizioni di finanziamento.

### *Il reddito e la sua distribuzione*

Lo scorso anno il reddito disponibile in termini reali delle famiglie è aumentato dell'1,6 per cento (tav. 7.1), rafforzando il recupero in atto dalla primavera del 2013 (che si è portato cumulativamente a circa il 3 per cento); rimane tuttavia inferiore dell'8,1 per cento rispetto al valore del 2007. Come già nel 2015 la maggiore spinta è venuta dai redditi da lavoro dipendente, soprattutto grazie all'aumento dell'occupazione. Sono inoltre cresciuti i redditi da lavoro autonomo, sebbene il numero delle relative posizioni lavorative sia sceso, e i redditi da proprietà, nonostante la flessione degli interessi netti e dei dividendi distribuiti. L'azione delle Amministrazioni pubbliche, che nel 2015 aveva contribuito a contenere la dinamica del reddito disponibile delle famiglie per quasi mezzo punto percentuale, nel 2016 non ha avuto effetti di rilievo (sono infatti rallentati sia i trasferimenti sia i prelievi; cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Tavola 7.1

<b>Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1)</b> (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in % del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2016	2014	2015	2016
<b>Variazioni percentuali</b>				
Redditi da lavoro dipendente	61,3	0,4	2,1	2,4
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	0,1	0,3	0,3
Redditi da lavoro autonomo (2)	25,9	0,1	-0,4	0,9
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	0,2	0,2	1,1
Redditi netti da proprietà (3)	22,4	-0,9	0,6	0,4
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	32,4	1,9	2,2	1,4
<i>di cui:</i> prestazioni sociali nette	33,5	1,8	2,0	1,4
Contributi sociali netti (-)	23,1	-0,1	2,2	1,3
<i>di cui:</i> a carico del datore di lavoro	15,2	-0,3	1,6	1,4
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,9	0,3	3,6	1,7
<b>Reddito lordo disponibile</b>	<b>100,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>
in termini reali (4)	–	0,4	0,8	1,6
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	1,8	1,2	1,4
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	1,2	0,8	1,5
<b>Rapporti percentuali</b>				
<b>Propensione media al risparmio (7)</b>	–	<b>8,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	8,3	8,0	8,1
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	8,6	7,9	8,1

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

Sulla base di recenti stime del Ministero dell'Economia e delle finanze, la disuguaglianza dei redditi equivalenti<sup>1</sup> (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Reddito equivalente*) è rimasta invariata rispetto all'anno precedente, dopo essere scesa di quattro decimi di punto nel 2015. Un contributo alla riduzione delle disuguaglianze è presumibilmente venuto dalla ripresa dell'occupazione avviata dalla metà del 2014 (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Anche i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* confermano che il calo della disuguaglianza dei redditi da lavoro degli individui tra i 15 e i 64 anni non pensionati è dovuto principalmente alla crescita dell'occupazione e, solo in misura più contenuta, alla minore dispersione delle retribuzioni unitarie.

<sup>1</sup> L'indice di disuguaglianza considerato è il rapporto tra il reddito equivalente del 20 per cento della popolazione con reddito più alto e quello del 20 per cento della popolazione con reddito più basso.

Nel 2015, ultimo anno per il quale si dispone di informazioni, il numero di persone in condizioni di disagio economico è rimasto sui massimi raggiunti a seguito della crisi. La quota di individui a rischio di povertà o esclusione sociale<sup>2</sup> (secondo i dati dell'Eurostat) si è attestata al 28,7 per cento, circa tre punti percentuali in più rispetto al 2007 e cinque punti oltre il dato medio dell'Unione europea. Il numero di individui in condizione di povertà assoluta<sup>3</sup> era pari al 7,6 per cento della popolazione (4,6 milioni di persone, sulla base di stime dell'Istat), il valore più elevato dal 2005; vi si annoveravano in particolare i nuclei composti da soli cittadini stranieri, con un'incidenza sette volte superiore a quella delle famiglie di soli italiani cresciuta, tra il 2014 e il 2015, specialmente al Nord. La povertà è aumentata tra le famiglie numerose e tra le coppie con due o più figli. Ne è conseguito un ulteriore aumento della povertà minorile, anche questa elevata nel confronto europeo; la quota di minori in povertà assoluta ha superato nel 2015 un decimo della popolazione di riferimento. Tra gli anziani l'incidenza del fenomeno è stata più bassa e stabile durante la crisi (circa il 4 per cento nel 2015) per effetto della maggiore stabilità dei redditi da pensione rispetto a quelli da lavoro, in linea con quanto osservato nei principali paesi dell'area (cfr. il riquadro: *L'andamento della disuguaglianza durante le recessioni*).

#### L'ANDAMENTO DELLA DISUGUAGLIANZA DURANTE LE RECESSIONI

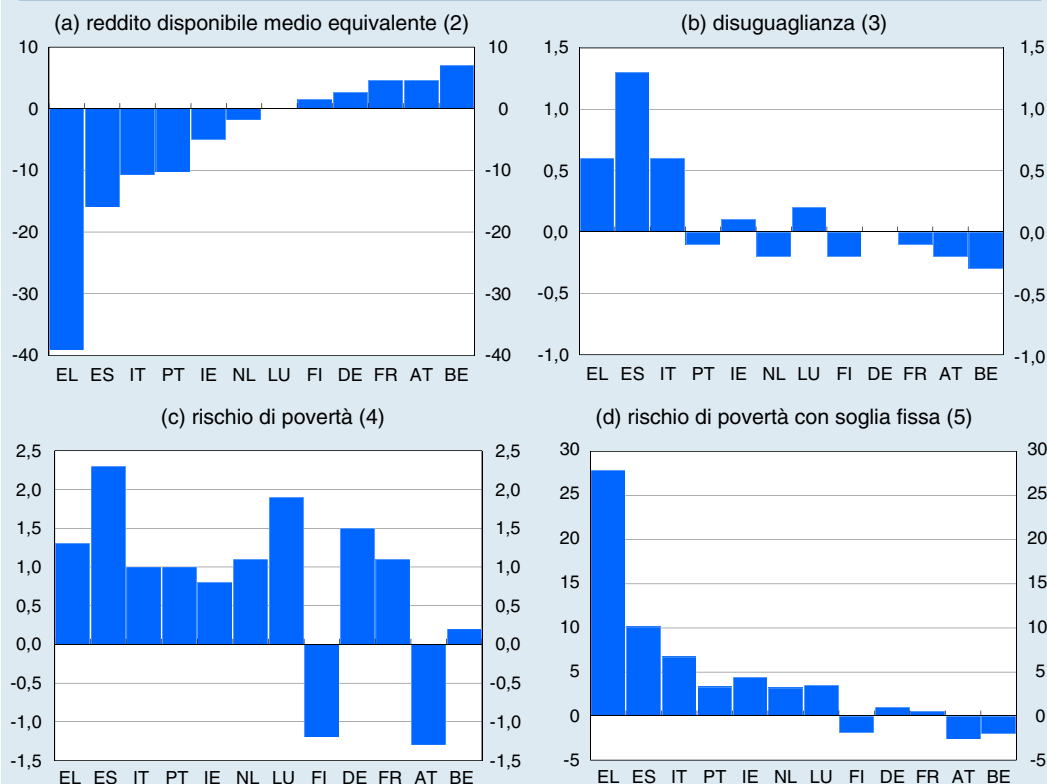
Il legame tra andamento della disuguaglianza dei redditi e fase ciclica non è univoco. Nelle due principali recessioni dell'economia italiana dal secondo dopoguerra, la crisi valutaria del 1992-93 e la prolungata recessione degli ultimi anni, le conseguenze sulla disuguaglianza sono state diverse: l'indice di Gini è significativamente aumentato nel primo episodio, mentre è rimasto relativamente stabile durante il secondo (cfr. il capitolo 15: *I bilanci delle famiglie italiane: uno sguardo di lungo periodo* nella *Relazione annuale* sul 2015).

Confrontando gli sviluppi registrati negli ultimi anni nei principali paesi dell'area dell'euro, l'assenza di una relazione sistematica tra l'andamento della disuguaglianza e quello del reddito medio è confermata. Tra il 2007 e il 2014, il reddito disponibile medio equivalente a prezzi costanti si è contratto nei paesi che dopo la crisi finanziaria globale hanno subito l'urto di quella dei debiti sovrani (figura A, pannello a). Il grado di disuguaglianza, misurato dal rapporto tra il reddito equivalente medio nell'ultimo e nel primo quintile della distribuzione, è salito soprattutto in Spagna, dove la caduta del reddito medio equivalente è stata decisamente inferiore a quella della Grecia. In generale, considerando anche i paesi in cui il reddito medio equivalente è aumentato, non emerge una relazione stabile tra disuguaglianza e reddito medio (figura A, pannello b).

<sup>2</sup> L'indicatore è dato dalla percentuale di persone che vivono in famiglie a rischio di povertà (il cui reddito familiare equivalente è inferiore al 60 per cento di quello mediano), o in grave privazione materiale o a bassa intensità lavorativa (famiglie con componenti tra i 18 e i 59 anni che lavorano meno di un quinto del tempo teoricamente disponibile per svolgere attività lavorativa). Le informazioni sui redditi e sui mesi lavorati si riferiscono al 2014.

<sup>3</sup> La condizione di povertà assoluta riguarda le persone che vivono in famiglie con una spesa inferiore a quella necessaria per acquistare un determinato paniere di beni e servizi; la composizione del paniere varia in base alla dimensione e alla tipologia della famiglia; il suo valore monetario segue nel tempo le variazioni dei prezzi e si differenzia anche a seconda della ripartizione geografica e della dimensione del comune di residenza.

### Reddito medio equivalente a prezzi costanti, disuguaglianza e rischio di povertà (1) (variazioni cumulate tra il 2007 e il 2014)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat (database Income and living conditions). Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: il progetto* European Union statistics on income and living conditions (*EU-SILC*) dell'Eurostat.

(1) I paesi sono in ordine crescente in base alla variazione complessiva del reddito medio equivalente a prezzi costanti nel periodo 2007-2014. Sigle internazionali dei paesi: EL=Grecia; ES=Spagna; IT=Italia; PT=Portogallo; IE=Irlanda; NL=Paesi Bassi; LU=Lussemburgo; FI=Finlandia; DE=Germania; FR=Francia; AT=Austria; BE=Belgio. – (2) Variazione percentuale del reddito medio equivalente a prezzi costanti (deflatore della spesa nazionale per consumi delle famiglie). – (3) Variazione del rapporto tra il reddito equivalente medio nell'ultimo e nel primo quintile della distribuzione. – (4) Variazione della percentuale di popolazione con reddito equivalente inferiore al 60 per cento di quello mediano nazionale. – (5) Variazione della percentuale di popolazione con reddito equivalente a prezzi costanti inferiore al 60 per cento di quello mediano nazionale del 2007.

Nemmeno l'incidenza del rischio di povertà, che contribuisce a determinare uno degli obiettivi della Strategia Europa 2020 dell'Unione europea, mostra una relazione chiara con l'andamento del reddito medio equivalente (figura A, pannello c).

L'incidenza del rischio di povertà e le misure di disuguaglianza non colgono però gli spostamenti dell'intera distribuzione dei redditi equivalenti. Per tenere conto di questo aspetto l'Eurostat diffonde anche misure dell'incidenza del rischio di povertà con soglia fissa, dato dalla quota di coloro che hanno un reddito equivalente a prezzi costanti inferiore al 60 per cento di quello mediano di uno specifico anno di riferimento. Considerando come riferimento il 2007, emerge una più evidente relazione tra l'andamento del reddito medio equivalente e la diffusione di questa condizione (figura A, pannello d). La quota di persone a rischio di povertà con soglia fissa è cresciuta in Grecia di quasi 30 punti percentuali tra il 2007 e il 2014; negli altri paesi l'aumento di tale quota è stato progressivamente minore a fronte di maggiori tassi di crescita del reddito medio equivalente.

L'evoluzione della quota di individui a rischio di povertà con soglia fissa non è stata uniforme tra le classi di età (figura B). Nei paesi in cui l'incidenza di questa condizione è cresciuta significativamente, l'aumento ha per lo più interessato i giovani con meno di 18 anni e le persone in età da lavoro, i cui redditi equivalenti riflettono prevalentemente l'attività lavorativa propria o quella dei familiari; tra i più anziani, le cui entrate complessive sono costituite soprattutto da prestazioni pensionistiche, la povertà è rimasta stabile o è addirittura diminuita (con la significativa eccezione della Grecia, dove hanno verosimilmente influito i provvedimenti adottati in risposta alla prolungata crisi di sostenibilità del debito sovrano). Anche nei paesi in cui il rischio di povertà è diminuito, il calo è stato maggiore per i più anziani.

Figura B

**Rischio di povertà con soglia fissa per classe di età (1) (2)**  
(valori percentuali; variazioni cumulate tra il 2007 e il 2014)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat (database Income and living conditions). Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: il progetto* European Union statistics on income and living conditions (EU-SILC) dell'Eurostat.  
(1) I paesi sono in ordine crescente in base alla variazione complessiva del reddito medio equivalente a prezzi costanti nel periodo 2007-2014. – (2) La soglia utilizzata per misurare il rischio di povertà è pari al 60 per cento del reddito mediano equivalente nazionale del 2007.

Il permanere della povertà su livelli elevati risente del fatto che la ripresa dell'occupazione ha sinora coinvolto in misura minore le fasce di popolazione più esposte al rischio di marginalizzazione sociale, ossia i lavoratori con un basso livello di istruzione, stranieri o con meno di 35 anni. Nel 2016 la crescita dell'occupazione è però divenuta più omogenea (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*) e ha interessato anche tipologie di famiglie maggiormente esposte al rischio di povertà. I dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* indicano in particolare un lieve calo della quota di individui tra 18 e 59 anni e di quella dei minori che vivono in famiglie senza adulti occupati<sup>4</sup> (dal 13,1 al 12,8 per cento e dal 10,5 al 10,2 per cento, rispettivamente).

L'aumento del numero di persone in condizioni di disagio durante la crisi ha accelerato la predisposizione di uno strumento per il contrasto della povertà. Con la legge delega approvata il 9 marzo 2017 (L. 33/2017) è stato previsto il reddito di inclusione, concepito come una misura a carattere universale il cui accesso è basato sulla verifica delle risorse economiche a disposizione della famiglia (cosiddetta prova

<sup>4</sup> Secondo la definizione dell'Eurostat sono famiglie in cui nessuno dei componenti in età lavorativa, ad esclusione degli studenti a tempo pieno con meno di 25 anni conviventi con i genitori, è occupato.

dei mezzi). Lo strumento è rivolto a tutte le famiglie in difficoltà ma, considerato l'ammontare di risorse disponibili (circa 2 miliardi l'anno per il 2017 e il 2018), sarà data priorità alle famiglie con figli minori o con disoccupati con più di 55 anni. Affinché la nuova misura sia efficace è necessario verificare le effettive condizioni di bisogno per accedere al beneficio; porre in essere adeguati servizi alle famiglie per garantire loro una maggiore inclusione sociale (in aggiunta ai trasferimenti monetari); limitare i possibili incentivi a permanere indefinitamente nel programma<sup>5</sup>.

## I consumi

Nel 2016 la spesa delle famiglie residenti è cresciuta dell'1,3 per cento (tav. 7.2), proseguendo la ripresa in atto dall'estate del 2013; alla fine dell'anno il suo livello rimaneva tuttavia ancora inferiore del 4,7 per cento al valore osservato nella primavera del 2007. Gli acquisti di beni durevoli si confermano tra le componenti più dinamiche: tra l'estate del 2013 e la fine del 2016 essi sono cresciuti cumulativamente del 20,1 per cento, recuperando nel complesso circa metà della flessione avviatasi nel 2007. Vi ha contribuito l'ulteriore aumento delle immatricolazioni di autoveicoli (circa il 15,0 per cento nella media dello scorso anno), che è proseguito nei primi mesi del 2017. Anche gli acquisti di beni non durevoli sono in progressivo, seppure moderato, recupero. La spesa per servizi è in decisa accelerazione per alberghi e ristoranti, mentre rimane più debole per le altre voci.

Tavola 7.2

Spesa delle famiglie italiane (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2016 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2013	2014	2015	2016
Beni	47,4	-3,6	-0,3	2,1	1,8
Beni non durevoli	31,1	-3,0	-1,5	0,9	1,4
<i>di cui:</i> alimentari e bevande non alcoliche	14,3	-2,4	0,0	0,5	1,1
Beni semidurevoli	8,9	-4,5	0,9	1,8	0,5
<i>di cui:</i> vestiario e calzature	6,2	-2,5	1,6	1,4	0,4
Beni durevoli	7,5	-5,3	4,0	7,9	5,1
Servizi	52,6	-1,2	0,8	1,4	1,0
<i>di cui:</i> alberghi e ristoranti	10,1	-1,4	1,1	1,2	2,9
istruzione	1,0	-4,3	-1,1	3,6	0,3
<b>Totale spesa interna</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	-1,6	5,4	-4,4	3,5
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	1,8	3,3	3,8	3,8
<b>Totale spesa nazionale</b>	<b>—</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>
<i>Per memoria:</i>					
deflatore della spesa nazionale	—	1,2	0,2	0,0	0,0

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

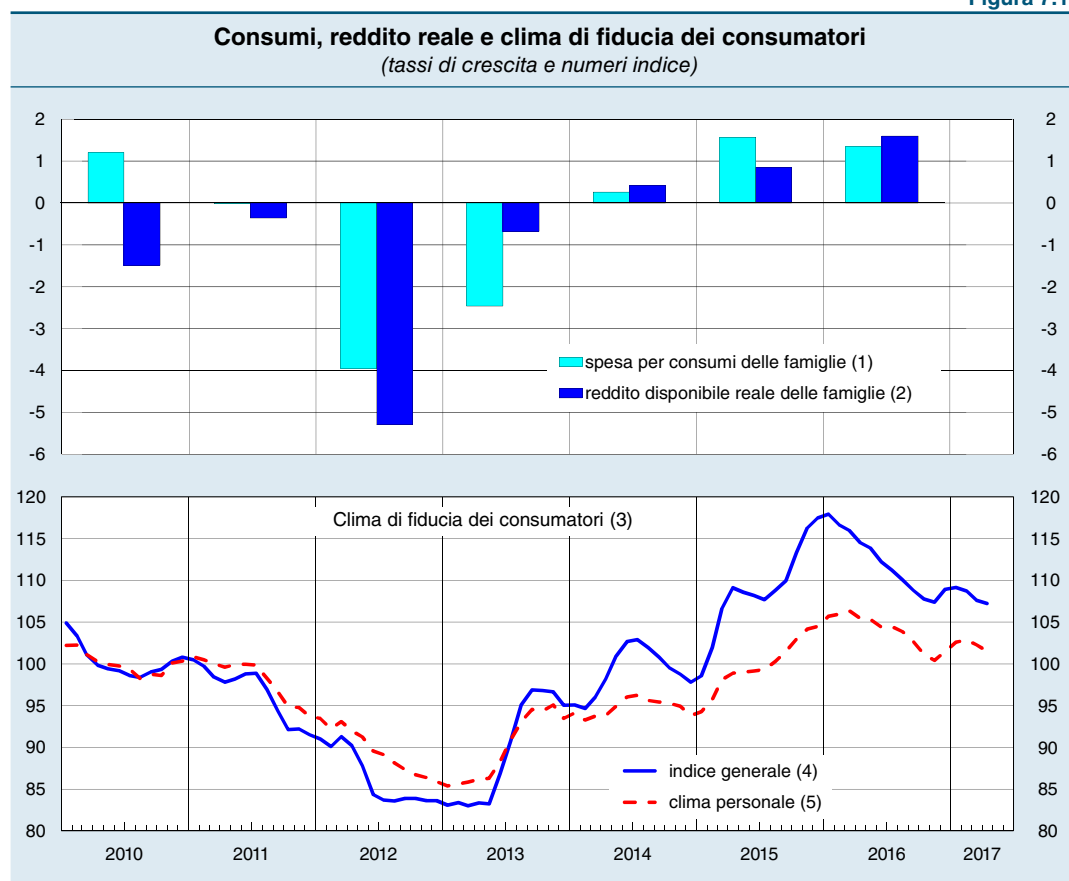
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2016 all'1,7 e al 3,6 per cento, rispettivamente.

<sup>5</sup> *Audizione preliminare sulla delega recante norme relative al contrasto della povertà, al riordino delle prestazioni e al sistema degli interventi e dei servizi sociali (collegato alla legge di stabilità 2016)*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia P. Sestito, Camera dei deputati, Roma, 4 aprile 2016.

Sulla base dell'Indagine sulle spese delle famiglie dell'Istat, nel biennio 2014-15 la spesa media è cresciuta per le famiglie dove è presente almeno un anziano (3,0 per cento), mentre ha pressoché ristagnato per i nuclei familiari in cui vi è almeno un minore, continuando a collocarsi su livelli inferiori di oltre il 9 per cento a quelli del 2011; la differenza verosimilmente riflette il miglior andamento dei redditi da pensione. Nel 2015 è aumentata la quota di famiglie che hanno effettuato acquisti di beni durevoli (al 57 per cento, dal 55 nel 2014) a fronte di una spesa nominale per nucleo familiare sostanzialmente invariata. A parità di caratteristiche socio-demografiche, la propensione ad acquistare beni durevoli si è associata al pagamento di rate per operazioni di credito al consumo e al miglioramento dei giudizi sul bilancio familiare.

I consumi sono stati sostenuti dalla ripresa del reddito disponibile, dalle favorevoli condizioni di erogazione del credito e dai primi segnali di recupero della ricchezza in attività reali. Vi è stata invece una graduale flessione degli indicatori del clima di fiducia, che nel corso dell'anno hanno risentito di attese meno favorevoli sull'andamento dell'economia italiana e del mercato del lavoro (fig. 7.1), soprattutto tra gli anziani; le valutazioni sul bilancio familiare sono invece migliorate per tutte le classi di età.

Figura 7.1

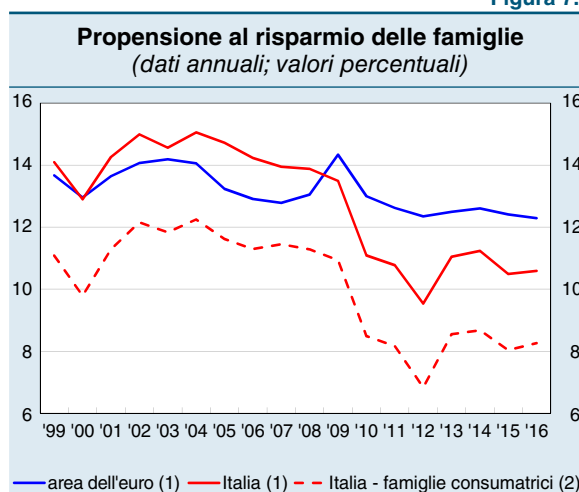


Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Conti nazionali: quantità a prezzi concatenati*.

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

La propensione al risparmio delle famiglie, calcolata al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, è lievemente aumentata (8,3 per cento da 8,0 nel 2015) ma resta su valori decisamente bassi nel confronto storico; tenendo anche conto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette, si è mantenuta intorno all'8,0 per cento (cfr. tav. 7.1). La stabilizzazione della propensione al risparmio, su livelli ben al di sotto anche della media dell'area dell'euro (fig. 7.2), potrebbe segnalare una normalizzazione dei piani di consumo delle famiglie italiane e un consolidamento delle prospettive reddituali.

Figura 7.2



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.

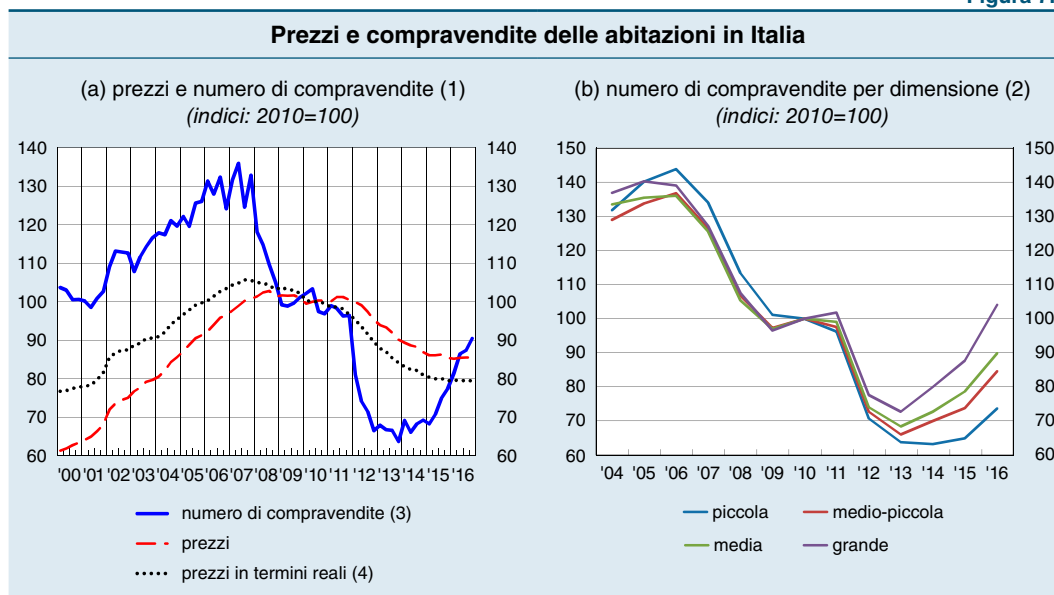
### *La ricchezza delle famiglie, il mercato delle abitazioni e l'indebitamento*

Secondo nostre stime nel 2016 la ricchezza lorda delle famiglie è cresciuta dello 0,8 per cento ed era circa 9,4 volte il reddito disponibile (8,6 volte se calcolata al netto delle passività). L'aumento ha riflesso un maggior flusso di risparmio; i prezzi delle attività reali si sono stabilizzati nel corso dell'anno, a fronte di un calo di quelli della componente finanziaria.

*Gli investimenti e la ricchezza in attività reali delle famiglie e il mercato delle abitazioni.* - Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel 2016 gli investimenti fissi lordi a valori correnti delle famiglie consumatrici, che comprendono le spese per l'acquisto di abitazioni e per la manutenzione straordinaria, sono saliti per il secondo anno consecutivo (3,7 per cento, dall'1,6 nel 2015).

Il loro rialzo è ascrivibile sia all'aumento delle spese per ristrutturazione (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*), sia alla decisa accelerazione del numero di compravendite di abitazioni, su cui hanno inciso anche le favorevoli condizioni di erogazione dei mutui ipotecari. Sulla base dei dati dell'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate, le transazioni sono cresciute del 18,9 per cento (6,5 nel 2015), recuperando i livelli più elevati dal 2012, pur se ancora ben al di sotto di quelli precedenti la crisi globale del 2008-09 (fig. 7.3.a). Mentre la flessione delle compravendite tra il 2007 e il 2013 è stata pressoché generale, la ripresa è per il momento selettiva, risultando nel complesso più sostenuta nelle regioni del Nord e per le abitazioni di maggiore superficie (fig. 7.3.b). Per quelle di minori dimensioni, le compravendite hanno mostrato un deciso rialzo solo nello scorso anno.

Sulla base dei dati dell'Istat, tra il 2012 e il 2015 la ricchezza detenuta dalle famiglie consumatrici sotto forma di attività reali, che consiste quasi esclusivamente di abitazioni,



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia, Istat, *Consulente immobiliare*.

(1) Dati trimestrali. – (2) Dati annuali. La distinzione delle abitazioni per dimensione è effettuata sulla base dei vani catastali. Piccola: fino a 4 vani; medio-piccola: da 4 e fino a 5,5 vani; media: da 5,5 e fino a 7 vani; grande: più di 7 vani. – (3) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (4) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

si è ridotta di quasi il 6 per cento in termini nominali; secondo nostre stime, nel corso del 2016 sarebbe tornata a crescere lievemente, grazie all'aumento dello stock di abitazioni e ai primi segnali di recupero delle quotazioni.

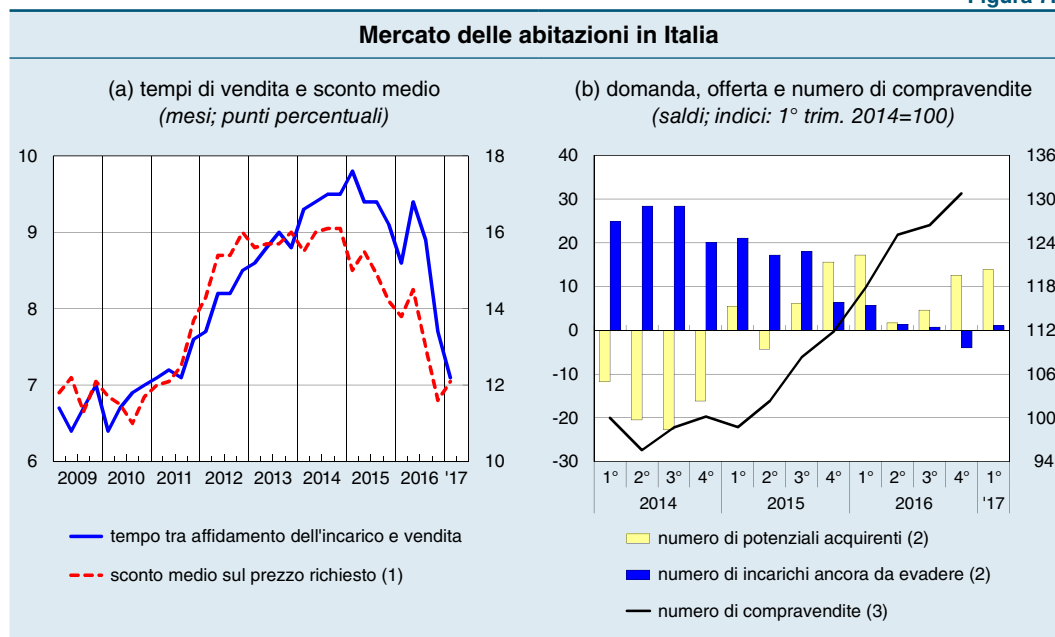
La prolungata flessione dei prezzi delle case si è arrestata nella prima metà dell'anno; è seguito un lieve rialzo nel secondo semestre (0,5 per cento in ragione d'anno), il primo dalla fine del 2011.

Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e OMI, lo scorso anno sono proseguite sia la flessione dei tempi necessari alla vendita, sia la riduzione dello sconto medio praticato sul prezzo iniziale richiesto dai venditori (fig. 7.4.a). Le condizioni della domanda, misurate dai giudizi degli agenti immobiliari sul flusso di potenziali acquirenti, si sono confermate favorevoli; dal lato dell'offerta il saldo tra le risposte di aumento e quelle di diminuzione dello stock di incarichi a vendere delle agenzie si è progressivamente annullato, risentendo verosimilmente del deciso recupero del numero di compravendite (fig. 7.4.b).

*La ricchezza finanziaria e gli investimenti.* – La ricchezza finanziaria lorda delle famiglie (consumatrici e produttrici) è rimasta stabile rispetto al 2015. I nuovi investimenti in attività finanziarie sono stati pari a 33 miliardi, a fronte di maggiori passività per 13 miliardi (tav. 7.3). Il flusso positivo degli acquisti è stato bilanciato soprattutto dalla riduzione del valore dei titoli azionari.

Nell'ultimo decennio la bassa crescita della ricchezza finanziaria ha riflesso il livello contenuto degli investimenti, dovuto al ridursi dei flussi di risparmio, e la forte caduta dei prezzi dei titoli durante la recessione; i valori della ricchezza finanziaria in termini

Figura 7.4



Fonte: Agenzia delle Entrate e *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto trimestralmente da Banca d'Italia, Tecnoborsa e Agenzia delle Entrate.

(1) Scala di destra. – (2) Saldi fra le percentuali di risposte che indicano un aumento e una diminuzione. – (3) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. Scala di destra.

pro capite e in rapporto al reddito disponibile lordo sono scesi ai livelli medi dell'area dell'euro (rispettivamente a 69.000 euro e a 3,7). Nello stesso periodo la ricchezza finanziaria si è ridotta in misura più ampia per i nuclei familiari meno abbienti, che hanno dovuto attingervi per far fronte alla caduta del reddito. I dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane indicano che dal 2004 al 2014, ultimo anno di rilevazione, il valore mediano delle attività finanziarie detenute dal 20 per cento più povero delle famiglie è diminuito di oltre il 40 per cento, quello riferito al 20 per cento più ricco è aumentato di circa un terzo; ne è conseguito un incremento della concentrazione delle attività finanziarie: nel 2014 le famiglie più ricche detenevano il 65 per cento del totale, sei punti percentuali in più rispetto a dieci anni prima<sup>6</sup>. L'aumento ha interessato le famiglie con capofamiglia di età oltre i 64 anni; la quota di ricchezza detenuta dai nuclei con capofamiglia di età inferiore ai 45 anni era pari al 15 per cento, la metà rispetto al 2004.

Nel 2016 le famiglie hanno continuato a investire in strumenti liquidi e del risparmio gestito a fronte di sostenuti disinvestimenti di titoli azionari e di obbligazioni bancarie. L'incidenza di queste ultime sul totale delle attività finanziarie, pari al 3,3 per cento, è fortemente diminuita anche a causa di una riduzione dell'offerta da parte delle banche. Sono rallentati i disinvestimenti in titoli di Stato; il loro peso sul totale delle attività finanziarie, che era sceso di quasi un punto percentuale nel 2015 dopo l'avvio del programma di acquisti dell'Eurosistema, è rimasto sostanzialmente stabile

<sup>6</sup> L'analisi si basa sulle sole famiglie che possiedono attività finanziarie, suddivise per decili di ricchezza netta complessiva. I risultati sono sostanzialmente confermati anche considerando le famiglie senza attività finanziarie. Nel periodo dal 2004 al 2014 la concentrazione della ricchezza totale netta non ha registrato variazioni altrettanto rilevanti rispetto a quelle osservate per le attività finanziarie, in quanto la distribuzione delle attività reali è rimasta pressoché invariata (cfr. *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 64, 2015).

Tavola 7.3

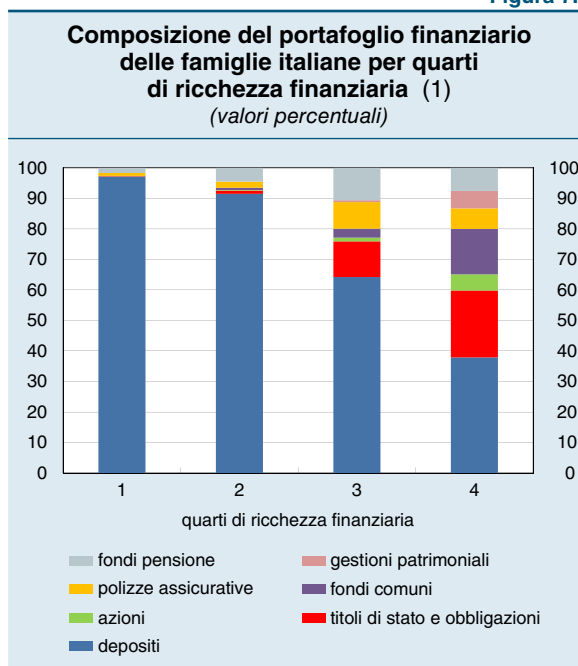
<b>Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2016	composizione percentuale		2015	2016
		2015	2016		
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Depositi bancari (3)	1.143.739	26,4	27,4	13.228	11.700
Italiani	1.112.452	25,7	26,7	19.786	11.858
depositi a vista	649.143	14,1	15,6	40.169	30.520
altri depositi	463.309	11,6	11,1	-20.383	-18.662
Esteri	31.287	0,8	0,8	-6.558	-159
Titoli obbligazionari	362.340	9,9	8,7	-111.334	-62.031
Italiani	273.107	7,8	6,6	-104.940	-60.043
di cui: pubblici	131.156	3,2	3,1	-32.028	-6.208
bancari	136.407	4,5	3,3	-71.393	-47.154
Esteri	89.233	2,2	2,1	-6.394	-1.988
Quote di fondi comuni	479.980	11,0	11,5	41.790	14.596
Italiani	245.675	5,7	5,9	22.503	-364
Esteri	234.305	5,3	5,6	19.287	14.960
Azioni e partecipazioni	916.765	23,8	22,0	23.531	-24.698
Italiane	846.014	22,1	20,3	20.819	-24.370
Estere	70.751	1,7	1,7	2.713	-328
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	953.033	21,7	22,9	48.538	44.634
di cui: riserve ramo vita	620.892	13,8	14,9	43.859	39.357
Altre attività emesse dai residenti (4)	312.144	7,1	7,5	13.592	49.005
<b>Totale attività</b>	<b>4.168.002</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>29.344</b>	<b>33.206</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine	54.188	6,3	5,8	-109	-2.049
di cui: bancari	53.104	6,2	5,7	-135	-2.153
Debiti a medio e a lungo termine	643.668	69,1	69,3	-233	10.793
di cui: bancari	571.173	61,4	61,5	10.195	9.755
Altre passività (5)	230.373	24,6	24,8	875	4.433
<b>Totale passività</b>	<b>928.230</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>533</b>	<b>13.177</b>
<b>SALDO</b>	<b>3.239.772</b>			<b>28.811</b>	<b>20.029</b>
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.					
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione <i>Note metodologiche</i> dell'Appendice la voce <i>Attività e passività finanziarie dell'Italia</i> . L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le gestioni patrimoniali non sono evidenziate poiché le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include gli strumenti di raccolta della Cassa depositi e prestiti spa. – (4) Crediti commerciali, conti correnti Bancoposta, biglietti, monete e altre partite minori. – (5) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.					

al 3,1 per cento. I depositi e il circolante hanno raggiunto il 31,9 per cento, mentre i fondi comuni e previdenziali e le polizze assicurative sono aumentati al 34,4 per cento, valori elevati nel confronto con il passato (nel 2004 erano rispettivamente 24,7 e 27,8 per cento), ma inferiori a quelli della media dell'area dell'euro (rispettivamente 33,4 e 43,0 per cento). La diversificazione dei portafogli si è riflessa in un aumento degli investimenti all'estero, sia attraverso la sottoscrizione di fondi comuni esteri, sia per effetto delle politiche di investimento dei gestori italiani (cfr. il riquadro: *L'an-*

damento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2 del capitolo 10). Si stima che l'incidenza delle attività estere sul totale sia cresciuta al 22 per cento, dal 17 del 2013.

Una contenuta disponibilità finanziaria può rappresentare un vincolo alla diversificazione degli investimenti. Dall'ultima indagine armonizzata sui bilanci delle famiglie dell'area dell'euro relativa al 2014 (*Household Finance and Consumption Survey*) emerge che al crescere della ricchezza finanziaria aumenta sia la numerosità degli strumenti utilizzati, sia la quota investita nel risparmio gestito (fig. 7.5). In Italia le famiglie appartenenti al quarto di ricchezza finanziaria più elevato investono il 27 per cento delle proprie attività in quote di fondi comuni, polizze assicurative e gestioni patrimoniali, mentre i nuclei familiari inclusi nei due quarti più bassi possiedono quasi esclusivamente depositi.

Figura 7.5



Fonte: *Household Finance and Consumption Survey*; cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Famiglie: *Household Finance and Consumption Survey (HFCS)*. I dati si riferiscono al 2014.

Le scelte di investimento e risparmio in strumenti e servizi finanziari complessi richiedono che gli investitori siano in grado di valutare le opportunità e i rischi e siano informati sul funzionamento dei mercati e sugli sviluppi normativi; le rilevazioni disponibili suggeriscono che ciò non sempre avviene (cfr. il riquadro: *L'indagine sui livelli di alfabetizzazione finanziaria degli adulti*).

## L'INDAGINE SUI LIVELLI DI ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA DEGLI ADULTI

Con l'espressione "competenze finanziarie" si indica la combinazione di conoscenze, motivazioni e comportamenti che permettono di compiere scelte appropriate nella gestione del bilancio familiare e nell'allocazione del portafoglio. Nell'ambito di un'iniziativa promossa a livello G20, la Banca d'Italia ha svolto all'inizio del 2017 un'indagine dedicata a rilevare le competenze finanziarie degli adulti. I dati raccolti arricchiscono il patrimonio informativo ancora limitato sul tema e contribuiscono alla costruzione della Strategia nazionale per l'alfabetizzazione finanziaria di cui l'Italia ha di recente deciso di dotarsi<sup>1</sup>. La rilevazione è stata condotta secondo la metodologia sviluppata dall'International Network on Financial Education (INFE) dell'OCSE, che valuta le competenze finanziarie sulla base di tre dimensioni: le conoscenze di concetti economici di base, l'adozione di comportamenti finanziari adeguati (quali l'abitudine

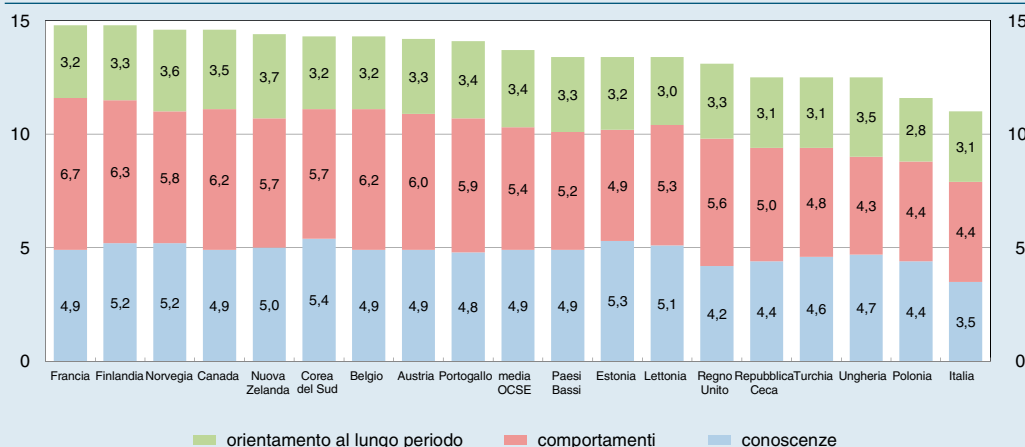
<sup>1</sup> Art. 24-bis del DL 237/2016, convertito dalla L. 15/2017.

a coprire le spese correnti senza ricorrere al debito) e l'attitudine a formulare decisioni orientate al lungo periodo.

Rispetto ai paesi dell'OCSE per cui sono disponibili dati confrontabili<sup>2</sup>, il livello di conoscenza dei concetti economici e la diffusione di comportamenti adeguati sono in Italia molto contenuti; l'orientamento verso il lungo periodo appare invece più in linea con le altre economie sviluppate. L'indicatore che sintetizza i tre aspetti delle competenze finanziarie si colloca per l'Italia a un livello inferiore rispetto agli altri paesi (figura A). La cultura finanziaria emersa dall'indagine risulta, come in altri paesi, più ridotta tra gli anziani e tra le persone con un basso livello di istruzione. Una parte del divario che risulta dal confronto internazionale è riconducibile proprio alla maggiore presenza in Italia di individui con bassi titoli di studio<sup>3</sup>. Soprattutto con riferimento agli aspetti di conoscenza, emergono inoltre significativi divari di genere.

Figura A

**Competenze finanziarie degli adulti secondo la metodologia dell'OCSE**  
(punteggi medi)



Fonte: per l'Italia, elaborazioni su dati dell'Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli italiani. Cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Famiglie: Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli italiani (Iacofi). Per gli altri paesi e la media OCSE (che non include l'Italia), i dati sono tratti da OCSE, *OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, 2016. I risultati si riferiscono alla popolazione adulta di età compresa tra 18 e 79 anni.

Secondo i risultati della rilevazione, circa due terzi degli italiani non raggiungono un livello sufficientemente elevato dell'indicatore di conoscenza, a fronte di circa un terzo nella media degli altri paesi dell'OCSE. In Italia appare minore la consapevolezza dei vantaggi della diversificazione di portafoglio e dei concetti di interesse semplice e composto. Il basso livello dell'indicatore sui comportamenti finanziari risente soprattutto della ridotta presenza nel portafoglio delle famiglie italiane di strumenti finanziari e della minore abitudine a pianificare la gestione delle proprie risorse

<sup>2</sup> Il confronto con i paesi OCSE è realizzato sulla base di OCSE, *OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, 2016. I paesi OCSE considerati, in ordine decrescente di competenze finanziarie, sono: Francia, Finlandia, Norvegia, Canada, Nuova Zelanda, Corea del Sud, Belgio, Austria, Portogallo, Paesi Bassi, Estonia, Lettonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Turchia, Ungheria, Polonia.

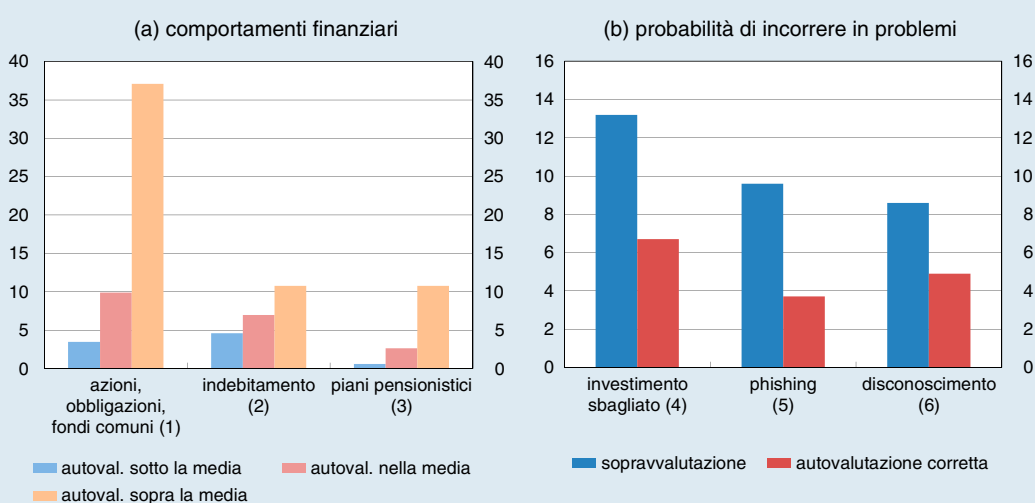
<sup>3</sup> A. di Salvatore, F. Franceschi, A. Neri e F. Zanichelli, *Financial literacy and inclusion of Italian adult population*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

attraverso un budget familiare. All'indicatore contribuiscono invece in senso positivo il basso ricorso all'indebitamento e la più alta capacità di coprire le spese con le entrate.

Gli italiani appaiono consapevoli dei propri limiti di conoscenza: oltre metà valuta il proprio livello di cultura finanziaria inferiore a quello medio, rispetto al 20 per cento circa registrato nella media dei paesi dell'OCSE. Le donne sono particolarmente prudenti nel definire il proprio livello di educazione finanziaria. A parità di altre condizioni, gli individui che valutano basso il proprio livello di competenze sono meno propensi a detenere prodotti di investimento, a ricorrere a forme di indebitamento e ad aderire a piani previdenziali integrativi (figura B, pannello a).

Figura B

**Autovalutazione delle competenze finanziarie**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli italiani. Cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Famiglie: Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli italiani (Iacofi).  
(1) Rispondenti che hanno acquistato negli ultimi due anni azioni, obbligazioni o fondi comuni. – (2) Rispondenti che hanno sottoscritto forme di indebitamento (mutui, cessioni del quinto). – (3) Rispondenti che hanno sottoscritto piani pensionistici individuali. – (4) Rispondenti che dichiarano di avere accettato suggerimenti a investire in qualcosa che si è rivelato privo di valore. – (5) Rispondenti che dichiarano di avere fornito informazioni finanziarie e bancarie in risposta a una email o a una telefonata rivelatesi disoneste. – (6) Rispondenti che dichiarano di avere subito un pagamento non autorizzato sulla propria carta di debito o di credito.

Dal campione emerge tuttavia che il 22 per cento dei soggetti intervistati ritiene di possedere una cultura finanziaria pari o sopra la media anche se, in base alle risposte fornite, risulta sotto la media campionaria dell'indicatore di conoscenza. In Canada e nel Regno Unito, paesi per i quali si dispone dei dati individuali, la quota di rispondenti che sovrastimano la propria cultura finanziaria è pari rispettivamente al 29 e al 43 per cento.

La propensione a sopravvalutare le proprie conoscenze riguarda soprattutto gli uomini, i lavoratori indipendenti, i residenti nelle regioni del Mezzogiorno e i soggetti con un livello di istruzione medio-alto. Chi sopravvaluta le proprie conoscenze è inoltre più esposto al rischio di accettare consigli sbagliati sugli investimenti, di fornire informazioni bancarie in modo imprudente in risposta a email o a telefonate e di subire utilizzi non autorizzati delle proprie carte di pagamento (figura B, pannello b).

La Banca d'Italia è impegnata da tempo nell'accrescere il livello di cultura finanziaria dei cittadini, con un programma per le scuole giunto alla nona edizione, e con iniziative informative e di sensibilizzazione per gli adulti. La Strategia nazionale potrà favorire un piano organico e coordinato di interventi per raggiungere una più ampia platea, anche con il coinvolgimento dei mass media.

*L'indebitamento.* – La crescita dei prestiti bancari alle famiglie consumatrici e produttrici, avviatasi nella seconda metà del 2015, è proseguita nel 2016 e nei primi mesi di quest'anno (2,4 per cento su base annua lo scorso marzo). L'incremento è stato di entità analoga a quello medio dell'area dell'euro. L'incidenza dei debiti finanziari sul reddito disponibile rimane bassa nel confronto internazionale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

I prestiti per l'acquisto di abitazioni alle famiglie consumatrici sono cresciuti del 2,5 per cento nei dodici mesi terminanti in marzo (0,4 per cento nel 2015; tav. 7.4) grazie all'andamento molto positivo delle erogazioni di nuovi finanziamenti (16,1 per cento nei primi tre mesi del 2017). Nel 2016 l'aumento delle erogazioni ha interessato anche i clienti con meno di 35 anni, che negli anni di crisi avevano subito forti cali di reddito e di ricchezza, nonché una più rigida selezione da parte degli intermediari.

Tavola 7.4

<b>Credito alle famiglie consumatrici (1)</b> (dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2017 (2)
	dicembre 2014	dicembre 2015	giugno 2016	dicembre 2016	marzo 2017	
<b>Prestiti per l'acquisto di abitazioni</b>						
Banche	-0,6	0,4	1,3	2,0	2,5	353.515
<b>Credito al consumo</b>						
Banche	-0,7	5,2	7,8	8,6	9,2	90.330
Società finanziarie	0,3	-2,0	0,2	1,1	1,6	32.671
<b>Totale banche e società finanziarie</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,0</b>	<b>123.001</b>
<b>Altri prestiti (3)</b>						
Banche	1,5	1,4	0,4	-0,7	-0,6	106.570
<b>Prestiti totali</b>						
<b>Totale banche e società finanziarie</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>583.086</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2017 sono provvisori. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Credito alle famiglie consumatrici* e *Credito alle imprese*. – (2) I dati includono 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.

La crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è stata sostenuta dalla ripresa del reddito disponibile, dal basso livello dei tassi di interesse e dalle favorevoli prospettive del mercato degli immobili residenziali. L'offerta è divenuta gradualmente più accomodante soprattutto attraverso la riduzione dei margini applicati ai finanziamenti, favorita anche dalla minore rischiosità della clientela (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) comprensivo delle spese accessorie per la media delle nuove operazioni di mutuo ha toccato un minimo alla fine del 2016 per poi risalire di due decimi di punto, al 2,5 per cento a marzo di quest'anno. Vi ha contribuito in particolare il calo del costo dei mutui a tasso fisso, pari a circa mezzo punto percentuale, finanziamenti per i quali la riduzione dei margini è stata più forte. Ne hanno beneficiato sia le famiglie già in possesso di un mutuo, attraverso il ricorso a forme di ricontrattazione delle condizioni in essere, sia i nuovi mutuatari: nei primi tre mesi del 2017 l'incidenza di finanziamenti a tasso fisso sul totale delle erogazioni ha raggiunto il livello massimo dall'inizio della rilevazione nel 2003 (66,0 per cento).

Le migliori condizioni di offerta dei prestiti per l'acquisto di abitazioni si sono riflesse anche in un modesto aumento del rapporto tra prestito e valore dell'immobile (*loan-to-value ratio*) la cui media, in base ai risultati dell'Indagine regionale sul credito bancario condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, è salita nel 2016 al 61,7 per cento, dal minimo del 58,3 osservato durante la crisi nel 2013; la quota di mutui con un *loan-to-value ratio* superiore all'80 per cento è aumentata al 7,8 per cento. Gli agenti immobiliari intervistati in occasione del sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni hanno riferito una maggiore facilità nell'ottenere prestiti per l'acquisto degli immobili e un aumento della quota di acquisti finanziata con un mutuo (cfr. *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni*, Banca d'Italia, Statistiche, 22 maggio 2017).

Nei dodici mesi terminanti in marzo il credito al consumo è cresciuto del 7,0 per cento (tav. 7.4), sostenuto in particolare dall'aumento della spesa per beni durevoli. L'espansione delle erogazioni è stata favorita anche dalla riduzione del costo dei nuovi contratti (TAEG), che in marzo era sceso all'8,1 per cento; il divario con i tassi praticati nella media dell'area dell'euro è rimasto ampio (quasi due punti percentuali). In rapporto al reddito disponibile, il mercato del credito al consumo ha mantenuto una dimensione comparabile a quella degli altri principali paesi dell'area (10,4 per cento; 9,8 nella media dell'area dell'euro).

Negli scorsi anni gli intermediari finanziari hanno svolto un vaglio più attento della clientela, la cui rischiosità è sensibilmente diminuita. La selezione è stata accentuata per i nuclei con un capofamiglia con meno di 35 anni; la quota di queste famiglie con un debito per scopi di consumo si è ridotta dal 2008 al 2014 di dieci punti percentuali (al 14,0 per cento), il doppio rispetto al calo osservato in media.

Tra i prestiti per scopo di consumo, la componente della cessione del quinto dello stipendio o della pensione, che rappresenta circa il 16 per cento del totale, ha registrato una forte riduzione. Le modalità di erogazione di tali prestiti sono spesso caratterizzate da scarsa trasparenza delle condizioni contrattuali e da comportamenti degli intermediari poco attenti alle effettive esigenze finanziarie del cliente: nel 2016 la cessione del quinto è stata oggetto di 15.297 ricorsi all'Arbitro Bancario Finanziario, circa il 70 per cento del totale (cfr. *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2016).

## 8. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2016 è proseguita l'espansione dell'occupazione iniziata dalla seconda metà del 2014. La crescita della domanda di lavoro si è estesa anche alle categorie maggiormente colpite dalla precedente lunga recessione: i più giovani, i meno istruiti e i lavoratori delle regioni meridionali. Nel settore privato il numero di lavoratori dipendenti, sostenuto dai significativi sgravi contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato, è tornato sui livelli registrati prima della crisi. Sono ancora aumentate le posizioni lavorative permanenti, anche se a un ritmo più lento, a seguito della progressiva riduzione delle agevolazioni. Nei primi mesi del 2017 la dinamica complessiva dell'occupazione è rimasta positiva per effetto soprattutto della componente a termine.

Restano però ampi i margini di capacità lavorativa inutilizzata. Nonostante la crescita dell'ultimo biennio, le ore mediamente lavorate da ogni addetto rimangono inferiori di circa cinque punti percentuali rispetto ai livelli pre-crisi. Anche per effetto di un significativo incremento dell'offerta di lavoro, il tasso di disoccupazione si è ridotto di soli due decimi di punto, all'11,7 per cento, quasi il doppio rispetto al 2007.

L'ulteriore aumento del tasso di attività ha riflesso sia l'innalzamento dei livelli di istruzione media della popolazione, sia l'incremento della partecipazione femminile, in atto già dal periodo precedente la crisi. Vi hanno però contribuito anche le recenti riforme pensionistiche e nell'ultimo anno, grazie al consolidamento delle prospettive occupazionali, una significativa riduzione del numero di coloro che si dichiarano scoraggiati nella ricerca di un impiego. Il tasso di attività rimane tuttavia di oltre otto punti inferiore a quello dell'area dell'euro.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie si è ulteriormente indebolita, adeguandosi al rallentamento dei prezzi in atto dalla fine del 2013. Alcuni importanti contratti rinnovati nel corso del 2016 hanno apportato significative modifiche al modello di negoziazione prevalente negli anni precedenti.

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

Nella media del 2016 il numero di occupati è aumentato dell'1,3 per cento (300.000 persone; tav. 8.1), il tasso di crescita più elevato degli ultimi dieci anni. A fronte della contrazione del lavoro autonomo, diminuito per il sesto anno consecutivo, la dinamica dell'occupazione è stata trainata da quello subordinato, tornato sui livelli registrati prima dell'inizio della crisi del 2008.

La crescita del numero di occupati è stata più consistente all'inizio dell'anno, per effetto del forte incremento delle assunzioni a tempo indeterminato effettuate al termine del 2015, che beneficiavano dell'esenzione per un triennio della quasi totalità dei contributi sociali (fig. 8.1).

Tavola 8.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (variazioni percentuali annuali)						
SETTORI E POSIZIONE PROFESSIONALE	Occupati			Ore lavorate		
	2007-14	2014-15	2015-16	2007-14	2014-15	2015-16
<b>Totale</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-1,4	1,8	1,3	-2,0	1,8	1,6
Industria in senso stretto	-2,3	-0,7	0,7	-3,3	0,5	2,1
<i>di cui: attività manifatturiere</i>	-2,4	-0,8	0,8	-3,5	0,5	2,1
Costruzioni	-3,1	-1,5	-3,2	-4,3	0,5	-2,5
Servizi	0,2	1,1	1,8	-0,4	1,1	2,0
<i>di cui: prevalentemente pubblici (1)</i>	-0,2	0,5	1,2	-0,3	0,4	1,4
Dipendenti	-0,4	1,1	1,9	-1,2	1,8	2,4
Indipendenti	-0,9	-0,4	-0,5	-1,7	-0,8	0,2

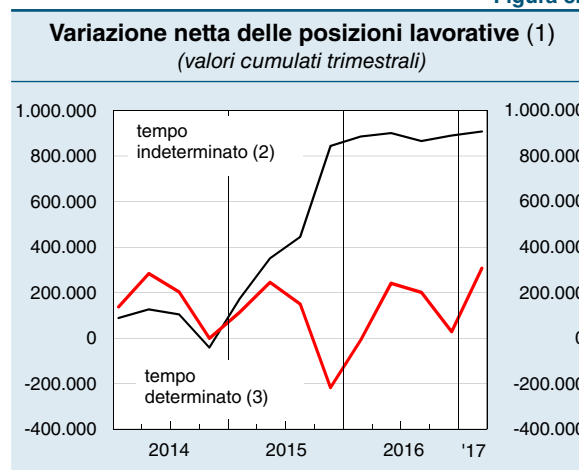
Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*.  
(1) Include difesa e assicurazione sociale obbligatoria, istruzione, sanità e assistenza sociale.

Nonostante la riduzione degli sgravi (l'esenzione è passata al 40 per cento dei contributi sociali per una durata di due anni), il saldo delle nuove posizioni lavorative a tempo indeterminato si è mantenuto positivo nel corso del 2016, per effetto della scelta delle imprese di stabilizzare i lavoratori temporanei (fig. 8.2). Nei primi mesi del 2017, con il venire meno degli incentivi (rinnovati, in misura piena, solo per i lavoratori più giovani e per quelli occupati nelle regioni meridionali), l'occupazione alle dipendenze ha continuato a espandersi, soprattutto nella componente a tempo determinato.

I contratti di apprendistato hanno rappresentato nel 2016 poco più del 10 per cento delle assunzioni di persone sotto i 30 anni, nonostante nelle intenzioni del legislatore questa tipologia contrattuale sarebbe dovuta diventare il tipico meccanismo di ingresso dei giovani nel mondo del lavoro (cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2013). Dal 2004 il numero di apprendisti si è dimezzato riflettendo le incertezze normative, le difficoltà di realizzazione dei piani individuali di formazione esterna all'azienda e, nell'ultimo biennio, la scelta delle imprese di privilegiare le assunzioni con contratti a tempo indeterminato per beneficiare degli sgravi contributivi.

Nel marzo 2017 il Governo ha abrogato lo strumento dei voucher, rimandando la revisione della disciplina del lavoro accessorio a una futura riforma complessiva che dovrebbe preservarne i margini di flessibilità e prevenirne gli usi impropri. Malgrado

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 nelle imprese del settore privato non agricolo. – (2) La variazione netta dei contratti a tempo indeterminato è calcolata come la differenza tra le attivazioni (nuovi rapporti e trasformazioni di altri contratti già in essere) e le 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.

l'espansione degli ultimi anni, già frenata nello scorso ottobre da alcuni interventi normativi che ne avevano precisato le modalità di utilizzo, il ricorso ai voucher nel 2016 ha rappresentato solo lo 0,3 per cento delle ore lavorate.

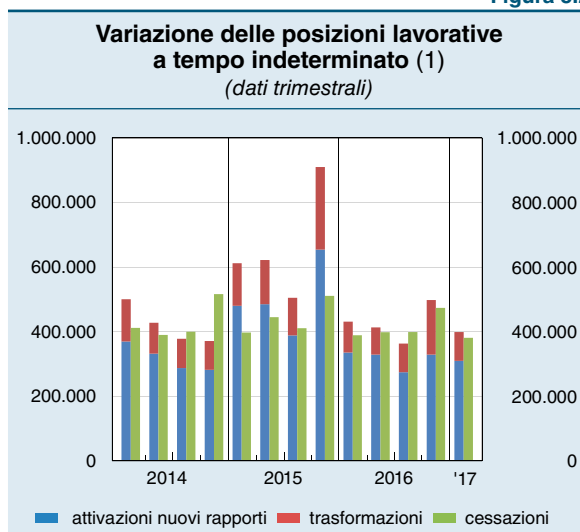
È proseguita la flessione del lavoro parasubordinato, i cui margini di impiego sono stati ulteriormente delimitati dai decreti attuativi del Jobs Act (D.lgs. 22/2015 e D.lgs. 23/2015): il numero di contratti di collaborazione attivati nel corso del 2016 è diminuito di oltre il 14 per cento rispetto al 2015. Il disegno di legge 2233-B (cosiddetto Jobs Act per il lavoro autonomo), di recente approvato dal Parlamento, concede maggiori tutele in tema di disabilità, salute e maternità, ai lavoratori in proprio, riducendone al contempo il carico fiscale.

La ripresa dell'occupazione ha interessato sia la manifattura sia i servizi privati, ma non il settore delle costruzioni. La crescita ha riguardato tutte le fasce di età e i livelli di istruzione; per i lavoratori con al più un diploma di scuola superiore, l'ultimo biennio ha segnato un'inversione di tendenza rispetto al forte deterioramento delle prospettive occupazionali registrato a partire dal 2008. Nel confronto con il periodo precedente la crisi è fortemente diminuito il ritmo di espansione dell'occupazione straniera, in concomitanza con il rallentamento dei flussi migratori dovuto alla debolezza ciclica.

Nelle regioni meridionali il numero di occupati, dopo essersi ridotto di oltre nove punti percentuali tra il 2007 e il 2014, è tornato ad aumentare, crescendo più velocemente rispetto al resto del Paese (fig. 8.3). Nel confronto con il 2007 l'occupazione ha pienamente recuperato nelle regioni centro-settentrionali; rimane di quasi sei punti percentuali inferiore nel Mezzogiorno (cfr. il riquadro: *L'economia del Mezzogiorno dopo la recessione* del capitolo 5).

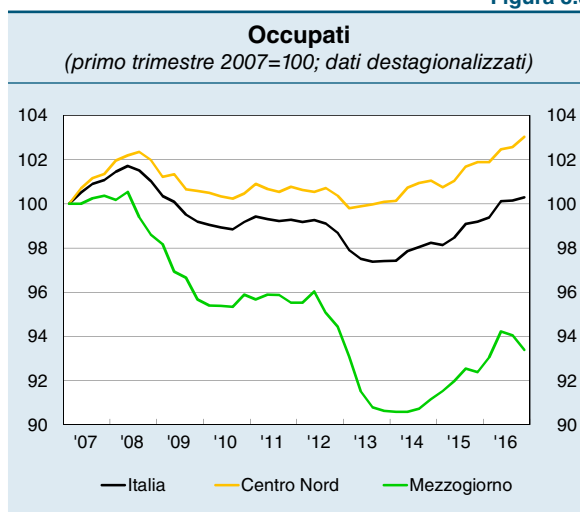
Anche le ore lavorate per adetto hanno ripreso a crescere. La dinamica è stata più marcata nel comparto manifatturiero, grazie al minor ricorso alla Cassa integrazione-

Figura 8.2



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 al settore privato con l'esclusione degli operai agricoli e dei lavoratori domestici.

Figura 8.3



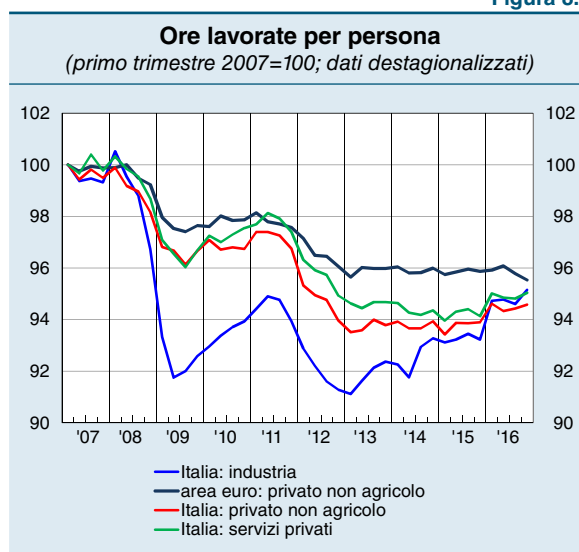
Fonte: elaborazioni su dati Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro; cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro.

ne guadagni, e meno pronunciata nei servizi privati.

L'intensità di utilizzo della manodopera, misurata dalle ore pro capite, resta però inferiore di cinque punti percentuali rispetto al 2007 (fig. 8.4). Tale diminuzione, osservata in misura minore anche negli altri maggiori paesi dell'area dell'euro, si è accompagnata a un intenso ricorso alle posizioni part-time. L'incidenza del tempo parziale sul totale dell'occupazione è salita di quasi cinque punti percentuali tra il 2007 e il 2016, al 18,8 per cento, a fronte di una crescita di poco più di un punto percentuale nel decennio precedente. Questa accelerazione ha risentito soprattutto della debolezza

della domanda di lavoro: nel 2016 quasi due lavoratori part-time su tre avrebbero preferito un impiego a tempo pieno; erano meno della metà prima della crisi. La riduzione dell'orario di lavoro, deprimendo i redditi complessivi, ha contribuito alla crescita dell'incidenza dei dipendenti a bassa retribuzione<sup>1</sup>; la dinamica è stata maggiormente marcata nelle imprese più piccole, nei settori caratterizzati da una minore produttività e tra i lavoratori impiegati in professioni meno qualificate.

Figura 8.4



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, *National accounts* e, per l'Italia, Istat, *Conti economici nazionali*.

### La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nonostante la crescita sostenuta del numero di occupati, le persone in cerca di impiego sono diminuite nel 2016 di sole 20.000 unità, a causa del contestuale incremento della partecipazione al mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione si è ridotto di appena due decimi di punto, all'11,7 per cento (tav. 8.2), rimanendo su livelli storicamente elevati; anche quello giovanile, sebbene diminuito in modo significativo nell'ultimo biennio (al 37,8 per cento), è ancora circa il doppio rispetto al periodo pre-crisi.

Nel 2016 il tasso di attività è salito di quasi un punto percentuale, al 64,9 per cento, il valore massimo dall'inizio della serie storica nel 1977. Confermando una tendenza di lungo periodo, l'aumento della partecipazione riflette cambiamenti nella composizione della popolazione, ma anche, per effetto della ripresa ciclica dell'ultimo anno, una riduzione del numero di coloro che dichiarano di non cercare lavoro poiché ritengono di non riuscire a trovarne uno, i cosiddetti scoraggiati.

Nell'ultimo decennio il tasso di attività ha registrato un incremento di oltre due punti percentuali, quasi interamente a causa della crescita del peso relativo di gruppi

<sup>1</sup> F. D'Amuri, *I lavoratori a bassa retribuzione in Italia: evidenze descrittive e indicazioni di policy*, in C. Dell'Aringa, C. Lucifora e T. Treu (a cura di), *Salari, produttività, disuguaglianze. Verso un nuovo modello contrattuale?*, AREL-il Mulino, di prossima pubblicazione.

Tavola 8.2

Tassi di attività, occupazione e disoccupazione nel 2016 (valori percentuali)								
VOCI	Età 15-24		Età 25-54		Età 55-64		Totale (1)	
	livello (2)	variazioni 2015-16 (3)	livello (2)	variazioni 2015-16 (3)	livello (2)	variazioni 2015-16 (3)	livello (2)	variazioni 2015-16 (3)
<b>Tasso di attività</b>	<b>26,6</b>	<b>0,4</b>	<b>77,5</b>	<b>0,7</b>	<b>53,4</b>	<b>2,3</b>	<b>64,9</b>	<b>0,9</b>
maschi	30,2	-0,2	88,2	0,5	65,9	2,6	74,8	0,7
femmine	22,8	1,1	66,8	0,9	41,7	2,1	55,2	1,1
<b>Tasso di occupazione</b>	<b>16,6</b>	<b>0,9</b>	<b>68,8</b>	<b>0,7</b>	<b>50,3</b>	<b>2,1</b>	<b>57,2</b>	<b>0,9</b>
maschi	19,2	0,6	79,3	0,7	61,7	2,4	66,5	0,9
femmine	13,7	1,3	58,5	0,6	39,7	1,8	48,1	0,9
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>37,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>11,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,7</b>	<b>0,2</b>	<b>11,7</b>	<b>-0,2</b>
maschi	36,5	-2,3	10,1	-0,3	6,4	0,0	10,9	-0,4
femmine	39,6	-3,0	12,5	0,3	4,8	0,5	12,8	0,1

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.

socio-demografici con una più elevata partecipazione al mercato del lavoro. In tutte le fasce di età, compresa la più numerosa (45-54 anni), è salita la quota di coloro che hanno un titolo di studio terziario. Un contributo inferiore, ma non trascurabile, deriva dalla maggiore partecipazione delle donne al mercato del lavoro e dalla crescita del numero di immigrati, particolarmente intensa negli anni antecedenti la crisi del 2008<sup>2</sup>.

Negli ultimi anni anche le riforme pensionistiche hanno sostenuto l'offerta di lavoro: la crescita del tasso di attività nella fascia di età tra i 55 e i 64 anni (dal 39,3 per cento nel 2011 al 53,4 per cento nel 2016, ancora inferiore di oltre sei punti alla media dell'area dell'euro) è in larga parte attribuibile all'allungamento della vita lavorativa, soprattutto per le donne<sup>3</sup> (cfr. il riquadro: *Allungamento della vita lavorativa e mercato del lavoro*).

#### ALLUNGAMENTO DELLA VITA LAVORATIVA E MERCATO DEL LAVORO

La popolazione italiana è invecchiata rapidamente negli ultimi decenni per effetto dell'allungamento dell'aspettativa di vita e della bassa natalità. Il rapporto tra le persone con 65 anni e oltre e quelle di età compresa tra i 15 e i 64 anni è passato dal 22 al 34 per cento tra il 1990 e il 2016; secondo le più recenti proiezioni dell'Istat supererebbe il 60 per cento nel 2050. A fronte di questi andamenti si sono susseguiti nel tempo diversi interventi per garantire la sostenibilità della spesa pensionistica attraverso l'inasprimento dei requisiti anagrafici e contributivi. Tra quelli recenti il più significativo è rappresentato dalla L. 214/2011 (riforma Fornero del sistema previdenziale; cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2015) che – secondo le proiezioni della Ragioneria generale dello Stato – permetterà una riduzione dell'incidenza della spesa pensionistica sul PIL pari in media all'1 per cento nei venti anni successivi alla sua introduzione.

<sup>2</sup> M. De Philippis, *The dynamics of the Italian labour force participation rate: determinants and implications for the employment and unemployment rate*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

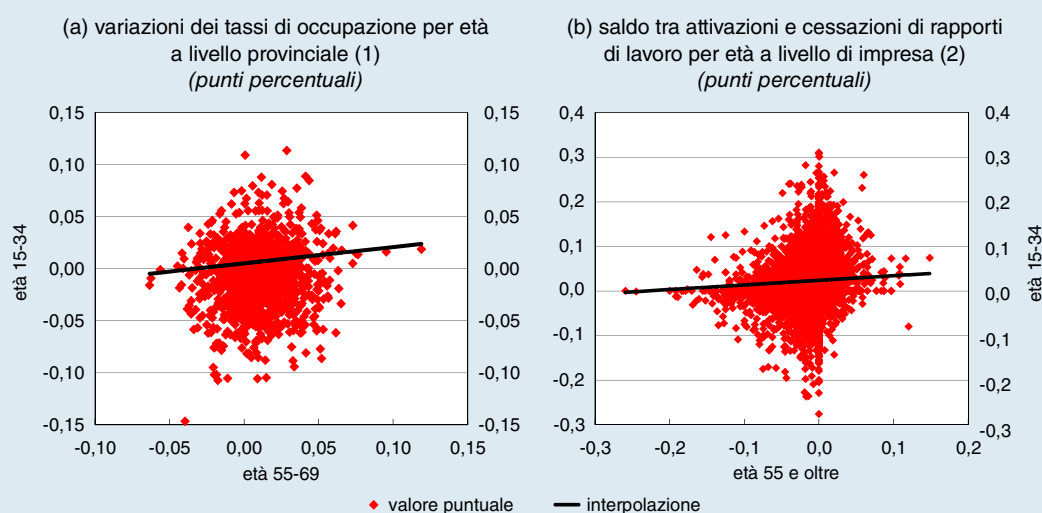
<sup>3</sup> F. Carta e M. De Philippis, *The life-cycle labour supply responses to longer working lives*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Nel lungo periodo l'innalzamento dei requisiti pensionistici, prolungando la partecipazione al mercato del lavoro, tende ad avere effetti espansivi sul prodotto. Nel breve periodo un aumento dell'età pensionabile potrebbe ripercuotersi negativamente sulle prospettive occupazionali dei più giovani se questi ultimi svolgono mansioni simili a quelle dei lavoratori più anziani; l'effetto può tuttavia essere positivo se svolgono ruoli diversi e complementari.

Secondo nostre analisi<sup>1</sup> non vi è evidenza di un nesso negativo, nemmeno nel breve periodo, tra il prolungamento della vita lavorativa degli anziani e l'occupazione dei giovani; piuttosto i due fenomeni appaiono complementari. Utilizzando i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat per il periodo 2004-2016, l'analisi empirica evidenzia che, controllando per le condizioni cicliche a livello di macroarea geografica e per le caratteristiche di ciascuna provincia nella media del periodo, le variazioni dei tassi di occupazione provinciali dei lavoratori più anziani (55-69 anni) e quelle dei più giovani (15-34 anni) non mostrano una correlazione negativa, bensì lievemente positiva<sup>2</sup> (figura, pannello a).

Figura

#### Relazione tra le dinamiche occupazionali nelle diverse classi di età



Fonte: per il pannello a, nostre elaborazioni sui dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*; per il pannello b, nostre elaborazioni sui dati INPS e sull'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind).

(1) Periodo 2004-2016. Variazione annuale dei tassi di occupazione degli individui di 55-69 anni (asse delle ascisse) e 15-34 anni (asse delle ordinate) nelle 103 province italiane. Retta di interpolazione stimata da una regressione lineare con effetti fissi provinciali e per macroarea/anno. – (2) Periodo 2008-2015. Saldo annuale tra attivazioni e cessazioni di contratti di lavoro degli individui di 55 anni e oltre (asse delle ascisse) e 15-34 anni (asse delle ordinate) espresse in percentuale dell'occupazione complessiva dell'impresa nell'anno precedente. Retta di interpolazione stimata utilizzando, come strumento per il saldo degli individui di 55 anni e oltre, la quota di lavoratori che hanno maturato i requisiti pensionistici. Include controlli per il settore/anno e la dimensione dell'impresa nell'anno precedente.

Pur se associato a un aumento dell'occupazione giovanile a livello aggregato, l'allungamento della vita lavorativa dei pi  anziani potrebbe aver reindirizzato alcuni

<sup>1</sup> F. Carta, F. D'Amuri e T.M. von Wachter, *Ageing, pension reform and firm's dynamics*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> I risultati sono in linea con quelli di precedenti analisi per l'area dell'euro (cfr. P. Tommasino e R. Zizza, *The lump of labour fallacy: a reassessment for the euro area*, in *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 159, 2015).

giovani verso settori o imprese diversi nell'ambito della stessa provincia. Tale ipotesi è stata verificata attraverso un campione rappresentativo di imprese con almeno 20 addetti tratto dagli archivi dell'INPS per il periodo 2008-2015, con lo scopo di valutare se la maggiore permanenza nell'impresa dei lavoratori con almeno 55 anni, determinata da cambiamenti nelle regole pensionistiche, abbia modificato assunzioni, flussi in uscita e salari dei lavoratori delle altre fasce di età nell'ambito della stessa azienda.

All'aumento dei lavoratori più anziani è corrisposto l'incremento di quelli più giovani, a supporto dell'ipotesi di complementarità tra le due classi di età (figura, pannello b). Tali risultati sono validi sia considerando tutti i diversi interventi pensionistici che si sono susseguiti nel periodo, sia limitando l'analisi agli effetti della sola riforma Fornero: nel campione analizzato quest'ultima ha comportato nel breve periodo un incremento dell'occupazione di quattro decimi tra le persone oltre i 55 anni e di circa un decimo tra i più giovani. Vi è infine evidenza che l'aumento dell'offerta di lavoro degli individui più anziani abbia determinato una leggera riduzione del loro salario.

Nonostante l'accelerazione il tasso di partecipazione in Italia rimane ancora ampiamente inferiore rispetto a quello registrato nei principali paesi europei (pari al 78,0 per cento in Germania, al 71,4 in Francia e al 74,2 in Spagna, rispettivamente).

Tra i più giovani l'aumento dell'offerta di lavoro si è concentrato tra coloro che non frequentano un corso di studio, mentre la partecipazione al sistema di istruzione ha continuato a crescere. Tale dinamica, insieme all'incremento dell'occupazione, ha contribuito a ridurre (di 1,3 punti percentuali) l'incidenza dei giovani tra i 15 e i 29 anni che rimangono al di fuori del circuito lavorativo e formativo (*not in education, employment or training*, NEET), che si è attestata nel 2016 al 24,3 per cento.

### ***La contrattazione e le relazioni industriali***

Lo scorso anno la dinamica delle retribuzioni contrattuali nel settore privato si è ulteriormente indebolita, attestandosi allo 0,8 per cento, tre decimi di punto al di sopra della crescita delle retribuzioni complessive (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). Nel 2016 una situazione di congelamento dei salari contrattuali ha interessato oltre il 40 per cento dei dipendenti del settore privato non agricolo. Vi ha influito sia il notevole ritardo nella stipula di molti importanti contratti (alla fine dell'anno la quota dei lavoratori in attesa del rinnovo contrattuale era circa il 30 per cento), sia la mancanza di incrementi retributivi nella fase di avvio di alcuni di quelli rinnovati.

In un contesto di accresciuta incertezza circa l'evoluzione futura dei prezzi, molti accordi siglati tra la fine del 2015 e il 2016 hanno modificato alcuni aspetti del modello di contrattazione precedente, indebolendo il riferimento alle aspettative sull'inflazione, che nei negoziati conclusi tra il 2012 e il 2013 si erano rivelate più elevate di quanto successivamente realizzatosi (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2015). Alcune intese hanno previsto, in luogo di questo riferimento, meccanismi espliciti e automatici di indicizzazione a posteriori sulla base dell'inflazione realizzata; altre hanno rinviato la definizione degli aumenti a futuri incontri tra le parti (cfr. il riquadro: *Le tendenze in atto nelle relazioni industriali*).

L'attuale assetto della contrattazione risente, nei suoi elementi fondamentali, di quanto stabilito dal protocollo del 1993 e dall'accordo interconfederale del 2009. Un ruolo predominante è svolto dal contratto collettivo nazionale di lavoro (CCNL), che ha durata di regola triennale e definisce l'andamento delle retribuzioni minime utilizzando come riferimento l'inflazione attesa<sup>1</sup> al momento del rinnovo. La contrattazione decentrata (a livello aziendale o territoriale) è gerarchicamente subordinata a quella nazionale. Può in generale modificare aspetti relativi all'organizzazione del lavoro solo su delega del CCNL e definire componenti retributive aggiuntive e non modificative di quelle stabilite dal contratto nazionale. Data la diffusione limitata dei contratti aziendali (nel 2016 erano presenti nel 20 per cento delle aziende con almeno 20 addetti)<sup>2</sup>, la dinamica e il livello delle retribuzioni sono in larga parte dettati dalla contrattazione nazionale<sup>3</sup>.

Negli anni recenti questo assetto ha mostrato alcune criticità. Gli ampi scostamenti dell'inflazione realizzata rispetto alla previsione utilizzata in sede di rinnovo dei CCNL si sono riflessi in modo inatteso sull'andamento dei salari reali: dapprima sono diminuiti del 2,3 per cento nel biennio 2011-12, quando l'inflazione è risultata superiore rispetto a quella prevista, sono successivamente aumentati di oltre il 2 per cento nel 2013-15, in presenza di una dinamica dei prezzi molto debole (0,5 per cento l'anno in media) e inferiore a quella incorporata nei contratti (cfr. il capitolo 9: *I prezzi i costi e la competitività* nella *Relazione annuale* sul 2015). A causa del suo ruolo subordinato rispetto al contratto nazionale, la contrattazione decentrata ha avuto margini ridotti per negoziare forme di flessibilità salariale e organizzativa nelle imprese e nelle aree geografiche più colpite dalla recessione.

In presenza di uno stallo nel confronto tra le maggiori organizzazioni sindacali e datoriali sulla revisione complessiva dell'assetto delle relazioni industriali, alcuni contratti rinnovati di recente hanno introdotto aspetti significativamente differenti rispetto alle previsioni contenute negli accordi del 2009. In molti casi le trattative si sono concluse con rinnovi di durata maggiore ai tre anni, prevedendo il congelamento dei salari nel 2016 e una crescita nominale molto contenuta sino alla fine del 2019. Contestualmente nei settori chimico e tessile sono state introdotte più stringenti clausole per il recupero, con cadenza annuale, degli scostamenti tra valori previsti e realizzati dell'inflazione; nel comparto metalmeccanico e nell'industria del legno sono state introdotte clausole di indicizzazione automatica della dinamica salariale all'inflazione dell'anno precedente (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*, in *Bollettino economico*, 1, 2017). In alcuni comparti (commercio e artigianato) nuovi accordi interconfederali hanno prefigurato l'abbandono del riferimento all'IPCA atteso, lasciando maggiore libertà di adattare l'evoluzione delle retribuzioni alle prospettive di sviluppo del settore.

<sup>1</sup> Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) al netto dei beni energetici importati.

<sup>2</sup> Elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind).

<sup>3</sup> Nel 2016 il peso delle retribuzioni minime definite dai contratti nazionali su quelle totali rilevate dalla contabilità nazionale era pari all'88 per cento nel settore privato non agricolo.

Accanto alle novità introdotte nei contratti siglati dalle organizzazioni maggiori, in molti comparti si sono progressivamente diffusi contratti nazionali di lavoro di prima stipula tra sigle sindacali e datoriali minori e di recente formazione. Il fenomeno ha comportato l'ulteriore frammentazione della contrattazione nazionale, determinando il deciso aumento del numero dei CCNL passati, secondo l'archivio del CNEL, da 398 nel 2008 a 809 nel 2017. Recenti analisi<sup>4</sup> basate su dati di fonte amministrativa mostrano che nel 2015 il 2 per cento dei lavoratori dipendenti del settore privato non agricolo era coperto da un contratto sottoscritto da organizzazioni minori, caratterizzato da livelli retributivi spesso inferiori (fino al 20 per cento) rispetto a quelli previsti dal corrispondente contratto collettivo siglato dalle organizzazioni maggiormente rappresentative. La pressione al ribasso esercitata da questi contratti ha indotto le parti sociali maggioritarie a moderare la dinamica salariale al fine di limitare l'adozione di contratti minori da parte delle imprese. Nel settore del commercio, il più interessato dal fenomeno, nel 2016 è stata concordata dalle organizzazioni principali la sospensione degli aumenti retributivi già previsti.

Il ruolo della contrattazione decentrata è rimasto secondario e subordinato alle disposizioni definite a livello nazionale, nonostante diversi provvedimenti adottati nel corso degli anni, gradualmente più generosi, abbiano cercato di favorirne la diffusione riducendo il cuneo fiscale sulle componenti retributive contrattate a livello locale. Un maggior ruolo della contrattazione decentrata nella definizione dei salari e dell'organizzazione del lavoro consentirebbe di favorire un miglior allineamento tra la crescita dei salari e quella della produttività e di allentare alcune rigidità della contrattazione nazionale, soprattutto in termini di durata dei contratti e di meccanismi di indicizzazione automatici, che rischiano di rendere più persistente l'inflazione.

<sup>4</sup> F. D'Amuri e R. Nizzi, *I recenti sviluppi delle relazioni industriali in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La legge di bilancio per il 2017 ha rinnovato le agevolazioni fiscali previste per le prestazioni di welfare e i premi di produttività erogati da contratti aziendali o territoriali, aumentandone la generosità e l'ambito di applicazione. In mancanza di misure che permettano alle intese aziendali di prevalere sulle disposizioni del contratto nazionale, la diffusione della contrattazione decentrata rimane tuttavia limitata. Nel 2016 solo circa il 20 per cento delle imprese con oltre 20 dipendenti aveva stipulato un contratto integrativo aziendale; si tratta della stessa percentuale del 2015, quando non erano in vigore le agevolazioni fiscali.

## 9. I PREZZI, I COSTI E LA COMPETITIVITÀ

Nella media del 2016 l'inflazione in Italia è risultata appena negativa. Alle pressioni deflazionistiche provenienti dall'estero si è accompagnata la perdurante moderazione dell'inflazione di origine interna, cui ha contribuito la debole dinamica salariale; quest'ultima è stata frenata dal livello di disoccupazione ancora elevato e dalle aspettative di bassa inflazione, progressivamente incorporate nei nuovi contratti.

Nonostante l'inflazione di fondo resti debole, l'andamento dei prezzi è risalito dall'autunno e nei primi mesi del 2017 ha raggiunto i valori più elevati degli ultimi quattro anni, risentendo soprattutto del rincaro del greggio.

La competitività di prezzo delle imprese italiane, misurata sulla base di diversi indicatori di prezzo e di costo, è sensibilmente migliorata negli ultimi anni; nel 2016 è rimasta stabile nei confronti dei partner dell'area dell'euro, ma è lievemente diminuita rispetto ai paesi non appartenenti all'area, per effetto dell'apprezzamento registrato dalla moneta comune all'inizio dell'anno.

### *I prezzi al consumo*

Nella media del 2016 l'inflazione, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è diminuita, segnando un valore lievemente negativo (-0,1 per cento, da 0,1 nel 2015; tav. 9.1), per la prima volta dall'avvio della serie

Tavola 9.1

Indici dei prezzi			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2015	2016	2016
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>100,0</b>
Alimentari freschi	1,9	0,5	9,2
Alimentari trasformati	0,9	0,4	11,9
Energetici	-6,8	-5,5	9,6
Beni non alimentari e non energetici	0,7	0,5	25,8
Servizi	0,6	0,6	43,5
Beni e servizi a prezzo amministrato	-0,3	-1,4	11,1
Indice generale al netto di alimentari ed energetici	0,7	0,5	69,4
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>100,0</b>
<b>Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>100,0</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

storica nel 1987. Anche l'inflazione di fondo, misurata sulla base dell'IPCA al netto dei prodotti alimentari ed energetici, è scesa in media d'anno, allo 0,5 per cento (0,7 nel 2015).

Il calo dei prezzi, particolarmente accentuato in primavera, si è successivamente attenuato; l'inflazione è tornata positiva negli ultimi mesi dell'anno, toccando lo 0,5 per cento in dicembre. Nel 2017 l'IPCA ha accelerato, risentendo del rincaro del petrolio seguito ai tagli alla produzione decisi tra i principali paesi produttori. In aprile l'inflazione al consumo si è collocata al 2,0 per cento su dodici mesi prima; anche quella di fondo è salita (all'1,3 per cento), ma ciò ha riflesso in larga parte temporanei effetti di calendario legati alla ricorrenza delle festività pasquali (fig. 9.1).

L'andamento dell'inflazione ha rispecchiato soprattutto quello delle componenti più volatili. Nel 2016 la flessione delle quotazioni internazionali del greggio si è trasmessa sia ai prezzi dei carburanti (-6,3 per cento) sia, in misura minore, alle tariffe di elettricità e gas (-5,0 per cento, con una diminuzione solo lieve di quelle elettriche); hanno decelerato i prezzi dei beni alimentari, frenati anche da fattori climatici di natura temporanea.

È proseguita la debolezza dell'inflazione di origine interna, anche per effetto degli ancora ampi margini di capacità inutilizzata e della debole dinamica salariale. Il deflatore del PIL è cresciuto dello 0,8 per cento (0,7 nel 2015); il ristagno dei redditi orari ha limitato l'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), sospinto dalla contrazione della produttività. Il deflatore dei consumi privati ha registrato una dinamica ancor più modesta, rimanendo pressoché stabile in media d'anno; vi ha inciso il guadagno di ragioni di scambio: il rapporto fra il deflatore delle esportazioni e quello delle importazioni è salito di circa il 2,5 per cento nel 2016, risentendo in misura rilevante del calo dei prezzi delle importazioni di greggio.

La debolezza dei prezzi nel corso dell'anno si è riflessa sulle aspettative di inflazione. Le previsioni per il 2017 censite da Consensus Economics sono state progressivamente riviste al ribasso nella prima parte dell'anno scorso, dall'1,3 per cento in gennaio allo 0,8 in agosto; solo a partire da dicembre hanno mostrato una ripresa, attestandosi all'1,4 per cento nel maggio di quest'anno. Nelle più recenti valutazioni degli operatori professionali l'inflazione rimarrebbe contenuta anche nel 2018, all'1,3 per cento. Secondo le imprese intervistate in marzo nell'ambito dell'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la variazione dell'indice dei prezzi al consumo nell'orizzonte compreso fra tre e cinque anni si collocherebbe all'1,6

Figura 9.1



per cento (0,9 per cento nella rilevazione di fine 2016; cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 10 aprile 2017).

Allo spostamento verso il basso dell'inflazione attesa si è associato un maggiore accordo tra gli osservatori, segnalando il rischio del radicarsi di attese di inflazione inferiore all'obiettivo di stabilità dei prezzi: nel periodo 2014-16 la dispersione delle attese delle aziende si è ridotta ed è tornata ai livelli precedenti la crisi (cfr. il riquadro: *Le aspettative di inflazione delle imprese italiane secondo l'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore*).

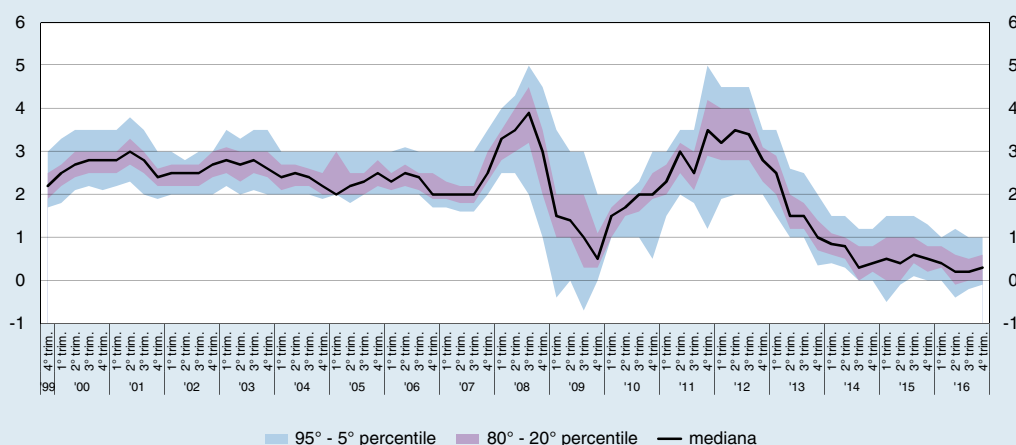
### LE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DELLE IMPRESE ITALIANE SECONDO L'INDAGINE BANCA D'ITALIA-IL SOLE 24 ORE

Dalla fine del 1999 la Banca d'Italia rileva trimestralmente informazioni quantitative sulle aspettative di inflazione dei prezzi al consumo in Italia delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari con almeno 50 addetti. Informazioni di questo tipo, raccolte nell'ambito di una più estesa indagine campionaria svolta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, sono rare nel panorama internazionale; consentono di trarre indicazioni utili sulla distribuzione delle attese di inflazione.

Nel periodo 1999-2007, caratterizzato da una sostanziale stabilità del quadro macroeconomico, il valore mediano del tasso di inflazione atteso per i dodici mesi successivi in Italia si è gradualmente avvicinato al livello compatibile con l'obiettivo di stabilità dei prezzi fissato dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (un valore inferiore ma prossimo al 2 per cento per l'intera area dell'euro). Dal 2008 le attese mediane se ne sono invece discostate, seguendo le ampie oscillazioni dell'inflazione realizzata e attestandosi dal 2014 attorno a valori non superiori al mezzo punto percentuale (figura A).

Figura A

**Aspettative di inflazione a 12 mesi delle imprese italiane**  
(valori percentuali; mediana e distribuzione)



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita (IAI)*.

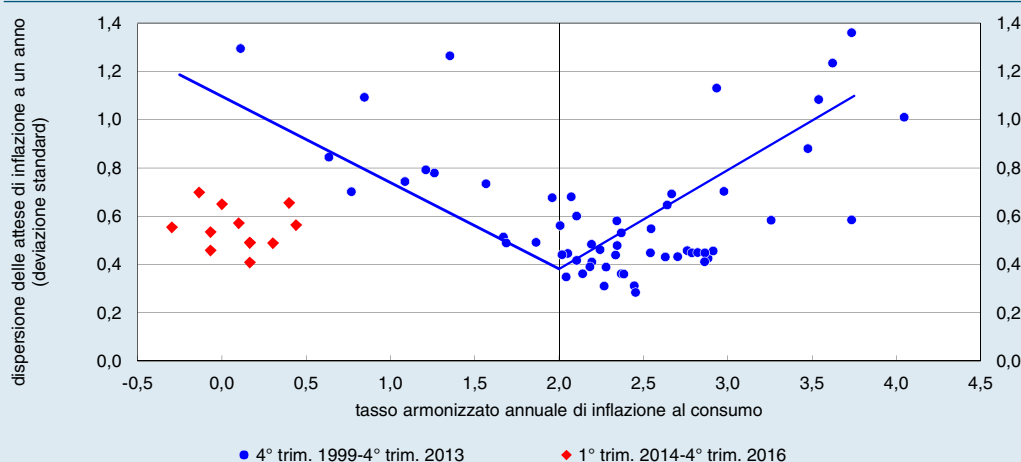
La dispersione delle attese attorno a questa tendenza centrale è significativa e anch'essa soggetta a oscillazioni. Nel periodo precedente la crisi la differenza tra

il ventesimo e l'ottantesimo percentile è stata mediamente pari a mezzo punto percentuale; successivamente si è ampliata, scendendo solo occasionalmente sui livelli medi precedenti; dalla seconda metà del 2015 è tornata sui livelli registrati nel primo periodo, quando l'inflazione attesa era prossima all'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Questa diversità di valutazione tra le imprese dipende solo in piccola parte dalle loro caratteristiche osservabili, quali dimensione, settore di attività e collocazione geografica. È invece tanto maggiore quanto più il tasso di inflazione effettivamente registrato si discosta dall'obiettivo di stabilità dei prezzi, in entrambi i sensi (figura B). Ciò suggerisce che il disaccordo tra le imprese possa riflettere in parte le loro diverse opinioni sull'incisività e la tempestività dell'azione di politica monetaria necessaria a riavvicinarsi all'obiettivo<sup>1</sup>.

Figura B

**Dispersione delle attese e inflazione realizzata in Italia (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita (IAI)*.

(1) La linea spezzata rappresenta i valori stimati da una regressione bivariata della dispersione delle attese di inflazione in un dato trimestre sul valore assoluto della differenza fra l'inflazione realizzata nel trimestre dell'indagine e il 2 per cento; l'intervallo di stima comprende il periodo tra il 4° trimestre del 1999 e il 4° trimestre del 2013.

La relazione tra la dispersione delle attese e il contemporaneo scostamento dell'inflazione effettiva dall'obiettivo è però venuta meno dalla fine del 2013 quando, in corrispondenza con l'assestamento delle attese su valori mediani molto bassi, anche la loro dispersione si è stabilizzata su un livello contenuto, osservato in passato soprattutto quando l'inflazione era prossima all'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Questa evidenza è corroborata da analisi econometriche che tengono conto della fase ciclica e di altre determinanti del grado di dispersione delle attese. Coerentemente con indicazioni desumibili dai mercati finanziari (cfr. il riquadro: *Ancoraggio delle aspettative di inflazione ed effetti macroeconomici* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2015), essa segnala il possibile progressivo radicarsi di attese di inflazione largamente inferiori a quelle compatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi fissato dalla Banca centrale europea.

<sup>1</sup> L. Bartiloro, M. Bottone e A. Rosolia, *What does the heterogeneity of inflation expectations of Italian firms tell us?*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, di prossima pubblicazione.

## *I prezzi alla produzione e dei beni importati*

Nel 2016 è proseguito il calo dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno (-2,2 per cento), seppure con minore intensità rispetto all'anno precedente. Anche la flessione della componente energetica si è attenuata, pur mantenendosi elevata nella media dell'anno (-5,6 per cento, da -9,6 nel 2015). In un quadro di forti spinte al ribasso provenienti dall'estero, i prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo sono lievemente scesi, dello 0,1 per cento (erano aumentati dello 0,2 nel 2015), e si è accentuato il calo di quelli dei beni intermedi (-1,1 per cento da -0,5). Nella seconda parte dell'anno i costi delle materie di base hanno segnato una ripresa; ne è discesa una progressiva accelerazione dei prezzi alla produzione, cresciuti lo scorso marzo del 3,4 per cento sui dodici mesi.

Si sono rafforzate le pressioni deflazionistiche di origine estera: nella media del 2016 il deflatore delle importazioni ha segnato una flessione del 3,4 per cento, superiore a quella del biennio precedente (-2,7 per cento sia nel 2015 sia nel 2014). Oltre ai beni energetici, anche gli altri input intermedi importati hanno compresso i costi delle imprese. I prezzi alla produzione di tali beni sono diminuiti del 2,7 per cento (-0,5 nell'anno precedente); vi hanno in parte inciso gli effetti dell'apprezzamento nominale dell'euro nel 2016.

## *Il costo del lavoro*

Lo scorso anno le retribuzioni lorde per ora lavorata nel settore privato sono aumentate dello 0,5 per cento. La debole dinamica, in calo dal 2014, ha riflesso in primo luogo i ritardi generalizzati nella stipula dei rinnovi contrattuali, che si sono concentrati nell'ultima parte dell'anno e non hanno comunque riguardato tutti i settori: a dicembre del 2016 un terzo dei dipendenti aveva un contratto scaduto e ancora non rinnovato. Inoltre, in un quadro di elevata disoccupazione, la richiesta delle imprese di recuperare parte degli incrementi stabiliti nella precedente tornata contrattuale sulla base di previsioni di inflazione poi rivelatesi significativamente superiori alla dinamica effettiva è sfociata in rinnovi caratterizzati da incrementi retributivi contenuti (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività* nella *Relazione annuale* sul 2015).

In alcuni casi rilevanti la dinamica salariale è stata indicizzata all'inflazione realizzata nell'anno precedente (cfr. il riquadro: *Le tendenze in atto nelle relazioni industriali* del capitolo 8). Inoltre, la riduzione, per il terzo anno consecutivo, delle componenti salariali eccedenti rispetto a quelle contrattuali (*wage drift*), a fronte di margini ancora ampi di risorse produttive non utilizzate, ha ridotto di tre decimi di punto la crescita complessiva delle retribuzioni.

Il costo del lavoro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente: alla debolezza delle retribuzioni si è aggiunta la riduzione degli oneri sociali sui nuovi rapporti di lavoro a tempo indeterminato (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Il graduale esaurimento degli sgravi determinerà una accelerazione del costo del lavoro a partire dal 2018.

La forte crescita dell'occupazione favorita dagli sgravi, in presenza di una dinamica comunque ancora debole del valore aggiunto, si è tradotta in una contrazione della

produttività, che, a fronte della stazionarietà del costo del lavoro, ha innalzato il CLUP. Per il settore privato nel suo complesso quest'ultimo è aumentato dello 0,9 per cento (0,7 nel 2015) ed è rimasto stabile nell'industria in senso stretto, dopo il calo dell'uno per cento fatto registrare l'anno prima (cfr. il riquadro: *Indicatori di competitività nell'area dell'euro: prezzi, costi e margini*).

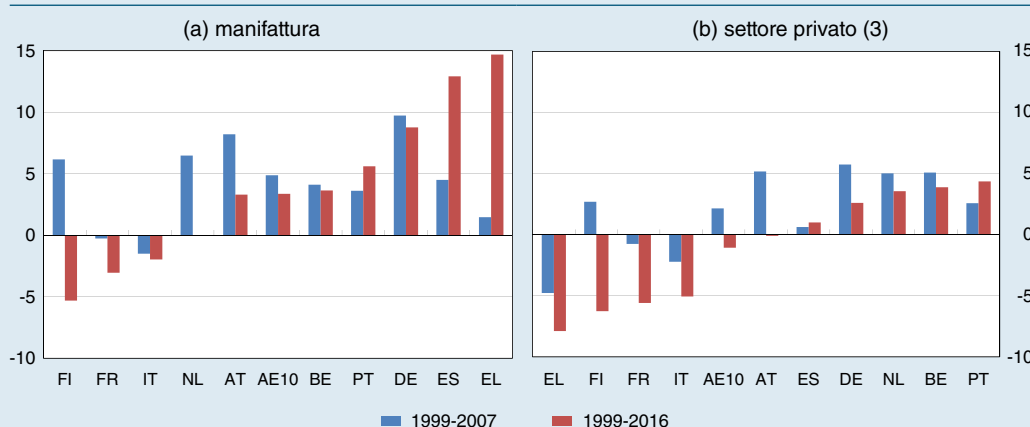
## INDICATORI DI COMPETITIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO: PREZZI, COSTI E MARGINI

Dall'introduzione dell'euro, i prezzi alla produzione e il costo del lavoro per unità di prodotto (il rapporto tra il costo del lavoro e la sua produttività oraria, CLUP) hanno mostrato andamenti difformi tra i paesi dell'area, sollevando preoccupazioni da parte di alcuni analisti circa il possibile accumularsi nel tempo di squilibri negli scambi con l'estero<sup>1</sup>.

Numerosi studi empirici hanno tuttavia avanzato dubbi sulla capacità dei costi e dei prezzi relativi di cogliere adeguatamente l'evoluzione della competitività internazionale soprattutto nei paesi più avanzati, dove sarebbero diventati più rilevanti fattori non di costo connessi con la qualità dei prodotti offerti<sup>2</sup>. In presenza di un miglioramento

Figura A

### Andamento della quota dei profitti nei paesi dell'area dell'euro (1) (2) (dati annuali; differenze rispetto al 1999; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Quota dei profitti: complemento a uno della quota del lavoro, definita come il monte dei redditi da lavoro diviso per il valore aggiunto. Monte dei redditi da lavoro: corretto imputando per il lavoro autonomo i redditi per ora lavorata di quello alle dipendenze. Valore aggiunto: al costo dei fattori nel caso dell'Italia, ai prezzi base per gli altri paesi. Sigle internazionali dei paesi: FI=Finlandia; FR=Francia; IT=Italia; NL=Paesi Bassi; AT=Austria; BE=Belgio; PT=Portogallo; DE=Germania; ES=Spagna; EL=Grecia. AE10 indica la media di questi paesi. – (2) Si considerano i 10 paesi che hanno introdotto la moneta unica tra il 1999 e il 2001 ad eccezione del Lussemburgo, per mancanza di dati, e dell'Irlanda, per problemi di misurazione legati alle attività delle imprese multinazionali; per il Belgio, la Grecia e AE10 le variazioni sono al 2015 per mancanza di dati. – (3) Il settore privato è definito al netto dei comparti dell'agricoltura, silvicoltura e pesca e delle attività immobiliari.

<sup>1</sup> BCE, *La convergenza reale nell'area dell'euro: riscontri, teoria e implicazioni sul piano delle politiche*, in *Bollettino economico*, 5, 2015, pp. 34-50.

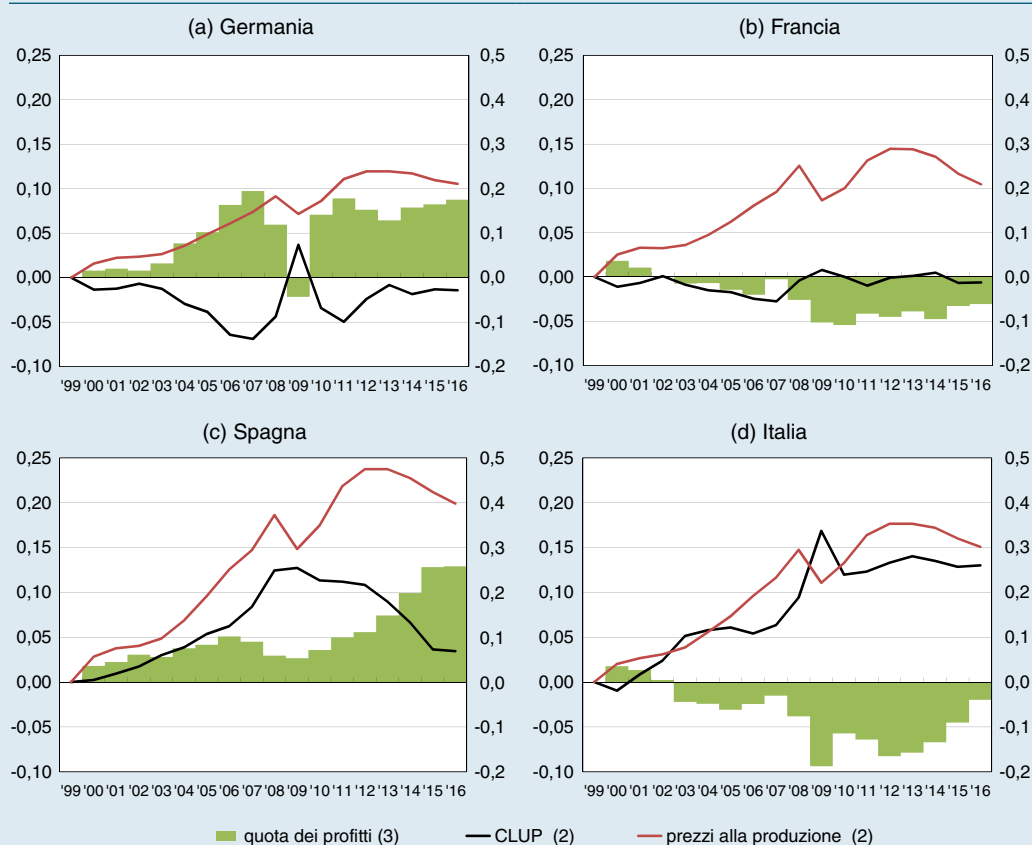
<sup>2</sup> T. Bayoumi, R. Harmsen e J. Turunen, *Euro area export performance and competitiveness*, IMF Working Paper, 140, 2011; J.C. Bricongne, L. Fontagne, G. Gaulier, D. Taglioni e V. Vicard, *Firms and the global crisis: French exports in the turmoil*, "Journal of International Economics", 87, 1, 2012, pp. 134-146; F. Di Mauro e K. Forster, *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 97, 2008. Giordano e Zollino sottolineano anche come l'aumento dell'incidenza dei beni intermedi importati nella struttura dei costi di produzione delle imprese abbia ridotto l'influenza del CLUP sulla dinamica dei prezzi in alcuni paesi (cfr. C. Giordano e F. Zollino, *Shedding light on price- and non-price-competitiveness determinants of foreign trade in the four largest euro-area countries*, "Review of International Economics", 24, 3, 2016, pp. 604-634).

della qualità, un aumento delle esportazioni può accompagnarsi a un incremento dei costi e dei prezzi unitamente a una crescita dei margini. Viceversa, aumenti dei costi associati a un incremento dei prezzi e a un calo dei margini possono segnalare una difficoltà delle imprese a preservare le loro quote di mercato. Ne consegue che analoghi andamenti dei costi o dei prezzi di vendita possono offrire indicazioni diverse a seconda che si accompagnino a una diminuzione o a un aumento dei margini.

Prendendo le mosse da tali considerazioni, un recente lavoro<sup>3</sup> ha esaminato per i paesi dell'area dell'euro l'evoluzione dei margini. Ne emerge un quadro differenziato. Tra il 1999 e il 2016 nel settore manifatturiero, più esposto alla concorrenza internazionale, la quota dei profitti si è ridotta in Italia e in Francia (rispettivamente di circa 2 e 3 punti percentuali), ed è cresciuta in Germania e in Spagna (di circa 9 e 13 punti; figura A, pannello a). Andamenti analoghi, anche se con differenze meno pronunciate, si sono registrati nell'intero settore privato al netto dell'agricoltura e delle locazioni di fabbricati (figura A, pannello b).

**Figura B**

**Andamento del CLUP, della quota dei profitti e dei prezzi alla produzione nel settore manifatturiero nelle principali economie dell'area dell'euro (1)**  
(dati annuali; differenze rispetto al 1999; percentuali e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Cfr. nota 1 figura A. – (2) Scala di destra; variazioni percentuali. – (3) Variazioni in punti percentuali.

<sup>3</sup> 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, di prossima pubblicazione.

L'esame congiunto dell'andamento di costi, margini e prezzi può aiutare l'analisi delle determinanti della performance delle esportazioni. Nel settore manifatturiero nel periodo 1999-2016 il CLUP ha segnato una variazione lievemente negativa in Francia e in Germania mentre è aumentato in Italia e in Spagna, dove sono cresciuti maggiormente anche i prezzi alla produzione (figura B). Considerando pertanto l'intero periodo, sia i costi sia, in misura minore, i prezzi segnalerebbero un miglioramento della competitività nei primi due paesi rispetto ai secondi. Tuttavia la dinamica delle esportazioni è risultata migliore in Germania e Spagna, in linea con l'andamento registrato dai margini.

Le stime di un modello di regressione su dati relativi ai paesi dell'area e per i singoli settori della manifattura confermano i risultati di precedenti lavori sull'importanza dei prezzi nello spiegare l'andamento delle esportazioni<sup>4</sup>, ma segnalano anche l'esistenza di una relazione positiva tra la dinamica delle esportazioni e l'andamento dei margini, a parità di costi o di prezzi, controllando per la domanda e per effetti legati al paese, al settore e all'anno.

Nel caso dell'Italia, negli anni più recenti l'aumento della competitività non di costo, manifestatasi anche in un recupero dei margini, e il miglioramento del tasso di cambio effettivo reale si sono riflessi in un miglioramento delle esportazioni (cfr. il riquadro: *Il miglioramento delle esportazioni italiane di beni dal 2010* del capitolo 10).

<sup>4</sup> C. Giordano e F. Zollino, 2016, op. cit.

### **La competitività di prezzo**

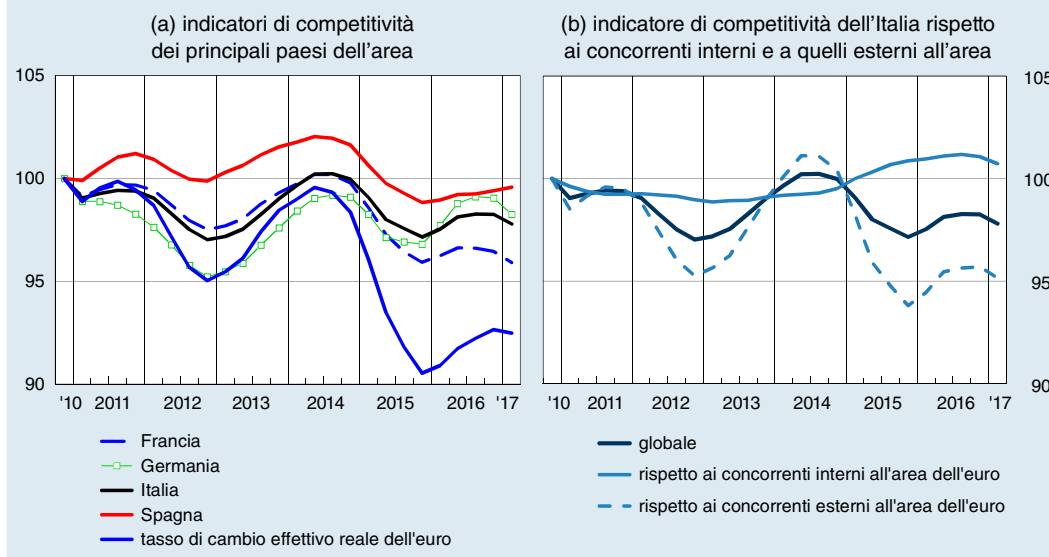
Dopo il sensibile miglioramento registrato nel 2015 (quasi il 3 per cento), lo scorso anno l'indice di competitività di prezzo delle imprese italiane, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, ha segnato un peggioramento di circa un punto percentuale. La competitività è rimasta stabile nei confronti degli altri paesi dell'area dell'euro, ma ha subito una perdita di due punti percentuali rispetto ai partner commerciali non appartenenti all'area. L'andamento dei prezzi relativi, favorevole all'Italia, è stato più che compensato dall'apprezzamento nominale dell'euro nella prima parte dell'anno (fig. 9.2).

Tra il 2010 e il 2016 (periodo che ha visto un sostanziale miglioramento dell'andamento delle esportazioni; cfr. il riquadro: *Il miglioramento delle esportazioni italiane di beni dal 2010* del capitolo 10) vi è stato un guadagno di competitività di circa due punti percentuali da parte dell'Italia, concentrato nei confronti dei partner esterni all'area dell'euro e favorito dal deprezzamento del cambio. Il miglioramento di competitività è stato superiore a quello della Germania, in ragione della maggiore moderazione dei prezzi nel nostro paese; anche l'indicatore basato sul CLUP, pubblicato dalla Banca centrale europea, indica un recupero più marcato per l'Italia.

Nella parte finale del 2016 e nei primi mesi dell'anno in corso la competitività di prezzo delle imprese italiane ha ripreso a migliorare, grazie al favorevole andamento sia del tasso di cambio sia dei prezzi relativi.

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

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



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

(1) Sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento segnala una perdita di competitività. Gli indicatori di competitività sono calcolati nei confronti di 61 paesi concorrenti (compresi i membri dell'area dell'euro); il dato per l'ultimo trimestre è in parte stimato. Il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è calcolato dalla BCE nei confronti di 20 paesi concorrenti esterni all'area.

## 10. LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2016 l'avanzo corrente della bilancia dei pagamenti è aumentato, per effetto del miglioramento del saldo dei redditi da capitale e della contrazione del deficit energetico. Le esportazioni di beni hanno tenuto il passo della domanda proveniente dai mercati di sbocco; si è mantenuta stabile anche la quota dell'Italia sul commercio mondiale. Le importazioni hanno continuato a crescere, sia pure meno che nel 2015.

Il miglioramento del conto corrente prosegue in misura consistente; il saldo, che ha raggiunto nel 2016 il 2,6 per cento del PIL, resterebbe in ampio avanzo anche tenendo conto degli effetti del ciclo economico sfavorevole sulle importazioni, grazie al buon andamento delle esportazioni e alla riduzione dei prezzi dei beni energetici.

L'ampliamento del saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 ha rispecchiato, come in altri paesi, la redistribuzione della liquidità in eccesso immessa dall'Eurosistema attraverso vari canali. È proseguito il processo di ricomposizione dei portafogli degli investitori italiani verso titoli esteri, in larga parte fondi comuni; le banche residenti hanno diminuito la raccolta sul mercato interbancario internazionale e gli investitori esteri hanno ridotto i loro stock di titoli di portafoglio italiani, in particolare quelli di debito a medio e a lungo termine.

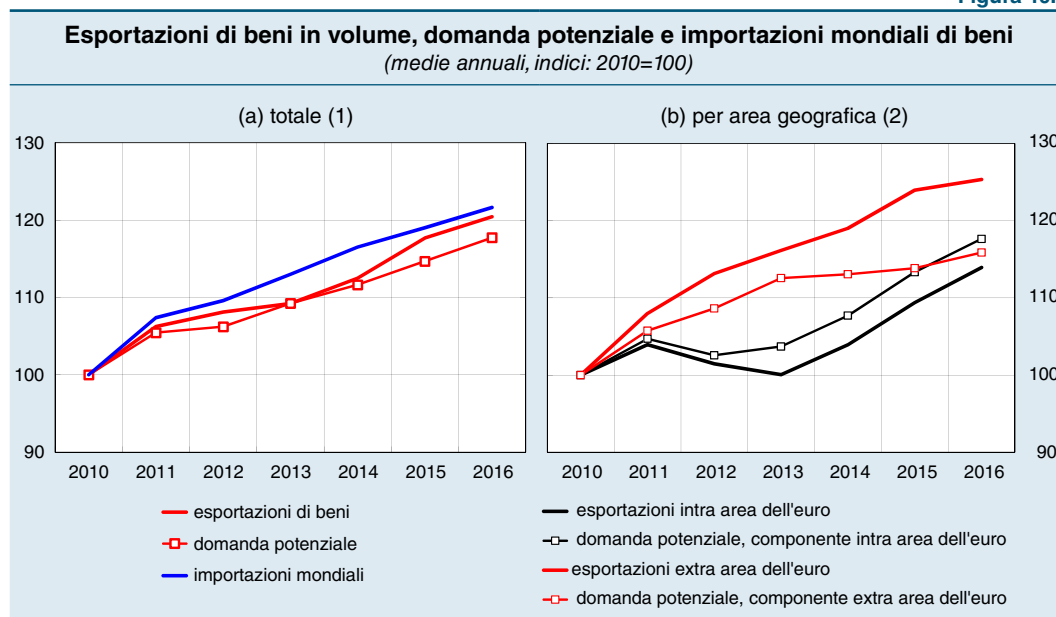
È diminuito in misura notevole il saldo debitorio della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia, sceso al di sotto del 15 per cento del PIL. Dal punto di minimo toccato alla fine del 2013 il miglioramento è stato di 10,4 punti percentuali di PIL, per quasi due terzi attribuibile al sostenuto surplus di conto corrente.

### *Le esportazioni e le importazioni*

*Le esportazioni.* – Nel 2016 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate del 2,4 per cento in volume. Il rallentamento rispetto al 2015 è legato alla debolezza del commercio mondiale, in ripresa solo nell'ultima parte dell'anno; il recupero è continuato nei mesi più recenti.

Nel comparto dei beni nel 2016 la crescita delle esportazioni è stata pari al 2,3 per cento in volume, sostanzialmente in linea con l'andamento della domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco. Vi hanno contribuito soprattutto le vendite nei paesi dell'area dell'euro (fig. 10.1), mentre l'incremento di quelle verso l'esterno dell'area, pur proseguendo, è stato modesto; le esportazioni hanno in parte risentito della perdita di competitività legata al lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). La quota dell'Italia sulle importazioni mondiali di beni è leggermente aumentata a prezzi correnti (al 3,0 per cento; cfr. il riquadro: *Il miglioramento delle esportazioni italiane di beni dal 2010*).

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 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.

## IL MIGLIORAMENTO DELLE ESPORTAZIONI ITALIANE DI BENI DAL 2010

Dal 2010 gli esportatori italiani hanno rafforzato la loro capacità di competere sui mercati globali<sup>1</sup>. Nel decennio precedente le esportazioni di beni erano cresciute meno del commercio mondiale fino al 2007 e avevano fortemente sofferto la caduta degli scambi internazionali nel 2008-09. Negli ultimi sei anni le vendite all'estero sono invece aumentate di quasi mezzo punto percentuale in più all'anno rispetto alla domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco; si è inoltre ridotto significativamente, anche se non annullato, il ritardo di crescita rispetto alle esportazioni della Germania (tavola).

Tavola

### Esportazioni e domanda potenziale di beni in volume (1)

(tassi di crescita medi annui nei periodi indicati)

ANNI	Italia		Francia		Germania		Spagna	
	esportazioni	domanda potenziale	esportazioni	domanda potenziale	esportazioni	domanda potenziale	esportazioni	domanda potenziale
<b>1999-2016</b>	<b>3,2</b>	<b>6,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>
1999-2007	5,3	9,3	4,9	8,3	10,9	8,7	6,3	7,5
2007-2010	-3,4	-0,4	-1,3	-0,2	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4
2010-2016	3,4	3,0	3,3	2,9	4,4	3,0	4,9	3,0

Fonte: elaborazioni su dati di fonte nazionale, Eurostat e FMI.

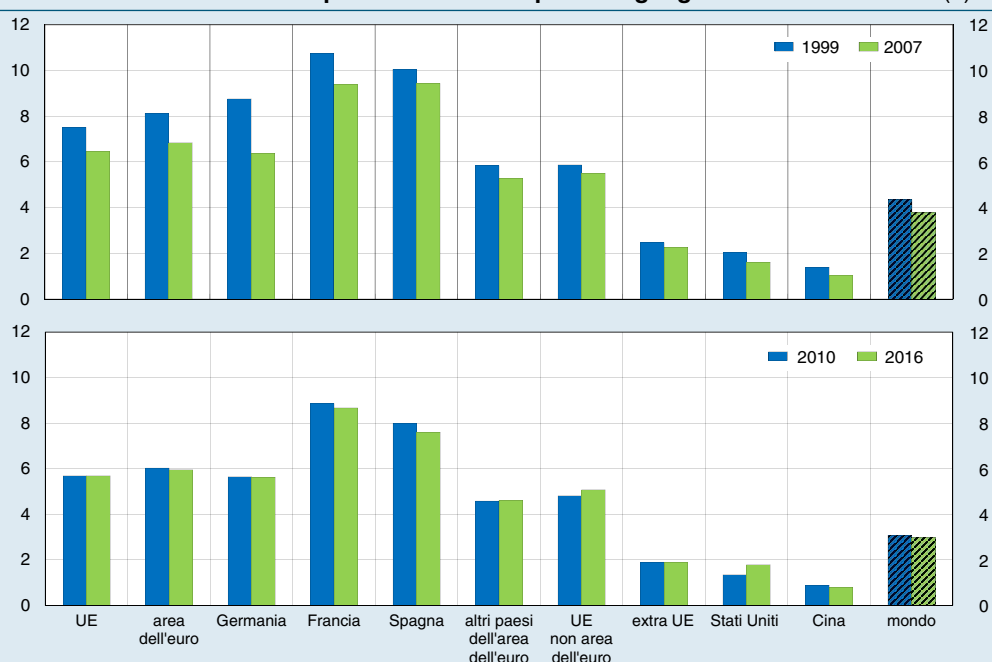
(1) Il tasso di crescita medio annuo è definito come tasso di crescita cumulata nel periodo indicato diviso per il numero di anni.

<sup>1</sup> Cfr. 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, di prossima pubblicazione.

Anche la quota di mercato dell'Italia sul commercio mondiale è rimasta pressoché stabile dal 2010, sia a prezzi correnti sia a prezzi costanti, interrompendo un calo di quasi il 30 per cento in atto dal 1999. Le imprese italiane sono riuscite a difendere le proprie quote in tutti i principali mercati, compresi quelli dell'area dell'euro in cui le perdite erano state più marcate fino al 2007 (figura). È stata particolarmente significativa la penetrazione sul mercato statunitense, favorita anche dal deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro. In numerosi settori le vendite all'estero sono cresciute più rapidamente (farmaceutica, autoveicoli e prodotti in pelle) o in linea (meccanica e alimentari) con la domanda proveniente dai partner commerciali. Gli esportatori italiani sono riusciti a espandere le vendite all'estero più rapidamente di quelli tedeschi in molti comparti, mentre tra il 1999 e il 2007 avevano accumulato un divario negativo in quasi tutte le produzioni.

Figura

Quota di mercato delle esportazioni italiane per area geografica di destinazione (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Eurostat e FMI.

(1) Quota delle esportazioni italiane di beni sul totale delle importazioni di beni dell'area di riferimento (esclusa l'Italia per Unione europea, area dell'euro e totale mondo); dati sottostanti a prezzi correnti.

Sull'andamento delle esportazioni dell'Italia ha influito il miglioramento della competitività di prezzo: misurata dal tasso di cambio effettivo reale basato sui prezzi alla produzione dei manufatti, essa ha recuperato circa due punti tra il 2010 e il 2016. Il guadagno si è concentrato nei confronti dei partner esterni all'area dell'euro, favorito dal deprezzamento della valuta comune; è stato nel complesso superiore a quello della Germania. Anche la dinamica della domanda estera, favorevole alla specializzazione settoriale italiana, ha sostenuto la crescita delle esportazioni.

Potrebbero essersi inoltre attenuati gli effetti negativi dovuti alle pressioni concorrenziali esercitate dai paesi emergenti, in particolare dalla Cina. Nel 1999 quasi un terzo delle esportazioni italiane si concentrava in prodotti per i quali la Cina detiene una quota di mercato mondiale rilevante; nel 2015 l'incidenza di questi prodotti sulle esportazioni totali è scesa sotto il 25 per cento, pur rimanendo elevata rispetto agli altri maggiori paesi dell'area.

È anche migliorata la competitività non di prezzo. Secondo nostre elaborazioni su dati disaggregati per prodotto e mercato di fonte CEPII-BACI, la qualità delle esportazioni italiane, misurata da un indicatore che coglie le caratteristiche che si traducono in prezzi più elevati a parità di quantità vendute<sup>2</sup>, è cresciuta tra il 2010 e il 2015 in linea con quanto registrato in Spagna e poco più che in Germania. Il livello qualitativo resta tuttavia ancora inferiore a quello delle esportazioni tedesche in molti settori, con l'eccezione dell'abbigliamento, dei prodotti in pelle e dei prodotti dei minerali non metalliferi.

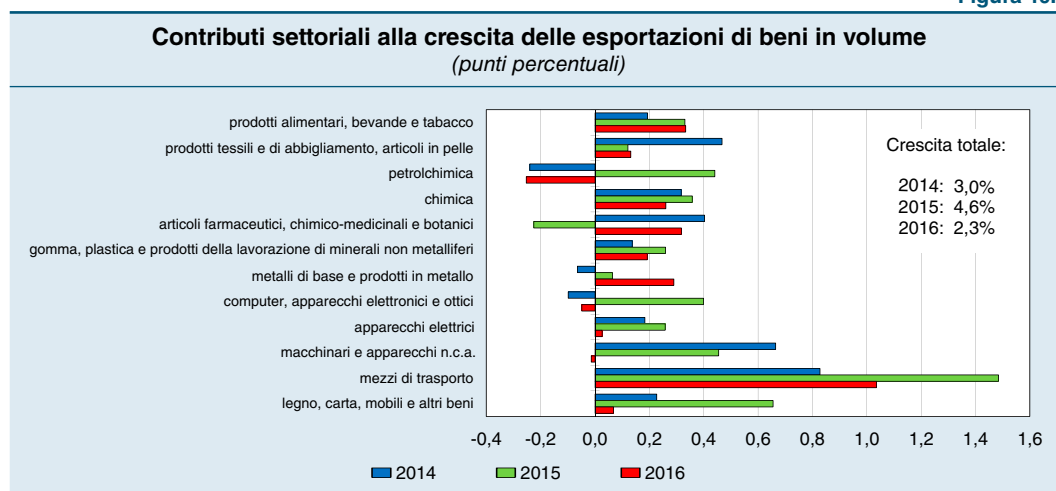
Il recupero dal 2010 potrebbe infine aver beneficiato del progressivo spostamento della distribuzione delle esportazioni verso imprese di media e grande dimensione, che si contraddistinguono per una maggiore capacità di tenuta rispetto alla domanda potenziale, per una più contenuta elasticità delle vendite estere al tasso di cambio reale e per una minore esposizione alle pressioni concorrenziali provenienti dai paesi emergenti.

Le vendite dell'Italia sui mercati esteri negli ultimi sei anni sono state quindi favorite da alcuni fattori temporanei, quali il deprezzamento del tasso di cambio effettivo e il buon andamento degli scambi internazionali in alcuni dei principali settori di specializzazione; esse hanno, però, anche registrato miglioramenti di natura più strutturale connessi con la ricomposizione delle esportazioni verso produzioni meno esposte alla concorrenza dei paesi emergenti e verso imprese di dimensione medio-grande, maggiormente in grado di competere sui mercati esteri e di fronteggiare le fluttuazioni dei cambi.

<sup>2</sup> A.K. Khandelwal, P.K. Schott e S.J. Wei, *Trade liberalization and embedded institutional reform: evidence from Chinese exporters*, "American Economic Review", 103, 6, 2013, pp. 2169-2195.

Il contributo più rilevante alla crescita dei volumi esportati è provenuto, come nel biennio precedente, dal settore dei mezzi di trasporto (in particolare, autoveicoli), seguito da quelli degli alimentari, della chimica, della farmaceutica e dei prodotti in metallo (fig. 10.2); le esportazioni dell'industria tessile, dell'abbigliamento e delle pelli hanno registrato incrementi più moderati, mentre quelle della meccanica hanno ristagnato dopo due anni di espansione.

Figura 10.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Le esportazioni in volume verso i paesi dell'Unione europea (UE) hanno continuato ad aumentare (3,9 per cento), in particolare quelle verso i principali partner dell'area dell'euro. Sui mercati extra UE l'incremento è stato assai minore (0,5 per cento); nonostante la crescita nei confronti di Cina, Giappone e Stati Uniti, hanno pesato l'apprezzamento del cambio, le difficoltà di alcune economie emergenti, come Brasile e Turchia, e la forte diminuzione della domanda proveniente dai paesi produttori di petrolio.

*Le importazioni.* – Le importazioni di beni e servizi in volume sono aumentate per il terzo anno consecutivo, ma a un tasso più che dimezzato rispetto al 2015 (2,9 per cento). Nel comparto dei beni, sul rallentamento ha inciso soprattutto il forte calo degli acquisti di materie prime incluse quelle energetiche dopo la ripresa nel 2015; vi hanno contribuito anche la stagnazione delle importazioni di prodotti elettronici e la decelerazione di quelle relative al comparto dei mezzi di trasporto. Quest'ultimo è comunque rimasto, come nell'anno precedente, il settore più dinamico (crescendo di oltre il 14 per cento), anche in relazione alla ripresa degli investimenti fissi lordi in tale componente.

### *Il conto corrente e il conto capitale*

Nel 2016 l'avanzo del conto corrente è nuovamente migliorato, raggiungendo il 2,6 per cento del PIL (42,8 miliardi; tav. 10.1). L'aumento rispetto all'anno precedente è dovuto principalmente al passaggio in surplus del saldo dei redditi primari e, in misura inferiore, a un'ulteriore contrazione del deficit energetico (fig. 10.3.a), che ha ampliato l'avanzo dei beni a circa 60 miliardi (3,6 per cento del PIL).

Il progressivo miglioramento del saldo dei beni spiega quasi per intero l'aggiustamento (pari a sei punti di PIL) del conto corrente dell'Italia dal punto di minimo raggiunto nel 2010. Secondo nostre stime, basate su un modello che tiene conto dell'ampiezza dell'*output gap* dell'Italia e dei paesi partner e delle elasticità di esportazioni e importazioni alle varie componenti della domanda, tale riequilibrio è stato consistente anche considerando gli effetti del ciclo economico; è stato determinato in larga parte dal buon andamento delle esportazioni e dalla riduzione dei prezzi dei beni energetici. Al netto degli effetti ciclici l'avanzo del conto corrente nel 2016 si collocherebbe intorno all'1,4 per cento del PIL (fig. 10.3.b).

Il disavanzo complessivo dei servizi è lievemente peggiorato, a 3,2 miliardi, per effetto di una crescita del valore delle importazioni di poco superiore a quella delle esportazioni (3,2 per cento, contro il 2,8). Il deficit nei servizi di trasporto si è marginalmente ridotto; nel settore mercantile a una discesa dei noli marittimi si è accompagnato un lieve calo della quota di mercato dei vettori residenti. Il surplus dei viaggi ha registrato un ulteriore modesto incremento determinato, dal lato degli incassi, dalla spesa dei turisti stranieri in Italia per vacanze.

Per la prima volta dal 2007 i redditi primari hanno registrato un surplus (2,8 miliardi, da un deficit di 9,2 nel 2015), grazie alla significativa riduzione del disavanzo nei redditi da capitale; questi ultimi rappresentano oltre l'80 per cento dei redditi primari. Il miglioramento è stato causato soprattutto da una flessione dei rendimenti sui titoli di debito italiani (prevalentemente pubblici) detenuti da non residenti e, in misura inferiore, dalla ricomposizione dei portafogli dei

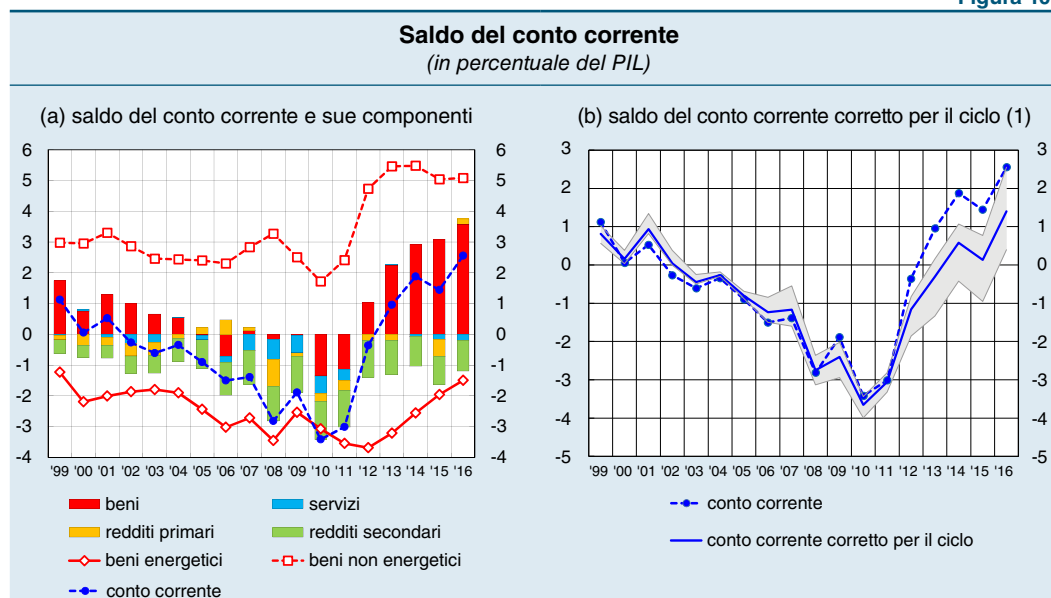
Tavola 10.1

<b>Bilancia dei pagamenti (1)</b> (saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Conto corrente</b>	<b>-5,8</b>	<b>15,4</b>	<b>30,5</b>	<b>23,7</b>	<b>42,8</b>
in percentuale del PIL	-0,4	1,0	1,9	1,4	2,6
<b>Merci</b>	<b>16,8</b>	<b>36,1</b>	<b>47,4</b>	<b>50,7</b>	<b>59,9</b>
prodotti non energetici (2)	76,3	87,6	88,9	82,9	85,0
prodotti energetici (2)	-59,5	-51,5	-41,4	-32,2	-25,1
<b>Servizi</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,2</b>
di cui: trasporti	-8,2	-7,9	-8,3	-8,4	-8,3
viaggi	11,5	12,8	12,5	13,5	13,8
<b>Redditi primari</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	..	-9,2	2,8
<b>Redditi secondari</b>	<b>-19,5</b>	<b>-18,1</b>	<b>-15,9</b>	<b>-15,0</b>	<b>-16,8</b>
<b>Conto capitale</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,1</b>
<b>Conto finanziario (3)</b>	<b>-10,2</b>	<b>12,8</b>	<b>43,8</b>	<b>27,4</b>	<b>63,9</b>
Investimenti diretti	5,3	0,6	2,3	2,7	-5,6
italiani all'estero	5,2	15,3	15,3	14,4	19,5
esteri in Italia	-0,1	14,6	12,9	11,7	25,0
Investimenti di portafoglio	-24,4	-13,2	-3,6	89,5	153,9
attività: azioni e fondi comuni (4)	16,0	48,2	70,8	75,5	48,0
attività: titoli di debito (4)	-75,9	-26,2	23,3	36,5	30,7
passività: azioni e fondi comuni (4)	16,1	13,0	19,3	11,6	-2,9
passività: titoli di debito (4)	-51,7	22,2	78,4	10,9	-72,3
Derivati	5,8	3,0	-3,6	3,4	3,2
Altri investimenti	1,6	20,7	49,6	-68,6	-86,5
Variazione delle riserve ufficiali	1,5	1,5	-1,0	0,5	-1,2
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-8,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>10,3</b>	<b>1,1</b>	<b>23,2</b>

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 di 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.

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 Ameco, Banca d'Italia, Istat, FMI, OCSE.

(1) Per gli aspetti metodologici, cfr. S. Fabiani, S. Federico e A. Feletigh, *Adjusting the external adjustment: cyclical factors and the Italian current account*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 346, 2016. L'area grigia indica l'intervallo dei valori ottenuti sulla base di modelli di stima alternativi.

residenti a favore di attività sull'estero più redditizie (cfr. il riquadro: *La dinamica del saldo dei redditi da capitale dal 1999*).

È peggiorato il deficit nei redditi secondari (16,8 miliardi), soprattutto per un aumento dei trasferimenti pubblici verso le istituzioni della UE (che l'anno precedente erano stati relativamente bassi nel confronto storico); è proseguita la diminuzione delle rimesse all'estero degli immigrati, scese a 5,1 miliardi (erano 7,4 nel 2011), in larga parte dovuta alla forte riduzione dei deflussi verso la Cina, che in anni passati avevano verosimilmente incluso trasferimenti diversi da quelli a favore dei familiari<sup>1</sup>.

#### LA DINAMICA DEL SALDO DEI REDDITI DA CAPITALE DAL 1999

Negli ultimi due decenni le consistenze di attività e passività transfrontaliere sono fortemente cresciute a livello globale; ciò ha aumentato l'effetto delle variazioni dei rendimenti di mercato sul saldo dei redditi da capitale dei diversi paesi e ha accresciuto la rilevanza di tale saldo nel determinare l'andamento del conto corrente. Per l'Italia nel 2016 il miglioramento del saldo dei redditi da capitale (per 0,7 punti di PIL) ha rappresentato quasi due terzi dell'aumento del surplus di parte corrente rispetto all'anno precedente (dall'1,4 al 2,6 per cento del prodotto).

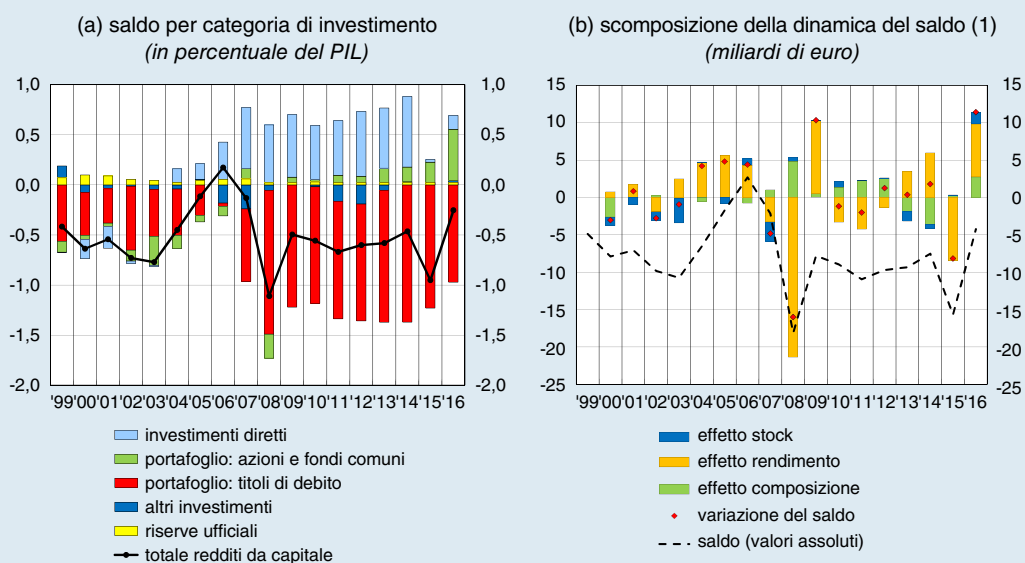
Tra il 1999 e il 2016 il saldo dei redditi da capitale dell'Italia ha sempre registrato un deficit, con l'eccezione del 2006 (figura, pannello a), in conseguenza della posizione debitoria netta verso l'estero del Paese. Il suo valore ha tuttavia subito oscillazioni attribuibili alla variazione degli stock di attività e passività sottostanti (effetto stock), alla variazione dei loro tassi di rendimento (effetto rendimento) e al mutamento della composizione per strumento (effetto composizione)<sup>1</sup>.

L'effetto stock ha avuto un ruolo non trascurabile nei primi anni successivi all'avvio dell'Unione monetaria, in corrispondenza con l'aumento della posizione debitoria netta del Paese; dopo il 2007 la sua importanza si è attenuata (figura, pannello b). Successivamente a tale data è stato determinante l'effetto rendimento, soprattutto durante la crisi finanziaria internazionale del 2008-09. Il segno e la misura del suo contributo sono stati erratici, per effetto sia della volatilità dei rendimenti di portafoglio sia della variabilità che caratterizza i redditi da investimenti diretti; a questi ultimi può essere ascritto il peggioramento registrato nel 2015, con il ribasso dei prezzi delle materie prime energetiche e la corrispondente caduta della redditività di alcuni tra i maggiori operatori in tale settore. Dal 2008 ha acquisito rilevanza anche l'effetto composizione: un contributo complessivamente positivo è derivato dal ribilanciamento del portafoglio dei residenti, volto a sostenerne la redditività netta. Nel 2016 il marcato miglioramento del saldo dei redditi da capitale è legato in particolare all'effetto rendimento.

<sup>1</sup> G. Oddo e E. Tosti, *The evolution of Italy's investment income balance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>1</sup> G. Oddo, M. Magnani, R. Settimo e S. Zappa, *Le rimesse dei lavoratori stranieri in Italia: una stima dei flussi invisibili del "canale informale"*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 332, 2016.

## Saldo dei redditi da capitale



Negli ultimi anni la discesa dei tassi di interesse su livelli storicamente bassi, data la posizione patrimoniale netta sull'estero passiva, ha influenzato in misura significativa l'andamento del saldo dei redditi da capitale. Nell'ipotesi in cui i tassi di rendimento di attività e passività sull'estero (esclusi gli investimenti diretti) fossero rimasti sugli stessi livelli della media del periodo 2000-07, tale saldo nel 2016 avrebbe registrato, a parità di altre condizioni, un disavanzo di circa 0,7 punti di PIL più elevato.

### Il conto finanziario

Nel 2016 è proseguita la ricomposizione del portafoglio delle famiglie residenti verso forme di risparmio gestito e prodotti assicurativi, caratterizzati da una maggiore diversificazione internazionale (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*). Gli investitori italiani hanno acquisito attività estere di portafoglio per 78,7 miliardi, aumentando l'esposizione in titoli di debito a medio e a lungo termine (prevalentemente obbligazioni pubbliche e private emesse dagli Stati Uniti) e soprattutto in fondi comuni.

Gli investimenti diretti all'estero dei residenti sono stati pari a 19,5 miliardi (dati provvisori), con un significativo aumento della componente azionaria e degli utili reinvestiti, che ha riflesso operazioni di ricapitalizzazione di controllate estere e alcune importanti acquisizioni nel settore assicurativo e in quello alimentare.

Dal lato delle passività, nel 2016 i non residenti hanno disinvestito 75,2 miliardi da titoli di portafoglio italiani. I disinvestimenti hanno riguardato titoli di debito a medio e a lungo termine, in larga parte emessi dal settore privato e in particolare dalle banche (28,7 miliardi). Vi hanno contribuito il mancato rinnovo delle obbligazioni

venute a scadenza e l'ampio ricorso da parte degli istituti di credito ai finanziamenti offerti dall'Eurosistema. L'ammontare di titoli pubblici italiani detenuti dagli investitori esteri si è ridotto di 24,6 miliardi (cfr. il riquadro: *I detentori di titoli pubblici italiani* del capitolo 14); gli investimenti netti sul segmento a breve termine sono stati più che compensati dalle vendite di titoli a scadenza oltre l'anno.

Gli afflussi per investimenti diretti in Italia da parte dei non residenti sono stati pari, secondo dati ancora provvisori, a 25,0 miliardi (11,7 nel 2015). Quelli relativi alla componente azionaria e degli utili reinvestiti (11,2 miliardi), che dipendono da attività di acquisizione e fusione, si sono ridotti rispetto all'anno precedente; sono invece aumentati significativamente i prestiti intrasocietari, con un saldo positivo di 13,8 miliardi, che potrebbe aver riflesso per le affiliate italiane un canale alternativo di finanziamento. In percentuale del PIL, gli afflussi nel 2016 appaiono in linea con quelli osservati in Germania e in Francia ma inferiori a quelli della Spagna; alla fine dell'anno lo stock di investimenti diretti in Italia era pari al 26,8 per cento del prodotto, un livello relativamente basso nel confronto europeo.

Nel 2016 la raccolta netta delle banche italiane sul mercato interbancario internazionale, inclusa la componente intermediata da controparti centrali residenti, è diminuita di 17 miliardi, dopo l'incremento dell'anno precedente. Al saldo negativo della voce altri investimenti ha contribuito in modo rilevante l'aumento, pari a circa 108 miliardi, della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2, che ha continuato ad ampliarsi nei primi mesi dell'anno in corso, portandosi a 420 miliardi nella media di aprile, da 364 in dicembre (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2*).

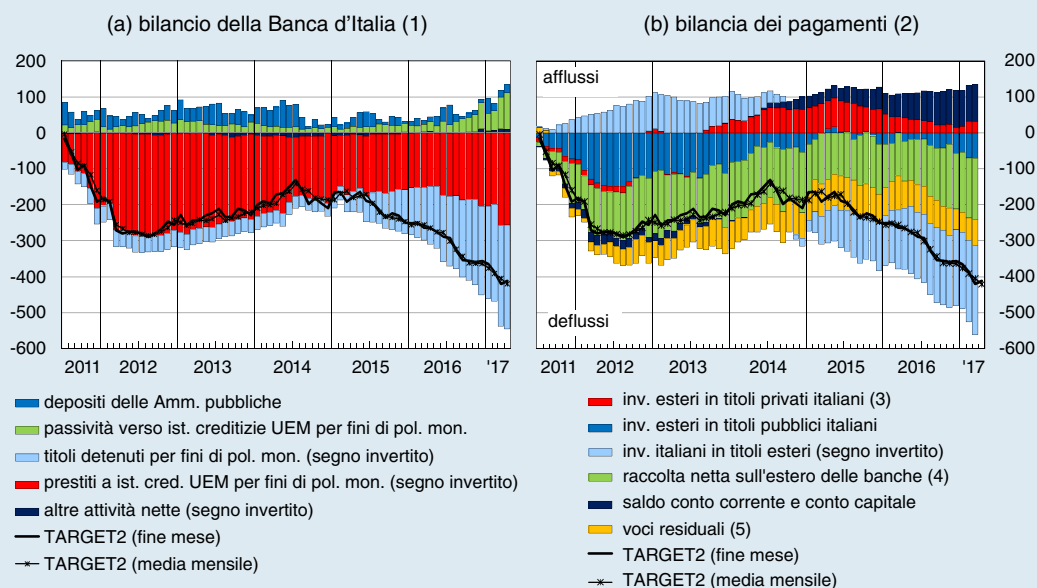
#### L'ANDAMENTO DEL SALDO DELLA BANCA D'ITALIA SU TARGET2

Il saldo di ciascuna banca centrale nazionale (BCN) dell'Eurosistema<sup>1</sup> nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 rispecchia l'afflusso netto di liquidità nel rispettivo paese a seguito di transazioni transfrontaliere effettuate sul sistema stesso dalle BCN o dagli istituti di credito, per conto proprio o della clientela.

I saldi su TARGET2 sono influenzati dalla distribuzione della creazione e della domanda di liquidità tra paesi dell'area dell'euro. Nell'ultimo biennio hanno riflesso la redistribuzione della liquidità in eccesso immessa attraverso il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) avviato a marzo del 2015 e, in misura minore, attraverso le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (per l'Italia, figura A, pannello a). Il saldo passivo della Banca d'Italia si è portato a 412 miliardi alla fine di aprile del 2017, registrando un incremento di 247 miliardi rispetto alla fine di febbraio del 2015; quelli di Spagna e Portogallo sono aumentati rispettivamente di 182 e di 31 miliardi (fino a marzo del 2017, ultimo dato disponibile), mentre sono cresciuti i saldi attivi di Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi. Nei principali paesi in disavanzo l'ampliamento degli squilibri è avvenuto di pari passo con l'immissione di liquidità (figura B).

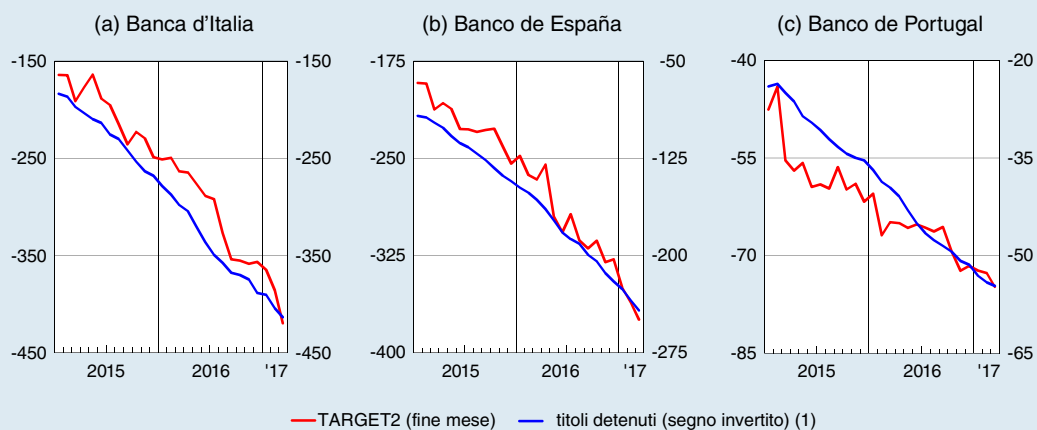
<sup>1</sup> Anche le BCN degli altri paesi dell'Unione europea possono su base volontaria connettersi a TARGET2; il loro saldo sul sistema non può tuttavia assumere valori negativi.

### 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. Per il mese di aprile 2017 dati provvisori. – (2) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti. Flussi cumulati da luglio 2011 (dati disponibili fino a marzo 2017). – (3) Azioni e titoli emessi da banche, società finanziarie e società non finanziarie. – (4) Raccolta netta per prestiti, depositi e altri investimenti del settore bancario (compresa quella intermediata da controparti centrali residenti); non include la raccolta obbligazionaria. – (5) Investimenti diretti, derivati, altri investimenti, errori e omissioni.

### 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.

Gli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema incidono sugli andamenti dei saldi TARGET2 in modo diretto e indiretto. Se la controparte dell'operazione è estera e residente nell'area dell'euro, il regolamento della transazione si traduce direttamente in un flusso transfrontaliero di liquidità e in una riduzione del saldo

della BCN che effettua gli acquisti, a cui corrisponde un miglioramento del saldo di quella del paese di residenza della controparte. Nel caso di controparti esterne all'area, che partecipano a TARGET2 tramite intermediari dell'area, l'operazione di acquisto determina un aumento del saldo delle BCN dei paesi in cui risiedono questi intermediari, tipicamente la Germania e i Paesi Bassi<sup>2</sup>. Gli effetti indiretti derivano dai successivi utilizzi della liquidità immessa, in relazione alle scelte di portafoglio delle controparti.

I dati della bilancia dei pagamenti consentono di valutare l'andamento dei saldi TARGET2 tenendo conto sia degli effetti diretti sia di quelli indiretti. Con riferimento all'Italia (figura A, pannello b), le principali contropartite dell'ampliamento del saldo negativo tra marzo del 2015 e marzo del 2017 sono costituite dagli investimenti di portafoglio all'estero effettuati dai residenti (190 miliardi) e dal calo della raccolta sull'estero delle banche (91 miliardi); una parte contenuta (54 miliardi) è attribuibile alle vendite di titoli pubblici italiani da parte di non residenti (cfr. il riquadro: *I detentori di titoli pubblici italiani* del capitolo 14).

Gli investimenti all'estero effettuati dai residenti hanno riflesso una ricomposizione, in atto già dal 2014, del portafoglio delle famiglie dai titoli pubblici e dalle obbligazioni bancarie verso i prodotti assicurativi e del risparmio gestito (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2017). La raccolta degli intermediari che offrono tali prodotti si è diretta principalmente verso attività estere, in ragione della maggiore diversificazione internazionale delle loro scelte di portafoglio e del limitato sviluppo del mercato dei capitali nel nostro paese.

La composizione per strumento degli investimenti all'estero indica una propensione a ricercare portafogli più bilanciati e rendimenti tendenzialmente più elevati di quelli offerti dai titoli pubblici. Circa due terzi degli acquisti hanno riguardato quote di fondi comuni esteri, soprattutto flessibili e obbligazionari. La rimanente parte è composta quasi interamente da titoli di debito, di cui poco più della metà obbligazioni emesse da società private (soprattutto non finanziarie) e il resto titoli pubblici (principalmente spagnoli e statunitensi).

La diminuzione della raccolta sull'estero delle banche residenti ha riguardato sia il mercato interbancario sia quello obbligazionario (i disinvestimenti esteri da titoli di portafoglio emessi dal settore privato si sono infatti concentrati nelle obbligazioni bancarie). Vi ha influito lo spostamento della raccolta del settore bancario verso i finanziamenti dell'Eurosistema, soprattutto grazie al ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Per contro, gli afflussi di liquidità legati al consistente avanzo di conto corrente e conto capitale del periodo (71 miliardi) hanno attenuato la crescita del saldo debitorio.

Nel complesso, il graduale ampliamento del saldo debitorio su TARGET2 osservato da marzo del 2015 riflette quindi la riduzione dell'indebitamento con l'estero delle banche italiane e una ricomposizione del portafoglio dei residenti

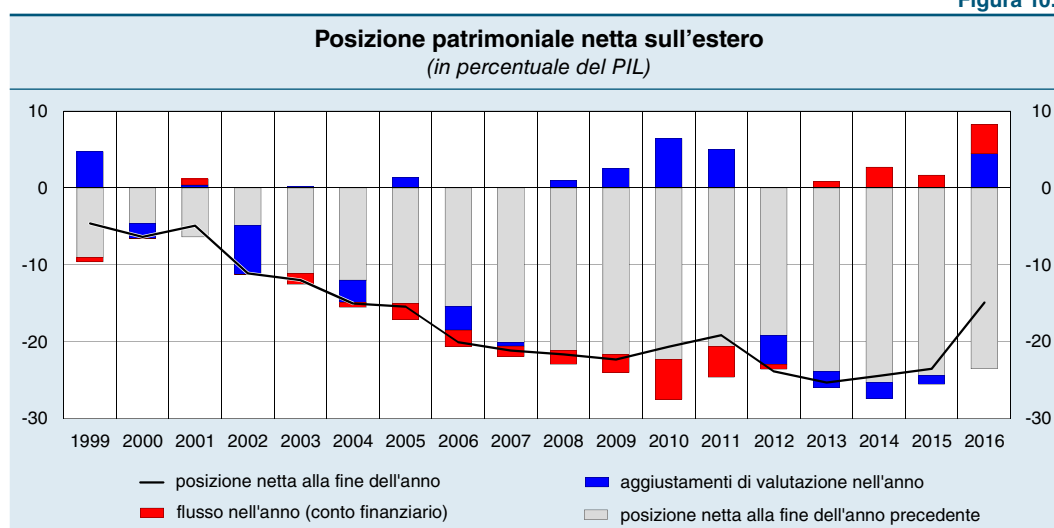
<sup>2</sup> BCE, *Bollettino economico*, 3, 2017.

verso attività diverse dai titoli di Stato italiani e dalle obbligazioni bancarie, di pari passo con gli acquisti di titoli e l'immissione di liquidità da parte dell'Eurosistema. Tale ricomposizione non appare dovuta a una preferenza per attività finanziarie ritenute più sicure (i residenti hanno infatti anche effettuato vendite nette di titoli pubblici tedeschi nello stesso periodo); rispecchia le difficoltà degli investitori a conseguire una maggiore diversificazione a fronte di un mercato finanziario nazionale caratterizzato da un'offerta relativamente limitata di attività alternative alle obbligazioni bancarie e ai titoli pubblici.

### La posizione patrimoniale sull'estero

A dicembre del 2016 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era negativa per 249,2 miliardi, il 14,9 per cento del PIL (fig. 10.4).

Figura 10.4



Fonte: Istat per il PIL.

L'ampia riduzione del saldo debitorio rispetto all'anno precedente (di 8,6 punti di PIL) è stata determinata dall'avanzo delle partite correnti e, in misura ancora maggiore, dagli aggiustamenti di valutazione. Questi ultimi sono stati causati, dal lato delle attività, soprattutto dall'aumento dei prezzi di mercato dei titoli obbligazionari esteri detenuti da residenti e, dal lato delle passività, dalla riduzione del valore di mercato dei titoli di portafoglio italiani detenuti da non residenti (in prevalenza delle azioni bancarie; cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

Dal punto di minimo toccato alla fine del 2013 il miglioramento del saldo della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia è stato di 10,4 punti percentuali di PIL, per quasi due terzi attribuibile all'avanzo di conto corrente e conto capitale. L'andamento degli aggiustamenti di valutazione ha apportato un contributo negativo nel biennio 2014-15, che ha in parte contrastato quello positivo dell'anno successivo.

Non ha invece influito sul miglioramento nell'ultimo triennio la regolarizzazione dei capitali illecitamente detenuti all'estero avvenuta con la prima procedura di

collaborazione volontaria (*voluntary disclosure*), conclusasi a settembre del 2014, in quanto già incorporata dalla revisione delle statistiche ufficiali a partire dal 1999, effettuata lo scorso anno. L'ammontare emerso era pari a quasi 62 miliardi, di cui circa 44 mantenuti all'estero; ciò aveva comportato un incremento del valore delle attività finanziarie detenute all'estero dal settore delle famiglie residenti. I titoli di portafoglio (azioni e quote di fondi comuni, titoli di debito) rappresentavano oltre il 70 per cento, la restante parte era costituita per lo più da depositi bancari e altre attività finanziarie (come le polizze assicurative). Rispetto ai dati precedentemente pubblicati, le attività sull'estero risultavano più elevate per un ammontare variabile tra lo 0,4 per cento del PIL nel 1999 e il 3,1 per cento alla fine del 2013, con riduzioni di analoga entità del saldo debitorio della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Revisione delle statistiche sull'estero dell'Italia. Settembre 2016. Nota metodologica.*

## 11. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2016 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è diminuito dal 2,7 al 2,4 per cento, riflettendo sia la riduzione della spesa per interessi, sia l'aumento dell'avanzo primario. Il rapporto tra il debito e il prodotto è passato dal 132,1 al 132,6 per cento; al netto della variazione delle disponibilità liquide del Tesoro, è tuttavia rimasto pressoché stabile. La politica di bilancio ha privilegiato l'obiettivo di non ostacolare l'irrobustirsi della ripresa economica, pur mirando a mantenersi all'interno dei margini di flessibilità previsti dalle regole europee.

Per il 2017 si stima, come nel 2016, un orientamento espansivo della politica di bilancio. In entrambi gli anni quest'ultima è stata vincolata dalla scelta di evitare l'applicazione delle clausole di salvaguardia.

Nel Documento di economia e finanza dell'aprile 2017 il Governo ha delineato i programmi relativi ai conti pubblici per il periodo 2018-2020. L'indebitamento netto scenderebbe dal 2,1 per cento del prodotto atteso per il 2017 all'1,2 il prossimo anno e raggiungerebbe un sostanziale pareggio nel 2019, in termini sia nominali sia strutturali. L'incidenza del debito sul PIL comincerebbe a diminuire quest'anno, sebbene solo lievemente; il calo proseguirebbe a un ritmo più sostenuto nei tre anni successivi. La significativa discesa del disavanzo programmata per il 2018 è in gran parte connessa con l'attivazione delle clausole di salvaguardia in precedenza procrastinate, che il Governo si propone tuttavia di sostituire con provvedimenti che saranno specificati in sede di definizione della manovra di bilancio.

### *La finanza pubblica nel 2016*

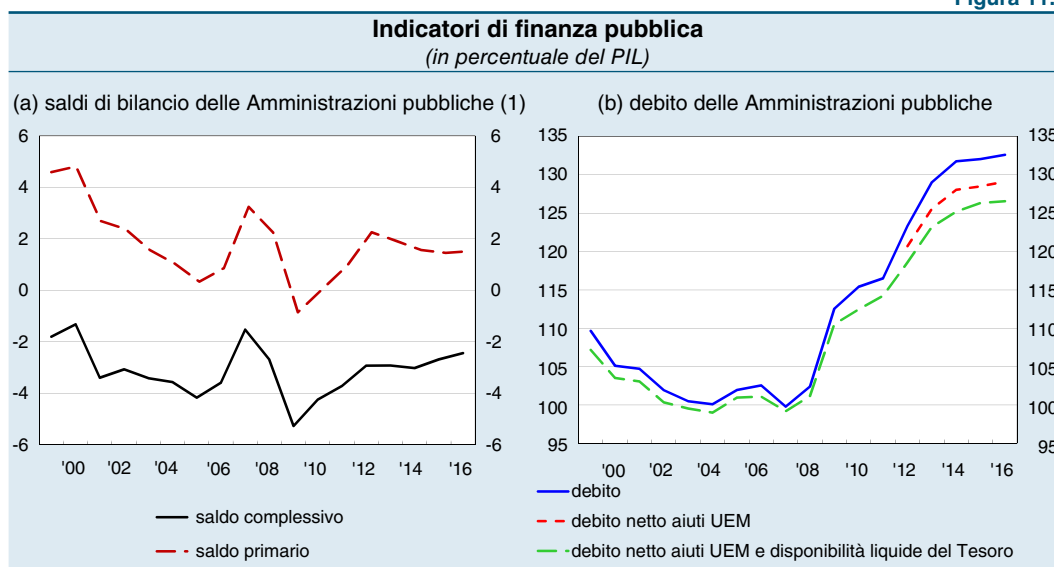
*I risultati.* – L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è diminuito al 2,4 per cento, rispetto al 2,7 dell'anno precedente (fig. 11.1.a e tav. 11.1). Il miglioramento deriva dalla riduzione di 0,2 punti percentuali della spesa per interessi (al 4,0 per cento del PIL) e dall'aumento di 0,1 punti dell'avanzo primario.

Sia le entrate complessive sia le spese primarie sono scese in rapporto al prodotto (cfr. i paragrafi: *Le entrate* e *Le spese*), rispettivamente di 0,6 (al 47,1 per cento) e di 0,7 punti percentuali (al 45,6 per cento).

Nelle stime della Commissione europea l'orientamento della politica di bilancio è risultato espansivo per il terzo anno consecutivo: l'avanzo primario al netto degli effetti del ciclo economico si è ridotto di 0,6 punti percentuali del PIL. Il disavanzo strutturale – ossia corretto per tenere conto sia degli effetti del ciclo sia di quelli delle misure temporanee – è peggiorato di 0,7 punti.

Il rapporto tra debito e prodotto ha continuato ad aumentare, passando dal 132,1 per cento del 2015 al 132,6 (fig. 11.1.b; cfr. il paragrafo: *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*). Al netto della variazione delle disponibilità liquide del Tesoro, è tuttavia cresciuto di soli 0,1 punti.

Figura 11.1



Fonte: Istat, per l'indebitamento netto e l'avanzo primario.

(1) Un saldo negativo indica un disavanzo (indebitamento netto); un saldo positivo indica un avanzo (accreditamento netto).

Tavola 11.1

**Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Entrate correnti	737,1	765,7	763,3	769,8	780,5	781,9
di cui: contributi sociali	216,3	215,8	215,3	214,3	219,1	221,4
imposte dirette	226,8	239,8	240,9	237,8	243,0	248,5
imposte indirette	231,1	246,7	239,8	248,8	249,9	242,2
Entrate in conto capitale	10,7	5,9	8,8	6,7	5,4	6,6
<b>Totale entrate</b>	<b>747,8</b>	<b>771,7</b>	<b>772,1</b>	<b>776,5</b>	<b>785,9</b>	<b>788,5</b>
in % del PIL	45,7	47,8	48,1	47,9	47,8	47,1
Spese primarie correnti	666,4	671,4	683,7	691,0	693,8	705,7
Interessi	76,4	83,6	77,6	74,4	68,1	66,3
Spese in conto capitale (2)	65,7	63,9	57,7	60,1	68,2	57,3
di cui: investimenti fissi lordi	45,3	41,4	38,5	36,8	36,7	35,0
<b>Totale spese</b>	<b>808,6</b>	<b>818,9</b>	<b>819,0</b>	<b>825,5</b>	<b>830,1</b>	<b>829,3</b>
in % del PIL	49,4	50,8	51,0	50,9	50,5	49,6
<b>Saldo primario</b>	<b>15,6</b>	<b>36,4</b>	<b>30,7</b>	<b>25,4</b>	<b>23,9</b>	<b>25,5</b>
in % del PIL	1,0	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5
<b>Indebitamento netto</b>	<b>60,8</b>	<b>47,2</b>	<b>46,9</b>	<b>49,0</b>	<b>44,2</b>	<b>40,8</b>
in % del PIL	3,7	2,9	2,9	3,0	2,7	2,4

Fonte: Istat.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati (con segno negativo) i proventi derivanti dalla cessione di attività non finanziarie.

*La politica di bilancio.* – Il quadro tendenziale del Documento di economia e finanza (DEF) dell'aprile del 2015 prefigurava un miglioramento strutturale dei conti pubblici nel 2016 pari a mezzo punto percentuale del PIL (tav. 11.2) per effetto delle misure approvate negli anni precedenti, in particolare delle clausole di salvaguardia, che prevedevano l'incremento delle imposte indirette qualora non fossero stati adottati provvedimenti alternativi (tagli di spesa o aumenti di entrate) di analogo ammontare.

**Tavola 11.2**

<b>Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2016</b> (percentuali del PIL)								
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:			
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Variazione disavanzo strutturale	Debito	crescita del PIL reale 2016	privatizzazioni 2016	indebitamento netto 2015	disavanzo strutturale 2015
<b>Tendenziale</b>								
Aprile 2015 (1)	1,4	2,8	-0,5	130,3	1,3	0,5	2,5	0,5
<b>Obiettivi</b>								
Aprile 2015 (1)	1,8	2,4	-0,1	130,9	1,4	0,5	2,6	0,5
Settembre 2015 (2)	2,2	2,0	0,4	131,4	1,6	0,5	2,6	0,3
Ottobre 2015 (3)	2,2	2,0	0,4	131,4	1,6	0,5	2,6	0,3
<b>Stime</b>								
Aprile 2016 (4)	2,3	1,7	0,7	132,4	1,2	0,5	2,6	0,6
Settembre 2016 (5)	2,4	1,5	0,5	132,8	0,8	0,1	2,6	0,8
<b>Consuntivo (6)</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>132,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>

(1) Documento di economia e finanza 2015. – (2) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015. – (3) Documento programmatico di bilancio 2016. – (4) Documento di economia e finanza 2016. – (5) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2016. – (6) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat. Per la variazione del disavanzo strutturale nel 2016 e per il disavanzo strutturale del 2015, Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2017.

Nel corso del 2015, al fine di non ostacolare la ripresa economica, il Governo ha rivisto in chiave progressivamente più espansiva la politica di bilancio per l'anno successivo, fino a programmare un peggioramento del disavanzo strutturale. Le revisioni degli obiettivi hanno fatto leva sui margini di flessibilità presenti nelle regole europee.

Nel DEF dell'aprile del 2015 l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2016 veniva fissato all'1,8 per cento del prodotto, valore superiore a quello del quadro tendenziale di 0,4 punti percentuali. La riduzione del disavanzo strutturale rispetto al 2015 era di conseguenza pari a 0,1 punti percentuali: il minore consolidamento in confronto a quanto richiesto dal Patto di stabilità e crescita (mezzo punto percentuale del PIL) veniva giustificato sulla base dei margini di flessibilità previsti dalle regole europee a fronte di riforme strutturali. In luglio, a conclusione del semestre europeo, il Consiglio dell'Unione europea (UE) riconosceva all'Italia la possibilità di avvalersi di tali margini.

A settembre, nella *Nota di aggiornamento* del DEF, il disavanzo programmato per il 2016 aumentava al 2,2 per cento del prodotto; il peggioramento del saldo strutturale previsto era pari a 0,4 punti. Il Governo richiedeva contestualmente di poter usufruire di margini di flessibilità più ampi (motivati sia dall'attuazione di ulteriori riforme, sia da investimenti pubblici). La Commissione, segnalando che tale

richiesta non poteva essere esaminata al di fuori del semestre europeo, si riservava di valutarla nell'ambito del giudizio sul successivo aggiornamento del Programma di stabilità.

In dicembre la legge di stabilità approvata dal Parlamento determinava per il 2016 un aumento del disavanzo dell'1,1 per cento del PIL (17,6 miliardi), 0,2 punti in più rispetto alla *Nota di aggiornamento*, a causa dell'inserimento in sede di approvazione del disegno di legge di maggiori spese, in larga parte di natura temporanea, per sicurezza e cultura. Oltre alla sostanziale abolizione del prelievo fiscale sulla proprietà dell'abitazione di residenza (cfr. il paragrafo: *Le entrate*), il principale intervento espansivo (ufficialmente valutato pari a 12,8 miliardi) era costituito dalla disattivazione, per il solo 2016, dell'aumento delle aliquote dell'IVA previsto dalle clausole di salvaguardia. La legge di stabilità lasciava in vigore comunque la clausola che disponeva un significativo incremento delle aliquote sia nel 2017 (dal 10 al 13 per cento per quella ridotta e dal 22 al 24 per cento per quella ordinaria) sia nel 2018 (un punto per la sola aliquota ordinaria).

Sia il DEF, sia la successiva *Nota di aggiornamento* programmavano per il 2016 una discesa dell'incidenza del debito pubblico sul prodotto di circa 1,5 punti, rispecchiando anche stime di crescita e dei proventi da privatizzazioni poi rivelatesi ottimistiche: la dinamica reale dell'economia era indicata rispettivamente all'1,4 e all'1,6 per cento, a fronte dello 0,9 effettivamente registrato; gli incassi da privatizzazioni erano previsti pari allo 0,5 per cento del PIL, contro lo 0,1 realizzato.

### *Le entrate*

Nel 2016 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dello 0,3 per cento (a quasi 789 miliardi, pari al 47,1 per cento del PIL; tav. 11.1). Considerando come minori entrate sia il credito di imposta per i lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi sia quello alle imprese per imposte anticipate (il cui ammontare si è dimezzato nel 2016), si può stimare che la crescita sia stata pari allo 0,7 per cento<sup>1</sup>. L'operare degli sgravi concessi negli anni precedenti ha contenuto la dinamica dei contributi sociali e delle entrate tributarie, risultata nel complesso inferiore a quella del prodotto; si è di conseguenza ridotta la pressione fiscale.

I contributi sociali sono saliti dell'1,1 per cento (a 221,4 miliardi), a fronte di una crescita più pronunciata delle retribuzioni lorde per l'intera economia (2,8 per cento), riflettendo le agevolazioni contributive temporanee per le assunzioni di lavoratori a tempo indeterminato nel settore privato previste dalla legge di stabilità per il 2015 e da quella per il 2016 (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Entrambi gli sgravi sono classificati come maggiori spese in base alle regole contabili europee. Nei documenti ufficiali il credito di imposta per i redditi da lavoro dipendente medio-bassi è valutato 9,2 miliardi per il 2015 (anno dal quale la norma è a regime); si ipotizza che la misura sia stata di importo analogo nel 2016. Il credito per imposte anticipate è ufficialmente indicato pari a 4,9 miliardi nel 2015 e a 2,4 nel 2016.

<sup>2</sup> Nelle valutazioni ufficiali l'effetto di tali provvedimenti in termini di minori entrate contributive sarebbe stato pari a 1,7 miliardi nel 2015 e a 5,2 nel 2016 (cfr. rispettivamente nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2015 e nell'Appendice della presente Relazione la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Contributi sociali*).

Le entrate tributarie sono cresciute complessivamente dello 0,4 per cento (a 495,8 miliardi), sostenute dalle imposte dirette e da quelle in conto capitale; è invece sensibilmente diminuito il gettito di quelle indirette.

Le imposte dirette sono aumentate del 2,3 per cento (a 248,5 miliardi), per effetto della crescita dell'Irpef (0,7 per cento, a 167,5 miliardi) e, soprattutto, di quella dell'Ires (5,9 per cento, a 33,8 miliardi). All'incremento hanno inoltre contribuito i canoni di abbonamento televisivi pagati dalle famiglie (pari a 2 miliardi), che dal 2016 sono stati inclusi fra tali entrate contestualmente all'inserimento della RAI nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche. In senso opposto ha agito il gettito delle imposte sostitutive sui redditi delle attività finanziarie, diminuito del 14,6 per cento (a 13,7 miliardi) anche in seguito al calo generalizzato dei rendimenti.

Le imposte in conto capitale sono più che quadruplicate rispetto al 2015 (a 5,2 miliardi). L'aumento è pressoché interamente riconducibile agli introiti della procedura di collaborazione volontaria (*voluntary disclosure*)<sup>3</sup>.

Le imposte indirette sono scese del 3,1 per cento (a 242,2 miliardi), risentendo di una significativa contrazione sia dell'IRAP (-27,1 per cento, a 20,5 miliardi) sia delle imposte immobiliari locali (-17,5 per cento, a 20,3 miliardi). Il calo dell'IRAP è connesso con l'esclusione del costo del lavoro dalla base imponibile; quello delle imposte immobiliari deriva dalla sostanziale abolizione della Tasi sull'abitazione di residenza e dell'Imu su alcune tipologie di terreni agricoli. È invece cresciuta l'IVA (del 2,3 per cento, a 103,3 miliardi), anche per effetto dei provvedimenti che, al fine di contrastarne l'evasione, hanno modificato le modalità di versamento per alcune tipologie di operazioni<sup>4</sup>. Si segnala infine il marcato aumento delle imposte su lotto e lotterie (27,8 per cento, a 9,5 miliardi), sulle quali hanno influito gli incrementi di aliquota disposti dalla legge di stabilità per il 2016.

*La pressione fiscale nel confronto internazionale.* – Nel 2016 la pressione fiscale si è collocata al 42,9 per cento, circa mezzo punto percentuale in meno rispetto al 2015; considerando quali minori entrate il credito di imposta per i lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi e quello per imposte anticipate, si può valutare che sia stata pari al 42,2 per cento (in calo di 0,3 punti rispetto all'anno precedente).

Nel confronto con la media degli altri paesi dell'area dell'euro, la pressione fiscale in Italia è più elevata di 1,9 punti percentuali, sebbene il divario si sia ridotto di 0,9 punti nel complesso dell'ultimo triennio (effettuando per l'Italia le riclassificazioni prima richiamate il divario si attesta a 1,2 punti percentuali nel 2016 ed è diminuito di 1,5 punti rispetto al 2013)<sup>5</sup>. Fra i maggiori paesi, in Germania la pressione fiscale è inferiore di 2,6 punti a quella italiana, in Spagna di 8,5; è invece superiore di 4,6 punti in Francia.

<sup>3</sup> Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2014 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette.*

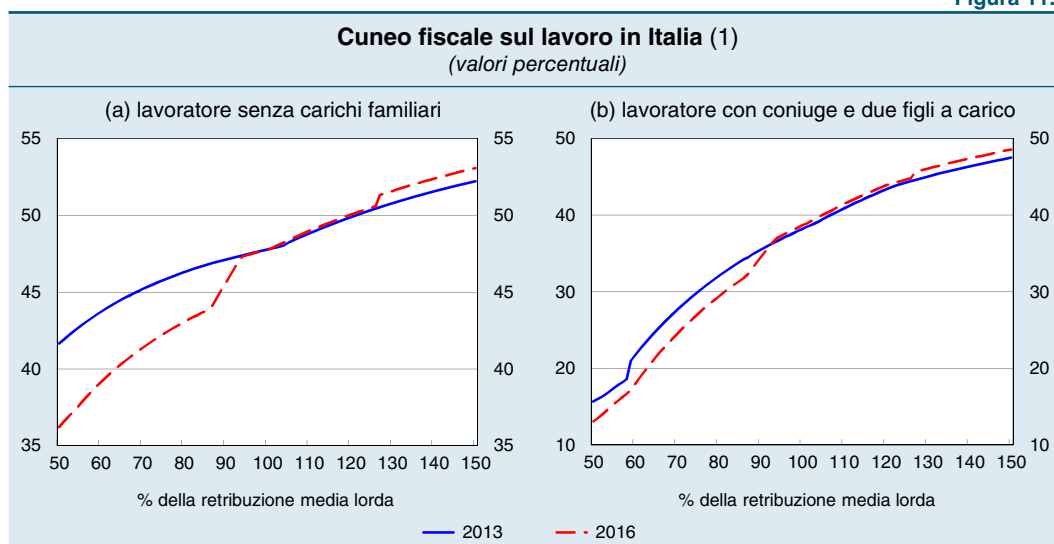
<sup>4</sup> Si tratta in particolare dei meccanismi della scissione contabile (*split payment*) e dell'inversione di pagamento (*reverse charge*); cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2015 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte indirette.*

<sup>5</sup> Elaborazioni su dati della Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2017.

In base alle stime dell'OCSE, in Italia nel 2016 il cuneo fiscale sul lavoro dipendente era su livelli ancora significativamente superiori rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro (di circa sette punti percentuali)<sup>6</sup>; nel triennio 2014-16 sarebbe rimasto sostanzialmente stabile, a fronte di una riduzione di quasi un punto percentuale nell'insieme degli altri paesi dell'area. Queste elaborazioni si riferiscono a un lavoratore dipendente con retribuzione lorda pari alla media, considerano rapporti di lavoro già in essere e non includono l'IRAP; non tengono quindi conto dell'impatto di alcune misure di riduzione del cuneo fiscale adottate nell'ultimo triennio nel nostro paese.

In particolare, per cogliere l'impatto del credito di imposta per i lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi vanno considerate retribuzioni fino al 90 per cento di quella media, livello prossimo alla soglia entro la quale è riconosciuto pienamente tale beneficio; in questo caso il cuneo fiscale è sceso sensibilmente rispetto al 2013 (circa di tre punti percentuali; fig. 11.2)<sup>7</sup>. Al superamento di tale soglia il cuneo fiscale aumenta velocemente.

Figura 11.2



Fonte: elaborazioni su dati OCSE, *Taxing Wages*, anni 2014 e 2017.

(1) La retribuzione media lorda era pari a 29.704 euro nel 2013 e a 30.642 euro nel 2016.

Inoltre va ricordato che dal 2015 il prelievo fiscale sul lavoro è stato interessato anche dal ridimensionamento della base imponibile dell'IRAP.

Per quanto riguarda la tassazione complessiva del reddito di impresa, nel 2016 in Italia e in Germania l'aliquota legale massima è rimasta invariata (rispettivamente al 31,4 e al 30,2 per cento); è invece diminuita in Francia e in Spagna (di 3,6 e di 3,0 punti rispettivamente, portandosi al 34,4 e al 25,0 per cento)<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Si fa riferimento alla media delle due tipologie di lavoratori riportate nella fig. 11.2.

<sup>7</sup> OCSE, *Taxing wages 2017*, 2017. L'OCSE non effettua elaborazioni per Cipro, Lituania e Malta e non fornisce stime del cuneo fiscale per i lavoratori con retribuzioni inferiori alla metà di quella media di ciascun paese. Inoltre per stimare la componente relativa ai tributi locali dell'Italia, l'OCSE utilizza le aliquote delle addizionali regionali e comunali all'Irpef prelevate sui residenti a Roma (aliquote più elevate rispetto alla media italiana).

<sup>8</sup> Commissione europea, *Taxation Trends in the European Union. Data for the EU Member States, Iceland and Norway*, 2016.

## Le spese

Nel 2016 la spesa delle Amministrazioni pubbliche è scesa dello 0,1 per cento (a 829,3 miliardi, pari al 49,6 per cento del PIL).

Le erogazioni primarie sono cresciute dello 0,1 per cento (a 763 miliardi, pari al 45,6 per cento del PIL); contabilizzando fra le entrate i crediti di imposta sopra richiamati (cfr. il paragrafo: *Le entrate*) si può stimare che le spese primarie siano aumentate dello 0,5 per cento, sostanzialmente in linea con quanto osservato in media nel quinquennio precedente.

Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute dell'1,4 per cento (a 337,5 miliardi) riflettendo pressoché in pari misura maggiori spese per trattamenti pensionistici (0,9 per cento) e per altre prestazioni sociali (3,4 per cento)<sup>9</sup>. Sulla spesa per pensioni hanno inciso il maggiore numero e il più elevato importo medio dei nuovi trattamenti rispetto a quelli cessati; l'indicizzazione delle pensioni in essere al costo della vita nel 2016 è stata nulla.

I redditi da lavoro dipendente sono saliti dell'1,3 per cento (a 164,1 miliardi), a fronte di una riduzione di entità analoga osservata nella media dei cinque anni precedenti. L'incremento è spiegato principalmente dalla crescita del numero dei dipendenti pubblici (1,2 per cento, dopo tredici anni di pressoché ininterrotta riduzione), riconducibile agli effetti della riforma della scuola, nonché all'inclusione dal 2016 della RAI nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche. All'aumento delle spese ha concorso anche l'erogazione del contributo straordinario in favore delle Forze armate, dei Corpi di polizia e dei Vigili del Fuoco previsto dalla legge di stabilità per il 2016<sup>10</sup>.

I consumi intermedi e le prestazioni sociali in natura sono complessivamente cresciuti dell'1,3 per cento (a 135,6 miliardi). L'andamento di tali erogazioni è stato sostenuto dagli esborsi per l'acquisto di farmaci innovativi.

La spesa in conto capitale è diminuita in misura significativa (del 16,0 per cento, a 57,3 miliardi). La contrazione risulta tuttavia più contenuta (dell'ordine del 5 per cento) se si escludono gli esborsi straordinari sostenuti nel 2015 per il pagamento di arretrati pensionistici, nonché per la copertura delle perdite pregresse delle quattro banche sottoposte a risoluzione (cfr. il paragrafo: *La finanza pubblica nel 2015* del capitolo 11 e il paragrafo: *La redditività e il patrimonio* del capitolo 13 nella *Relazione annuale* sul 2015) e se si effettua la menzionata riclassificazione fra le entrate dei crediti per imposte anticipate.

Gli investimenti fissi, al netto delle dismissioni immobiliari, sono scesi per il settimo anno consecutivo (del 4,8 per cento, a 36,1 miliardi). Nelle valutazioni ufficiali la dinamica è in parte ascrivibile all'andamento della componente finanziata con risorse europee, soggetta a significative fluttuazioni a seconda della fase del ciclo di programma-

<sup>9</sup> Al netto del credito di imposta per i redditi medio bassi si può stimare che le prestazioni sociali in denaro siano complessivamente aumentate dell'1,5 per cento (del 3,9 per cento le prestazioni diverse da quelle pensionistiche).

<sup>10</sup> Cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2015 la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Pubblico impiego*.

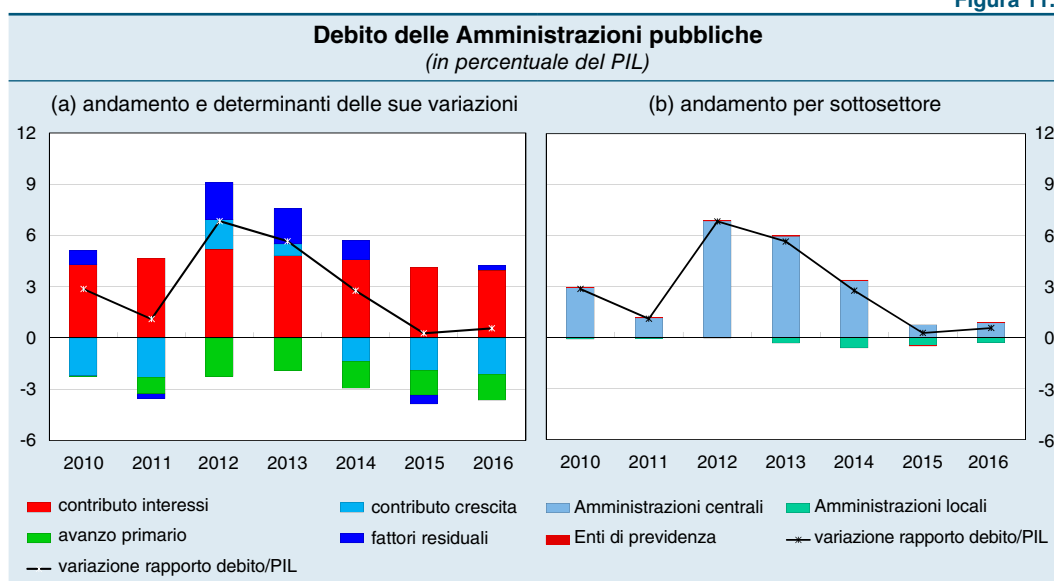
zione (nel 2016 tale componente si è ridotta di circa 2,8 miliardi); potrebbe inoltre avere risentito della transizione alla nuova disciplina degli appalti pubblici (cfr. il paragrafo: *Gli andamenti economici* del capitolo 6 e il paragrafo: *I fattori di contesto* del capitolo 12).

La spesa per interessi ha registrato una flessione per il quarto anno consecutivo (del 2,6 per cento, a 66,3 miliardi; era scesa in media del 6,6 per cento all'anno nel triennio precedente): l'impatto dell'aumento delle passività è stato più che bilanciato dal calo dell'onere medio del debito (dal 3,2 per cento nel 2015, al 3,1), che ha beneficiato della riduzione dei rendimenti sui titoli di nuova emissione indotta dalle misure di politica monetaria (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*). L'incidenza della spesa per interessi sul PIL è diminuita lievemente (dal 4,1 per cento nel 2015, al 4,0); nel triennio precedente era scesa complessivamente di un punto percentuale.

### *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*

Nel 2016 il debito delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al prodotto è aumentato di circa mezzo punto, al 132,6 per cento (nel complesso dell'ultimo quinquennio è cresciuto di circa 16 punti). L'avanzo primario ha contribuito a ridurre tale rapporto per 1,5 punti; il divario tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del PIL lo ha invece accresciuto di 1,8. I fattori residuali, che incidono sul debito ma non sull'indebitamento netto, hanno contribuito a incrementare il rapporto fra debito e PIL per 0,3 punti percentuali (fig. 11.3).

Figura 11.3



Nell'ambito dei fattori residuali è stata particolarmente rilevante la crescita delle disponibilità liquide del Tesoro (0,4 punti percentuali di prodotto), al netto della quale il debito sarebbe rimasto sostanzialmente invariato rispetto al PIL. Anche i flussi generati da strumenti finanziari derivati e la riclassificazione tra i prestiti di alcune passività in derivati, secondo quanto previsto dalle regole statistiche europee, hanno aumentato il debito (rispettivamente per 0,3 e 0,2 punti di prodotto); in direzione opposta hanno agito le differenze cassa-competenza (che hanno contenuto il debito per

0,4 punti) legate principalmente ai rapporti finanziari con l'Unione europea, nonché gli scarti e i premi all'emissione e al rimborso (0,3 punti).

La vita media residua del debito ha continuato a crescere (da 7,1 a 7,3 anni). In connessione con gli acquisti di titoli effettuati nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), è aumentata la quota di debito detenuta dalla Banca d'Italia (al 12,3 per cento, dal 7,8 nel 2015); sono corrispondentemente diminuite sia la quota detenuta da altri operatori residenti (da 58,1 a 54,9 per cento), sia quella detenuta da soggetti non residenti (dal 34,1 al 32,8 per cento; per un'analisi riferita ai soli titoli pubblici, valutati al valore di mercato, cfr. il riquadro: *I detentori di titoli pubblici italiani* del capitolo 14).

*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 le principali sono le passività commerciali (con l'eccezione di quelle cedute pro soluto a intermediari finanziari), quelle in derivati e – in quanto passività potenziali (*contingent liabilities*) – le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche a favore di altri soggetti.

Secondo stime basate sulle informazioni disponibili alla Banca d'Italia, i debiti commerciali si sarebbero ridotti per il quarto anno consecutivo, per effetto anche dei più stringenti vincoli normativi sui tempi di pagamento (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*).

## I DEBITI COMMERCIALI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Nel confronto con gli altri paesi dell'Unione europea le Amministrazioni pubbliche italiane presentano tempi di pagamento mediamente più lunghi e un livello di debiti commerciali più elevato<sup>1</sup>. Dopo il picco raggiunto nel 2012, questi ultimi si sono costantemente ridotti, beneficiando soprattutto delle misure adottate nel biennio 2013-14.

In mancanza di dati ufficiali completi sull'ammontare dei debiti commerciali e dei relativi tempi di pagamento, vengono di seguito presentate le stime che la Banca d'Italia elabora sulla base di proprie indagini statistiche, condotte sulle imprese, e delle segnalazioni di vigilanza<sup>2</sup>. Data la natura campionaria di alcune informazioni, tali stime sono caratterizzate da un grado di incertezza non trascurabile.

<sup>1</sup> In base ai dati forniti all'Eurostat nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi, lo stock di debiti commerciali in rapporto al PIL è in Italia superiore a quello di tutti gli altri paesi della UE. 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. Ulteriori dettagli sono disponibili sul sito dell'Eurostat: *Note on stock of liabilities of trade credits and advances (April 2017)*.

<sup>2</sup> Le stime sono ottenute dalla somma di due componenti: (a) i crediti ancora presenti nei bilanci delle imprese, valutati a partire dalle indagini campionarie condotte dalla Banca d'Italia; (b) i crediti ceduti dalle imprese a intermediari finanziari con clausola pro soluto, rilevati dalle segnalazioni di vigilanza (10,1 miliardi alla fine del 2015; 8,4 alla fine del 2016). Dettagli sulla metodologia sono disponibili in L. D'Aurizio, D. Depalo, S. Momigliano ed E. Vadalà, *I debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto*, "Politica economica", 3, 2015, pp. 421-458. Le elaborazioni relative agli anni 2008-2015 sono state pubblicate lo scorso anno (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2015).

*La stima dei debiti commerciali.* – Nel 2016 i debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche avrebbero continuato a ridursi, dal 4,2 per cento del PIL stimato per il 2015 al 3,8 (all'incirca da 68 a 64 miliardi; figura). Il livello complessivo resta molto superiore a quello coerente con i tempi di pagamento stabiliti contrattualmente dalle parti (componente fisiologica), diminuiti anche in seguito al recepimento della direttiva europea contro i ritardi di pagamento (direttiva UE/2011/7, che fissa tempi di pagamento di norma compresi fra 30 e 60 giorni).

*I tempi medi di pagamento.* – Sulla base delle citate indagini campionarie, nel 2016 i tempi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche sarebbero scesi collocandosi in media al di sotto di 100 giorni. Sulla base dei dati pubblicati da Intrum Justitia nello *European Payment Report 2017*, i tempi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche italiane continuano a essere significativamente più elevati rispetto alla media degli altri paesi europei considerati.

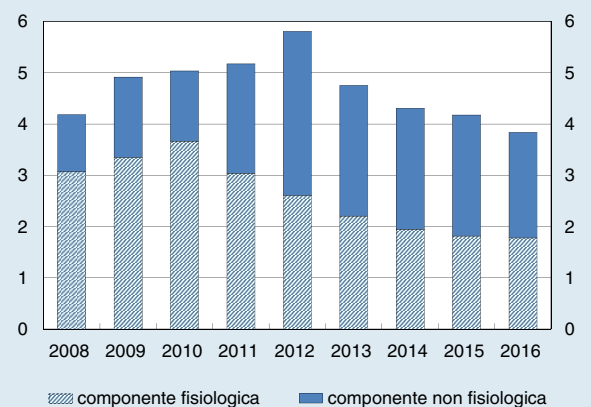
Lo scorso 15 febbraio la Commissione europea ha richiesto all'Italia di comunicare i provvedimenti adottati per assicurare una corretta applicazione della citata direttiva contro i ritardi di pagamento<sup>3</sup>, al fine di evitare il deferimento alla Corte di giustizia dell'Unione europea. Il rispetto dei tempi dovrebbe essere facilitato dall'introduzione graduale, a partire dal prossimo luglio, dell'obbligo di trasmettere le informazioni relative ai singoli pagamenti attraverso il sistema informativo sulle operazioni degli enti pubblici; tale sistema dovrebbe consentire a regime la quantificazione dell'ammontare dei debiti commerciali e il monitoraggio continuo dei tempi di pagamento delle amministrazioni debitorie.

<sup>3</sup> Commissione europea, *Ritardi di pagamento: la Commissione esorta 4 Stati membri a rispettare la direttiva sui ritardi di pagamento per proteggere le PMI nei loro rapporti commerciali*, comunicato stampa del 15 febbraio 2017.

Le passività nette in derivati, valutate al valore di mercato, sono diminuite dall'1,9 all'1,8 per cento del PIL; la contrazione è dovuta alla riclassificazione nel debito pubblico di alcune operazioni in derivati. Nel 2016 le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche a favore di altri soggetti sono aumentate, dal 2,2 al 2,4 per cento del prodotto, per effetto delle garanzie verso settori diversi da quello finanziario.

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.

## Le prospettive

Nel quadro programmatico del DEF dell'aprile del 2016 l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2017 era stato fissato all'1,8 per cento del PIL (più elevato rispetto all'1,4 per cento previsto nel quadro tendenziale, che scontava l'attivazione delle clausole di salvaguardia); l'indebitamento netto strutturale era indicato in lieve riduzione (0,1 per cento).

La ripresa del percorso di consolidamento strutturale del bilancio nel 2017 era una condizione posta dal Consiglio della UE per la concessione della flessibilità richiesta dal Governo per i conti del 2016 (cfr. il paragrafo: *La finanza pubblica nel 2016*). Per evitare rischi di una deviazione significativa dei conti del 2017 dagli obiettivi fissati dalle regole europee, il Consiglio raccomandava comunque un aggiustamento strutturale più ampio di quello programmato nel DEF di aprile.

Nel corso del 2016 l'esigenza di sostenere la ripresa e la decisione di evitare l'inasprimento delle imposte indirette connesso con le clausole di salvaguardia hanno tuttavia assunto un ruolo preminente nella definizione della politica di bilancio.

Nella *Nota di aggiornamento* del DEF dello scorso settembre, l'obiettivo di indebitamento netto per il 2017 veniva aumentato al 2,0 per cento del PIL, riflettendo il peggioramento delle prospettive di crescita; la variazione del saldo strutturale programmata era posta pari a zero, nonostante le raccomandazioni delle istituzioni europee. Il Governo otteneva inoltre dal Parlamento l'autorizzazione ad accrescere il disavanzo del 2017 fino a ulteriori 0,4 punti, in considerazione di possibili maggiori spese connesse con eventi sismici o flussi migratori.

La manovra di bilancio approvata in dicembre ha dato attuazione ai programmi del Governo, portando il rapporto tra disavanzo e prodotto del 2017 al 2,3 per cento e aumentando l'indebitamento strutturale di circa 0,4 punti. Il principale provvedimento espansivo incluso nella manovra – che nel complesso ha fatto salire l'indebitamento del 2017 di 12,3 miliardi – ha riguardato la posposizione di un anno dell'inasprimento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia (il minore gettito connesso con tale misura è di oltre 15 miliardi). Il resto è costituito prevalentemente da incrementi di spesa (per quasi 10 miliardi) volti a rilanciare gli investimenti e a sostenere il reddito di alcune fasce della popolazione (cfr. il riquadro: *Un'applicazione del modello di microsimulazione BIMic alle modifiche apportate alla quattordicesima ai pensionati*).

### UN'APPLICAZIONE DEL MODELLO DI MICROSIMULAZIONE BIMIC ALLE MODIFICHE APPORTATE ALLA QUATTORDICESIMA AI PENSIONATI

BIMic (*Bank of Italy Microsimulation*)<sup>1</sup> è un modello di microsimulazione sviluppato in Banca d'Italia per analizzare gli effetti dei principali elementi del sistema fiscale e di welfare italiano sulla distribuzione del reddito tra famiglie

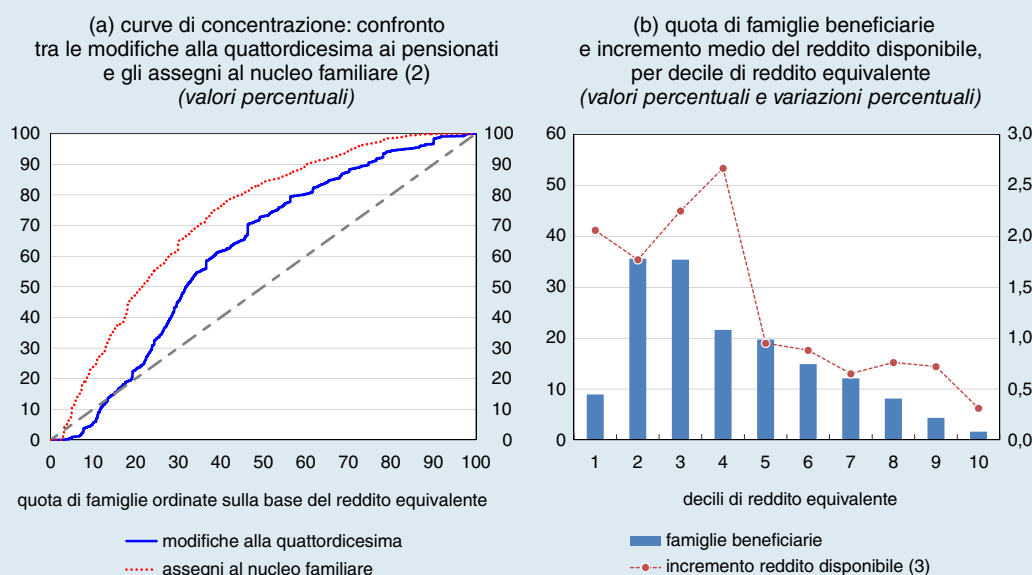
<sup>1</sup> N. Curci, M. Savegnago e M. Cioffi, *BIMic: the Bank of Italy microsimulation model for the Italian tax and benefit system*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

e sui conti pubblici<sup>2</sup>. Il modello, basato sui dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia, ipotizza che rimangano costanti le caratteristiche sociodemografiche della popolazione e che le scelte degli individui non mutino (ad es. in termini di offerta di lavoro) a fronte di cambiamenti nelle politiche pubbliche. BIMic pertanto è adatto a esaminare soprattutto gli effetti di breve periodo di imposte e trasferimenti sociali.

A titolo illustrativo delle applicazioni del modello, viene presentata una valutazione degli effetti distributivi delle modifiche alla cosiddetta quattordicesima ai pensionati<sup>3</sup> disposte con la legge di bilancio per il 2017 (che determinano, nelle valutazioni ufficiali, maggiori spese per 0,8 miliardi). Le innovazioni hanno riguardato sia la platea dei beneficiari del trasferimento, estesa con l'inclusione dei pensionati con reddito complessivo compreso tra 1,5 e 2 volte il trattamento minimo<sup>4</sup>, sia l'importo erogato, aumentato di circa il 30 per cento per i pensionati con reddito fino a 1,5 volte il trattamento minimo.

Figura

### Modifiche alla disciplina della quattordicesima ai pensionati: effetti distributivi (1)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic.

(1) Gli effetti sono valutati confrontando il reddito disponibile equivalente prima e dopo la modifica alla disciplina della quattordicesima ai pensionati. – (2) Le curve di concentrazione misurano la quota cumulata di una certa variabile (in questo grafico, le risorse impegnate per la modifica alla quattordicesima o quelle per gli assegni al nucleo familiare) che affluisce a una determinata quota cumulata della popolazione totale, ordinata sulla base di un'altra variabile (in questo grafico, il reddito equivalente). – (3) Scala di destra.

<sup>2</sup> I principali elementi simulati sono i contributi previdenziali e assistenziali, l'Irpef (compresi i regimi speciali per le imprese di piccole dimensioni), le imposte immobiliari e quelle sostitutive sulle attività finanziarie, gli assegni al nucleo familiare nonché altri benefici di natura monetaria.

<sup>3</sup> La quattordicesima ai pensionati, introdotta dal DL 81/2007 convertito con modificazioni dalla L. 127/2007, è un trasferimento corrisposto nel mese di luglio di ciascun anno dall'INPS ai titolari di una pensione di natura previdenziale che rispettino determinati requisiti reddituali e contributivi. Fino al 2016 ne avevano diritto i pensionati con reddito complessivo inferiore a 1,5 volte il trattamento minimo. L'ammontare del beneficio dipende dagli anni di contribuzione.

<sup>4</sup> Da circa 9.800 euro a circa 13.000 euro annui.

BIMic consente di analizzare la differenza tra il reddito disponibile equivalente con e senza l'applicazione di tali modifiche.

Si può stimare che circa il 16 per cento delle famiglie italiane includa almeno un pensionato destinatario dell'intervento. Il beneficio è maggiormente concentrato sui nuclei a basso reddito equivalente: ad esempio, le famiglie nei primi quattro decili della distribuzione ricevono oltre il 60 per cento delle risorse (figura, pannello a). Anche famiglie con redditi relativamente elevati traggono tuttavia vantaggio dalla norma: la quota di risorse che affluisce ai nuclei con reddito equivalente superiore alla mediana sfiora il 30 per cento. L'erogazione del trasferimento dipende infatti dal reddito individuale e non da quello familiare, a differenza di altri strumenti, quali gli assegni al nucleo familiare (la cui curva di concentrazione è riportata a titolo di confronto nella figura, pannello a).

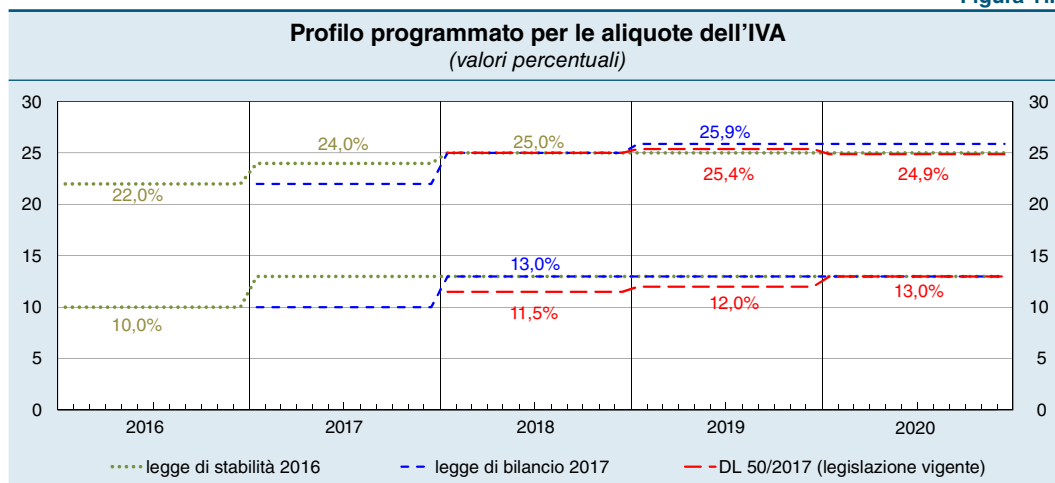
Per effetto dell'intervento, il reddito disponibile annuo delle famiglie beneficiarie aumenta in media dell'1,65 per cento (circa 250 euro). L'incremento è leggermente superiore per i nuclei a basso reddito equivalente, attestandosi tra l'1,8 e il 2,6 per cento nei primi quattro decili della distribuzione (figura, pannello b).

A novembre del 2016, nel valutare il *Documento programmatico di bilancio* che teneva conto degli effetti della manovra, la Commissione segnalava il rischio che la politica di bilancio italiana non fosse in linea con il Patto di stabilità e crescita; all'inizio dell'anno successivo nel suo rapporto sul rispetto della regola del debito ribadiva tale opinione e, in una lettera inviata al Governo italiano, ravvisava la necessità di misure correttive strutturali pari ad almeno lo 0,2 per cento del prodotto nel 2017.

In seguito a tali rilievi, nell'aprile del 2017 il Governo ha varato una manovra correttiva che include misure strutturali di consolidamento per complessivi 0,2 punti percentuali del PIL, riducendo al 2,1 per cento del prodotto l'indebitamento netto per il 2017. I principali interventi riguardano il contrasto all'evasione (in particolare, l'estensione dell'ambito di applicazione dello *split payment*), il prelievo su giochi e tabacchi e l'Aiuto alla crescita economica (ACE), la cui natura viene modificata, poiché non si applicherà più agli incrementi patrimoniali effettuati a partire dal 2010 ma solo a quelli dei cinque anni precedenti l'esercizio di riferimento. Dal 2018 i risparmi identificati dalla manovra correttiva vengono utilizzati in larga parte per rimodulare le clausole di salvaguardia, riducendone il gettito atteso di quasi un quinto (fig. 11.4).

Nel DEF dell'aprile 2017 il Governo ha presentato i programmi per i conti pubblici per il periodo 2018-2020. L'indebitamento netto scenderebbe all'1,2 per cento del prodotto il prossimo anno e raggiungerebbe un sostanziale pareggio nel 2019, in termini sia nominali sia strutturali. L'incidenza del debito sul PIL comincerebbe a diminuire quest'anno, sebbene solo lievemente, e proseguirebbe a un ritmo più sostenuto nei tre anni successivi: nel 2020 sarebbe pari al 125,7 per cento.

La significativa discesa del disavanzo programmata per il 2018 è in gran parte connessa con l'attivazione delle clausole di salvaguardia ancora esistenti, che tuttavia il Governo si propone di annullare sostituendole con provvedimenti da specificarsi in sede di definizione della manovra di bilancio.



Nel mese di maggio la Commissione europea non ha proposto di avviare la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia per il mancato rispetto della regola sul debito, anche alla luce della manovra correttiva dello scorso aprile. La Commissione ha altresì espresso le sue valutazioni sulla strategia di bilancio per gli anni 2016-18: per il 2016 ha reputato che la deviazione dal percorso di aggiustamento verso il pareggio di bilancio non sia stata significativa<sup>11</sup>; per il 2017 ha dato un giudizio sostanzialmente analogo, sebbene preliminare<sup>12</sup>; per il 2018, sulla base di stime che non includono gli effetti delle clausole di salvaguardia, ha rilevato invece rischi di una deviazione significativa dal percorso di aggiustamento, sottolineando che per evitarli sarà necessario un consistente sforzo di consolidamento. Infine la Commissione ha raccomandato una riduzione del numero e della generosità delle agevolazioni ed esenzioni fiscali (*tax expenditures*), nonché la reintroduzione dell'imposta sulla proprietà dell'abitazione di residenza, limitata alle famiglie con redditi elevati e accompagnata da una riforma del catasto.

<sup>11</sup> La Commissione ha tenuto conto dei margini di flessibilità connessi con la clausola per le riforme strutturali (per 0,5 punti percentuali del PIL) e con quella degli investimenti (per 0,21 punti) e dei costi di natura eccezionale relativi all'afflusso di rifugiati e alla sicurezza (per 0,12 punti).

<sup>12</sup> Tale giudizio si basa in particolare su una stima preliminare dei costi per rifugiati e per eventi sismici pari a 0,34 punti percentuali del prodotto. La Commissione si riserva di formulare una valutazione definitiva nella primavera del 2018, quando saranno disponibili i dati di consuntivo.

## 12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

L'eccessiva regolamentazione di alcuni mercati e le inefficienze della giustizia civile e della Pubblica amministrazione (PA) gravano sul sistema produttivo.

La prima legge annuale sulla concorrenza, prevista dal 2009 per dare continuità e sistematicità agli interventi di liberalizzazione e presentata due anni fa, è ancora all'esame del Parlamento.

Numerosi sono stati gli interventi disposti nell'ultimo biennio in tema di disciplina dei fallimenti e delle esecuzioni immobiliari, con primi effetti positivi. Gli strumenti di gestione delle crisi di impresa restano però nel complesso poco efficaci, scontando anche inefficienze nell'attività dei tribunali.

Nel settore della giustizia civile le misure adottate negli anni passati hanno contribuito a deflazionare il nuovo contenzioso e quindi il carico dei pendenti; le ricadute sul funzionamento del sistema restano tuttavia ancora limitate. Permangono elevate differenze nella produttività dei diversi tribunali, in generale peggiore nel Mezzogiorno, conseguenza anche di persistenti disfunzioni sotto il profilo organizzativo.

È proseguito il processo di riforma volto a migliorare la qualità dell'azione pubblica: è stata completata la revisione della normativa sugli appalti; si è concluso l'iter normativo della riforma della PA, la cui efficacia può essere però indebolita dai mancati interventi sulla dirigenza pubblica.

### *La concorrenza e la regolamentazione dei mercati*

La prima legge annuale sulla concorrenza è in attesa dell'approvazione definitiva dopo oltre due anni di dibattito parlamentare. Il testo contiene disposizioni volte ad accrescere la trasparenza e la tutela dei consumatori, in particolare nei settori delle assicurazioni, delle banche, delle comunicazioni e dell'energia; in quest'ultimo comparto è posticipato al 1° luglio 2019 il definitivo passaggio al mercato libero. Per le professioni legali e le farmacie vengono eliminati alcuni vincoli all'esercizio in forma societaria, ma non sono recepite le sollecitazioni dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato sulla riduzione delle riserve di attività. Le norme in materia di trasporti si limitano a rinviare all'adozione di successivi decreti legislativi.

Non è giunta a compimento la riforma dei servizi pubblici locali. Dopo un lungo iter parlamentare, in seguito alla sentenza 251/2016 della Corte costituzionale il decreto legislativo di attuazione della riforma Madia (L. 124/2015) non è stato trasmesso in tempo utile per la promulgazione.

È stato approvato il Testo unico sulle società partecipate (D.lgs. 175/2016), di cui una quota rilevante (circa un terzo) è costituita da società che gestiscono servizi pubblici locali. Il decreto opera un complessivo riordino della disciplina, risolvendo alcune incertezze normative sul fallimento delle società pubbliche, sulla loro natura privatistica e sulle responsabilità degli amministratori. Il provvedimento contiene anche disposizioni in materia di governance, tra le quali la previsione di requisiti di professionalità e indipendenza degli amministratori. Il quadro regolatorio disegnato, poco orientato a promuovere l'efficienza gestionale, rimane distante dalle migliori pratiche internazionali: non viene prevista ad esempio la fissazione di obiettivi di performance per le imprese pubbliche e di incentivi al loro raggiungimento.

Il Testo unico avvia comunque un processo di razionalizzazione del settore, fissando criteri dimensionali (in termini di fatturato e dipendenti) e di risultato di esercizio al di sotto dei quali le partecipazioni vanno dismesse. Sulla base dei soli criteri dimensionali, si stima che almeno il 50 per cento delle circa 9.000 società partecipate censite nella banca dati del Ministero dell'Economia e delle finanze andrebbero dismesse (di queste il 15 per cento opera nel settore dei servizi pubblici locali). Il dimezzamento della soglia di fatturato previsto dal decreto correttivo in via di definitiva approvazione ridurrebbe di circa un quinto tale numero.

Al fine di limitare gli ostacoli alla concorrenza derivanti dagli oneri burocratici per l'avvio di un'attività produttiva, la riforma della PA ha introdotto diverse semplificazioni dei processi autorizzativi, snellendo la conferenza di servizi, ampliando il ricorso al silenzio-assenso, standardizzando modelli e procedure, prevedendone la diffusione via internet. Sono stati inoltre ridotti gli adempimenti a carico degli utenti ed è stata effettuata una mappatura dei procedimenti amministrativi in materia di edilizia, commercio e ambiente, specificandone per ognuno il regime applicabile. La riduzione degli oneri burocratici può avere effetti positivi sulla selezione degli imprenditori e sull'andamento dell'economia nel lungo periodo (cfr. il riquadro: *La riduzione degli oneri burocratici per l'avvio delle nuove attività produttive*).

#### LA RIDUZIONE DEGLI ONERI BUROCRATICI PER L'AVVIO DELLE NUOVE ATTIVITÀ PRODUTTIVE

Un imprenditore che intenda avviare un'attività economica è soggetto a due tipi di oneri burocratici: quelli connessi con la costituzione formale dell'impresa e quelli necessari a ottenere le autorizzazioni affinché questa possa operare. Per entrambe le tipologie, i costi possono avere natura puramente monetaria o essere collegati alla durata delle procedure amministrative.

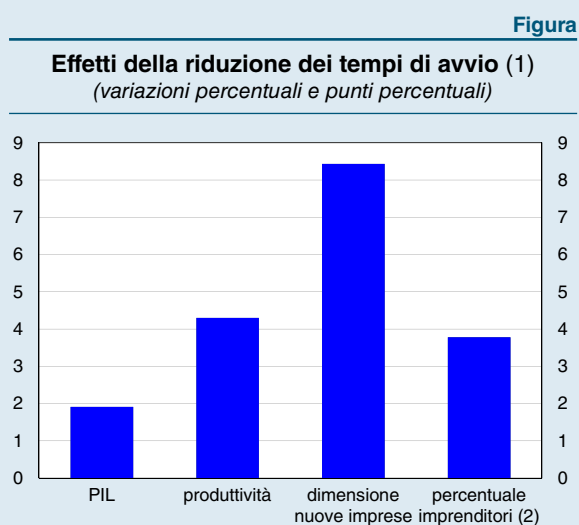
La diversa natura dei costi ha implicazioni differenti sulle imprese che entrano nel mercato. Mentre i costi monetari scoraggiano l'ingresso di quelle meno produttive, quelli di natura temporale ostacolano soprattutto l'entrata delle aziende più produttive. Per queste ultime infatti è più elevato il costo opportunità derivante dai mancati profitti a causa della forzata inattività fino al completamento delle procedure previste.

Secondo il rapporto *Doing Business* della Banca Mondiale, in Italia nel 2016 occorre sei giorni per costituire un'impresa (erano dieci nel 2010). Non esistono invece valutazioni puntuali del tempo necessario per ottenere tutte le

autorizzazioni richieste per l'effettivo avvio dell'attività, che sono presumibilmente variabili tra settori e territori.

I tempi medi necessari all'avvio dell'attività di impresa e le sue conseguenze sull'economia possono essere valutati indirettamente, utilizzando un modello di equilibrio generale con agenti eterogenei (in particolare aziende con diversa produttività e dimensione). I parametri del modello sono calibrati in modo da replicare, insieme con altre caratteristiche dell'economia italiana, alcune variabili influenzate dai costi di avvio quali i tassi di entrata e di uscita e la distribuzione dimensionale delle imprese<sup>1</sup>.

I risultati indicano che i tempi necessari all'avvio dell'attività di impresa, coerenti con l'evidenza osservata, sono stimabili attorno ai quattro mesi. Secondo il modello una riduzione di questi tempi del 40 per cento (ossia una variazione pari a quella osservata in Italia tra il 2010 e il 2016 per i costi connessi con la mera costituzione dell'azienda) si tradurrebbe in un aumento della produttività nell'ordine del 4 per cento, del tasso di imprenditorialità di quattro punti percentuali e della dimensione media delle nuove imprese del 9 per cento circa. Da ciò potrebbe derivare un incremento del PIL di quasi il 2 per cento (figura).



(1) Si simulano gli effetti di una riduzione dei tempi di avvio del 40 per cento. – (2) Punti percentuali.

<sup>1</sup> G. González-Torres, *Measuring the aggregate effects of simplifying firm creation in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 365, 2016.

### **La regolamentazione dell'attività di impresa**

*Il diritto fallimentare.* – In Italia le procedure di gestione delle crisi sono tradizionalmente orientate alla liquidazione piuttosto che al risanamento delle imprese. Secondo dati di fonte Cerved Group, nel triennio 2014-16 sono stati avviati più di 14.600 fallimenti l'anno, oltre 1.300 concordati preventivi e circa 150 accordi di ristrutturazione. Molti concordati sono inoltre utilizzati con finalità liquidatorie, anziché di ristrutturazione, anche per evitare le lungaggini delle ordinarie procedure fallimentari (cfr. il riquadro: *Il concordato preventivo: evidenze dai microdati sulle procedure*). L'introduzione nel 2015 di vincoli stringenti alla formulazione del piano, in particolare del divieto nei concordati liquidatori di proporre un tasso di recupero dei crediti non garantiti inferiore al 20 per cento, può avere contribuito al sensibile calo nell'utilizzo dello strumento (del 42 per cento tra il 2015 e il 2016).

## IL CONCORDATO PREVENTIVO: EVIDENZE DAI MICRODATI SULLE PROCEDURE

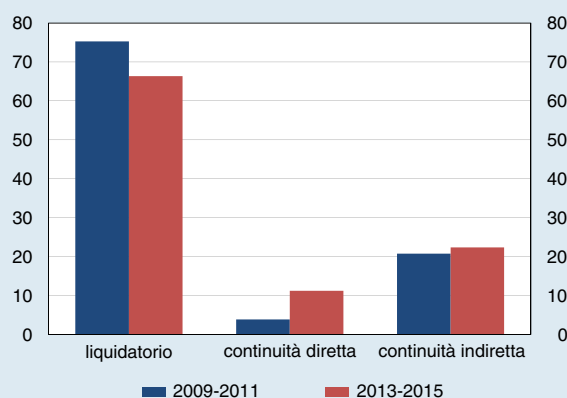
Le informazioni basate su un campione di circa 3.000 procedure di concordato preventivo avviate nel periodo 2009-2015, pari a circa un terzo del totale, forniscono evidenze sull'uso e sul funzionamento di questo strumento<sup>1</sup>.

Il concordato può essere utilizzato sia per la liquidazione sia per il risanamento delle imprese in crisi. L'impiego con finalità liquidatoria è quello prevalente (69 per cento); nel 22 per cento dei casi è prevista la cessione dell'impresa o di un suo ramo (continuità indiretta), mentre le attività di risanamento dell'impresa sono perseguite solo nel 9 per cento dei casi (continuità diretta). Dopo il 2012, anche a seguito degli interventi che ne hanno incentivato l'utilizzo, si è registrata una maggiore diffusione del concordato in continuità (figura).

Figura

### Ripartizione del concordato per finalità prima e dopo il 2012

(quota sul totale; valori percentuali)



Il concordato, pur essendo uno strumento negoziale, è sottoposto all'approvazione del giudice. I dati indicano che in media la procedura giudiziale dura poco meno di dieci mesi e si conclude nel 70 per cento dei casi con l'approvazione del piano (omologa).

Il tempo medio per l'esecuzione dei concordati, laddove indicato nel piano, è pari a 33 mesi; tuttavia solo nel 13 per cento dei casi il termine previsto è rispettato. Nei concordati conclusi il credito assistito da garanzia è recuperato quasi integralmente; il tasso medio di recupero dei crediti non garantiti (ponderato per gli importi) è pari invece al 14 per cento nei concordati liquidatori e al 28 per cento in quelli in continuità diretta.

Con l'obiettivo di agevolare la gestione della crisi favorendo l'erogazione di nuovi finanziamenti, nel 2010 è stata accordata priorità nel rimborso dei prestiti erogati in esecuzione di un piano di concordato. Stime basate su dati della Centrale dei rischi mostrano che la misura ha migliorato le condizioni del credito, sia in termini di quantità erogata sia di condizioni di prezzo, per le imprese entrate in procedura dopo l'introduzione della riforma<sup>2</sup>.

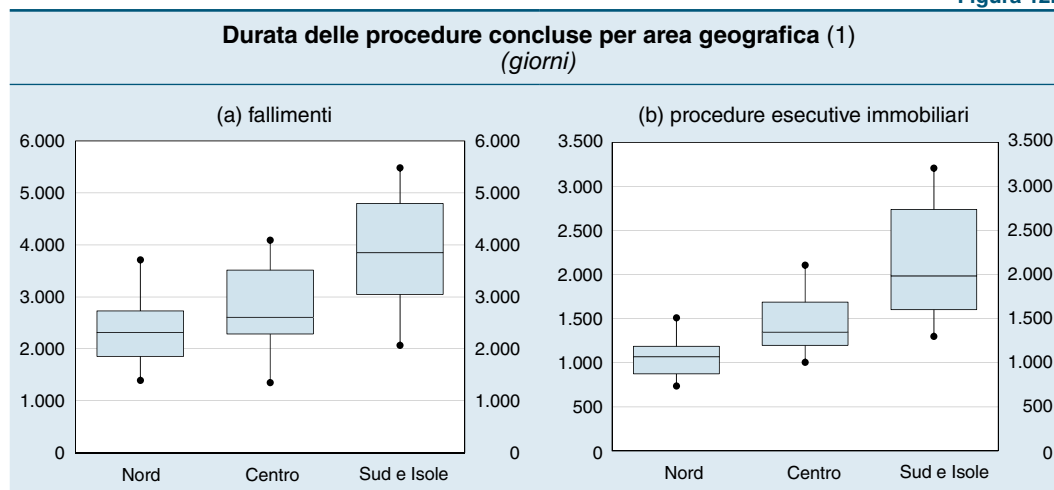
<sup>1</sup> A. Danovi, S. Giacomelli, P. Riva e G. Rodano, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi di impresa: il concordato preventivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> E. Brodi e L. Casolaro, *Finanziamenti alle imprese in crisi e priorità nel rimborso: gli effetti della preveducibilità nel concordato preventivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La durata dei fallimenti è molto elevata: quelli chiusi nel 2015 (quindi prima della riforma realizzata in quell'anno) duravano in media più di 2.700 giorni, con sostanziali differenze tra le grandi aree del Paese e al loro interno (fig. 12.1, pannello a).

*Le procedure esecutive e il recupero crediti.* – La durata delle procedure esecutive immobiliari concluse nel 2015 era in media superiore ai 1.500 giorni, con rilevanti differenze tra le maggiori aree geografiche e all'interno delle stesse (fig. 12.1, pannello b).

Figura 12.1



Fonte: elaborazioni su dati del Ministero della Giustizia.

(1) I grafici riportano la distribuzione della durata dei fallimenti (sinistra) e delle procedure esecutive immobiliari (destra) conclusi nel 2015; gli estremi superiore e inferiore indicano il 90° e il 10° percentile, il rettangolo l'ampiezza interquartile, la linea al centro la mediana.

Nel biennio 2015-16 (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale* nella *Relazione annuale* sul 2015) sono state introdotte diverse misure finalizzate a ridurre i tempi di recupero dei crediti, sia attraverso modifiche della disciplina delle esecuzioni immobiliari, sia consentendo il ricorso a strumenti stragiudiziali (patto marciano).

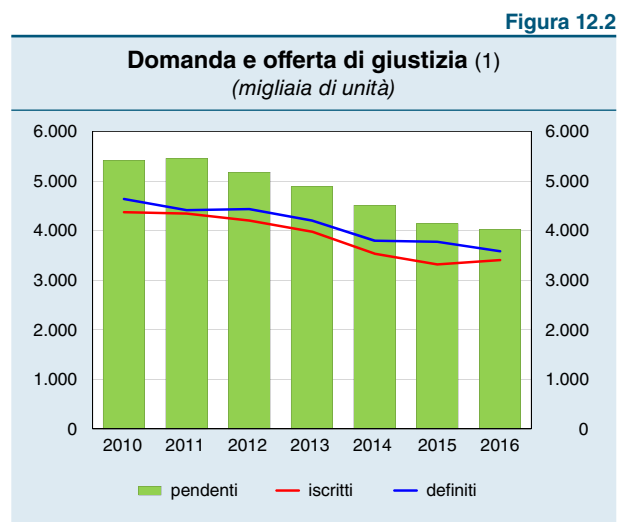
I dati raccolti dall'associazione Tavolo di Studio sulle Esecuzioni Italiane (T6) dal portale dei servizi telematici del Ministero della Giustizia su un campione di procedure esecutive immobiliari mostrano una riduzione dei tempi: la fase di avvio della procedura (dall'iscrizione a ruolo fino alla nomina del consulente tecnico d'ufficio) si conclude, dopo la riforma del 2015, entro sei mesi nel 48 per cento dei casi (30 per cento prima della riforma).

Si osservano tuttavia ritardi nella creazione di alcune infrastrutture necessarie per il funzionamento dei procedimenti: il registro delle procedure esecutive e fallimentari non è stato ancora istituito; il portale delle vendite è in fase di sperimentazione.

Il ricorso alla clausola di patto marciano nei contratti di prestito alle imprese (DL 59/2016, art. 2), che accorda al creditore la possibilità di acquisire in via stragiudiziale la proprietà dell'immobile costituito in garanzia, è stato finora molto limitato. Secondo i dati di un sondaggio condotto dalla Banca d'Italia nell'aprile 2017 presso 14 gruppi bancari, rappresentativi di circa il 70 per cento dei prestiti alle imprese in Italia, nessuno di essi aveva ancora iniziato a usufruire della clausola. La maggioranza di tali gruppi indica che l'applicazione del nuovo regime contrattuale è in fase di studio. L'elaborazione di linee guida volte a superare possibili dubbi interpretativi e a chiarire le modalità operative dello strumento potrebbero favorirne l'utilizzo.

## I fattori di contesto

*La giustizia civile.* – Il numero dei procedimenti pendenti negli uffici giudiziari di primo e di secondo grado è ulteriormente diminuito. Alla fine del 2016 era di poco superiore ai 4 milioni, circa un quarto in meno rispetto all'inizio del decennio (fig. 12.2); la flessione è stata lievemente più contenuta nei tribunali, dove sono concentrati circa i due terzi del totale dei pendenti. La riduzione discende solo dal calo dei nuovi procedimenti; anche il numero di quelli definiti si è infatti ridotto, sebbene con minore intensità.



Fonte: elaborazioni su dati del Ministero della Giustizia.

(1) I dati si riferiscono al totale dei procedimenti presso gli uffici del giudice di pace, dei tribunali (eccetto gli accertamenti tecnici preventivi in tema di previdenza) e delle corti d'appello.

Nei tribunali la diminuzione dei nuovi procedimenti ha riflesso le misure adottate negli anni passati per scoraggiare il ricorso in giudizio. Oltre un quarto della riduzione è attribuibile al contenzioso previdenziale su cui hanno inciso gli interventi del 2012 volti a sottrarre alcuni procedimenti alla competenza del giudice. Nelle aree interessate dalla chiusura di un tribunale conseguente alla riforma della geografia giudiziaria si è avuto un calo nel contenzioso ordinario, mentre non vi sono stati effetti significativi sulla domanda di giustizia in materie quali il contenzioso commerciale; il lavoro e la previdenza; le separazioni e i divorzi. L'andamento della litigiosità è influenzato anche dal ciclo economico: nelle province in cui la dinamica del valore aggiunto è stata più sostenuta si è osservata una maggiore flessione delle iscrizioni, in particolare nelle materie relative a previdenza e assistenza, ai fallimenti e alle esecuzioni immobiliari<sup>1</sup>.

Anche i procedimenti definiti sono però diminuiti, seguendo l'andamento di quelli iscritti. Tale calo è solo in parte attribuibile a una ricomposizione del contenzioso a favore di materie strutturalmente caratterizzate da maggiore complessità. Nell'ultimo triennio, per il quale si dispone di dati omogenei, la riduzione ha interessato quasi tutte le materie e oltre l'80 per cento dei tribunali; è stata più accentuata in quelli che hanno registrato una contrazione più significativa dei nuovi procedimenti.

La durata media effettiva dei procedimenti definiti resta elevata: nel 2016 era di circa 1.100 giorni per il contenzioso ordinario e di 1.250 per quello commerciale. La sostanziale stabilità della durata deriva in parte dalle strategie di alcuni tribunali

<sup>1</sup> S. Giacomelli, S. Mocetti, G. Palumbo e G. Roma, *La giustizia civile in Italia: le recenti evoluzioni*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

volte ad affrontare prima i procedimenti pendenti da più di tre anni, che nell'ultimo triennio si sono ridotti.

Rimangono differenze significative tra tribunali in termini di durata dei procedimenti e di produttività, in parte riconducibili a fattori organizzativi (cfr. il riquadro: *Produttività dei tribunali e durata dei processi*).

## PRODUTTIVITÀ DEI TRIBUNALI E DURATA DEI PROCESSI

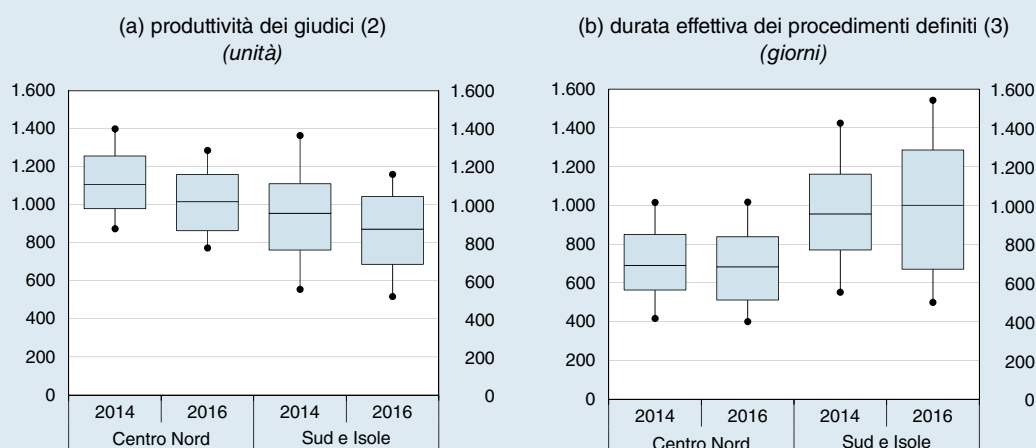
La variabilità dell'efficienza dei tribunali può dipendere sia dalla domanda di giustizia (ad es. dal diverso grado di litigiosità o di complessità dei procedimenti iscritti) sia da fattori di offerta (tra gli altri, la dotazione organica o gli aspetti organizzativi dei tribunali)<sup>1</sup>.

Tra il 2014 e il 2016 la produttività dei tribunali, misurata dal numero di procedimenti definiti nell'anno in rapporto a quello dei giudici addetti al contenzioso civile, è diminuita su tutto il territorio nazionale. Resta ampia la variabilità tra aree geografiche, con un divario a sfavore del Sud e delle Isole (leggermente aumentato negli ultimi anni), e all'interno di ciascuna area (figura, pannello a).

La variabilità tra tribunali è evidente anche se si considera la durata effettiva dei procedimenti conclusi: nel Sud e nelle Isole era superiore di oltre il 50 per cento a quella del Centro Nord (figura, pannello b); nell'ultimo triennio la durata è aumentata nelle regioni meridionali a fronte di un calo, sia pur lieve, in quelle centro-settentrionali.

Figura

### Efficienza dei tribunali (1)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) I grafici riportano la distribuzione delle variabili descritte: gli estremi superiore e inferiore indicano il 90° e il 10° percentile, il rettangolo l'ampiezza interquartile, la linea al centro la media. – (2) La produttività è misurata con il numero di procedimenti definiti nell'anno in rapporto a quello dei giudici addetti al civile. – (3) La durata media effettiva si riferisce alle seguenti materie: contenzioso ordinario, contenzioso commerciale, lavoro, previdenza, divorzi e separazioni.

<sup>1</sup> S. Giacomelli, S. Mocetti, G. Palumbo e G. Roma, *La giustizia civile in Italia: le recenti evoluzioni*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

L'evidenza indica che i divari territoriali sono solo in parte attribuibili a differenze nei carichi di lavoro (pari alla somma del numero di procedimenti iscritti e pendenti per giudice) e nella complessità dei procedimenti (approssimata con la composizione per materie caratterizzate da una diversa durata media). I risultati mostrano al contrario che i divari territoriali non dipendono da carenze dell'organico dei giudici e del personale amministrativo. Anche considerando tutti questi fattori, i tribunali del Mezzogiorno registrano una produttività inferiore del 15 per cento a quella del Centro Nord e una durata dei procedimenti più elevata di quasi il 40 per cento. Questa variabilità residua potrebbe dipendere da aspetti organizzativi.

*La Pubblica amministrazione.* – Con l'approvazione di cinque decreti legislativi si è concluso l'iter normativo di attuazione della legge delega di riforma della PA. Non è stata attuata la delega in materia di dirigenza pubblica e ha avuto solo parziale attuazione quella sugli assetti organizzativi.

Nel nostro paese le norme che regolano il reclutamento e gli avanzamenti di carriera limitano la capacità delle Amministrazioni pubbliche di attrarre, selezionare e valorizzare le risorse più qualificate (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale* nella *Relazione annuale* sul 2015). Il problema è più acuto dove la corruzione è maggiore (cfr. il riquadro: *Caratteristiche del pubblico impiego e indici di corruzione*).

#### CARATTERISTICHE DEL PUBBLICO IMPIEGO E INDICI DI CORRUZIONE

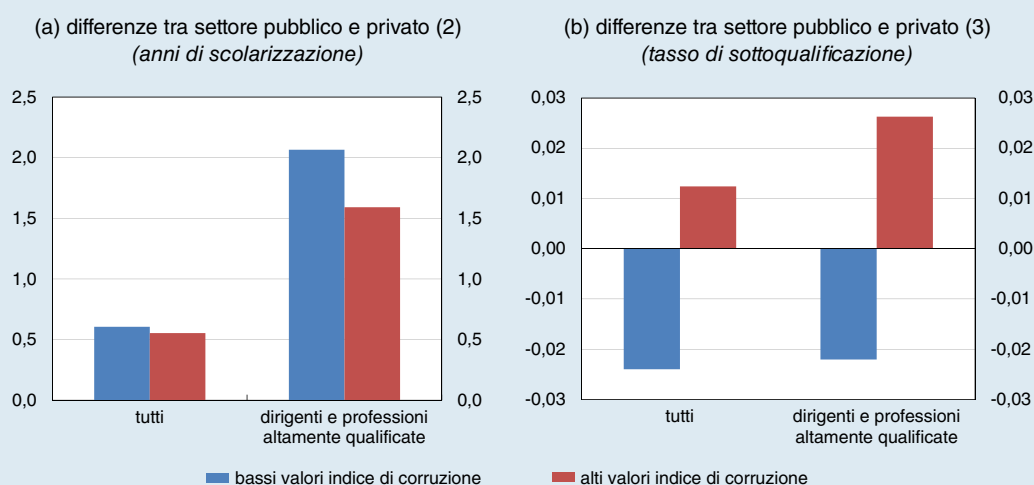
La diffusione di fenomeni corruttivi può essere approssimata da indicatori che combinano misure di frequenza dei reati contro la Pubblica amministrazione (PA) e misure di percezione della corruzione e di fiducia nelle istituzioni locali. Un recente lavoro<sup>1</sup> mostra come a valori più elevati di tali indici si associno una minore capacità della PA di attrarre e selezionare i lavoratori più istruiti e una peggiore allocazione dei dipendenti tra le diverse mansioni.

In generale i dipendenti pubblici presentano livelli medi di istruzione più elevati rispetto a quelli del settore privato, anche a parità di mansione svolta. La maggiore qualificazione dei dipendenti pubblici si attenua tuttavia nelle aree in cui gli indici di corruzione assumono valori più alti; l'effetto è particolarmente marcato per le posizioni dirigenziali (figura, pannello a).

In queste stesse aree inoltre è relativamente più frequente nel settore pubblico, rispetto al settore privato, la sottoqualificazione (ossia l'affidamento ai dipendenti di mansioni tipicamente assegnate a personale maggiormente qualificato); anche in questo caso, l'effetto è più intenso per le posizioni dirigenziali (figura, pannello b).

<sup>1</sup> S. Mocetti e T. Orlando, *Corruption and personnel selection and allocation in the public sector*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

### Composizione e allocazione della forza lavoro pubblica (1)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Interno, Ministero della Giustizia e Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) Si considerano tutti i lavoratori impiegati in mansioni non manuali e il sottoinsieme dei dirigenti e dei professionisti altamente qualificati (gruppi ISCO 1-5 e 1-2, rispettivamente); le aree con bassi (alti) valori dell'indice di corruzione sono quelle in cui la frequenza (in rapporto agli occupati) dei reati contro la PA commessi da pubblici ufficiali è inferiore (superiore) alla mediana. – (2) Le colonne rappresentano la differenza in anni di istruzione tra i dipendenti del settore pubblico e del settore privato. – (3) Le colonne rappresentano la differenza nel tasso di sottoqualificazione tra i dipendenti del settore pubblico e del settore privato; un lavoratore è considerato sottoqualificato se il suo livello di scolarizzazione è inferiore al 25° percentile della distribuzione della scolarizzazione nella propria professione (secondo la classificazione ISCO a 3 cifre) a livello nazionale.

I decreti in materia di pubblico impiego mirano a migliorare i processi di selezione e di allocazione del personale; a contrastare il precariato; ad accrescere l'efficacia dei sistemi di misurazione e valutazione della performance. Le misure riguardano ambiti rilevanti ma prevedono interventi circoscritti, che in definitiva non modificano l'assetto complessivo. È prevista la stabilizzazione dell'attuale personale precario: riservando a quest'ultimo le assunzioni programmate per i prossimi anni, questa potrebbe ritardare l'introduzione delle innovazioni previste nei processi di reclutamento delle nuove leve. L'efficacia complessiva dei provvedimenti appare inoltre indebolita dai mancati interventi in materia di dirigenza pubblica.

*I contratti pubblici.* – Il codice dei contratti pubblici (D.lgs. 50/2016), entrato in vigore nel 2016, ha determinato una complessiva riforma della disciplina del settore; è stato inoltre recentemente approvato un decreto correttivo (D.lgs. 56/2017) per rimuovere alcune criticità emerse nell'applicazione delle nuove regole. La possibilità, prevista dal decreto correttivo, per le stazioni appaltanti di utilizzare informazioni sull'operato pregresso delle aziende (rating di impresa) a fini di valutazione dell'offerta potrebbe migliorare l'esecuzione dei contratti.

Le imprese di costruzione segnalano ricadute negative nel breve termine connesse con l'adeguamento al nuovo codice (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Per quanto attiene agli effetti di lungo periodo invece prevalgono leggermente i giudizi positivi: in base al sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia nel 2016, la quota di aziende che esprime un'opinione favorevole è maggiore di tre punti percentuali rispetto a quella che riferisce un giudizio negativo.

*La criminalità organizzata.* – Secondo le stime dell’Istat il valore aggiunto generato dalle attività illegali (droga, prostituzione e contrabbando di sigarette) ammontava nel 2014 a quasi 17 miliardi di euro, circa l’1 per cento del PIL. Tali valori si riferiscono solo alle attività che generano un valore aggiunto e che si basano su un mutuo consenso fra i contraenti, escludendo pertanto le attività di tipo redistributivo, come il furto, e quelle coercitive, come l’estorsione. Sono escluse anche altre attività illegali quali la contraffazione, l’usura e il traffico di armi.

La diffusione delle attività illegali, in larga parte gestite dalla criminalità organizzata, genera rilevanti costi indiretti sull’economia legale. Il riciclaggio di proventi criminali impone uno svantaggio competitivo alle imprese che non ne usufruiscono; l’uso di metodi mafiosi scoraggia la concorrenza e l’iniziativa imprenditoriale, deprimendo gli investimenti; i legami corruttivi con la PA condizionano la spesa pubblica, deviandola verso interessi di parte.

L’assenza di certezza dei rapporti contrattuali e di sicurezza dei beni e della persona ha rappresentato un importante freno allo sviluppo economico nelle regioni del Mezzogiorno dove le organizzazioni criminali sono storicamente insediate<sup>2</sup>. Pur conservando i centri decisionali nei luoghi di origine, tali organizzazioni hanno tuttavia espanso la loro attività anche nel Centro Nord, alla ricerca di mercati più remunerativi per impiegare i capitali illeciti. L’infiltrazione nelle imprese legali riduce i livelli di attività di quelle concorrenti e ne aumenta la probabilità di uscita dal mercato (cfr. il riquadro: *Gli effetti economici della diffusione della criminalità organizzata nel Centro Nord*).

#### GLI EFFETTI ECONOMICI DELLA DIFFUSIONE DELLA CRIMINALITÀ ORGANIZZATA NEL CENTRO NORD

Indicazioni oggettive dell’infiltrazione mafiosa a livello di singola impresa non sono disponibili se non a seguito di provvedimenti giudiziari. Tuttavia – incrociando le informazioni contenute nel rapporto del Ministero dell’Interno sulla penetrazione di alcune organizzazioni criminali (in particolare della ’ndrangheta) nel Centro Nord<sup>1</sup> con dati sulle modifiche nella struttura proprietaria e di governance delle imprese – può essere costruito un indicatore che, benché di natura esclusivamente statistica, è utile per condurre analisi empiriche della distribuzione territoriale e settoriale e degli effetti economici di questo fenomeno<sup>2</sup>.

Gli indicatori di infiltrazione della criminalità organizzata così ottenuti segnalerebbero un’incidenza del fenomeno più elevata nel Nord Ovest. Secondo queste elaborazioni, inoltre, il fenomeno interesserebbe principalmente le imprese

<sup>1</sup> Osservatorio sulla criminalità organizzata (a cura di), *Primo rapporto trimestrale sulle aree settentrionali, per la Presidenza della Commissione parlamentare di inchiesta sul fenomeno mafioso*, Università degli Studi di Milano, 2014.

<sup>2</sup> L. Mirenda, S. Mocetti e L. Rizzica, *The real effects of ’ndrangheta: firm-level evidence*, Banca d’Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> P. Pinotti, *The economic costs of organized crime: evidence from southern Italy*, “The Economic Journal”, 125, 586, 2015, pp. F203-F232.

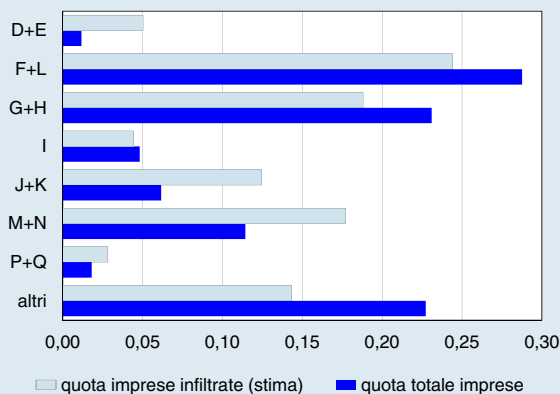
nel settore immobiliare e delle costruzioni (figura); i settori dei servizi di pubblica utilità e dell'intermediazione finanziaria (principalmente money transfer) presenterebbero una quota di imprese infiltrate sul totale delle stesse che è più elevata rispetto al peso dei relativi settori nell'intera economia. Infine le imprese a più alto rischio di infiltrazione sarebbero quelle che hanno subito un calo del fatturato e della redditività, un aumento dell'incidenza degli oneri finanziari e un peggioramento del merito creditizio.

Un incremento degli indicatori di infiltrazione della criminalità si associa nel breve termine a un aumento del fatturato dell'impresa interessata, ma anche a un effetto negativo

sull'attività economica delle altre imprese operanti nello stesso mercato. Il risultato per la singola azienda potrebbe riflettere una mera sovrapproduzione a fini di riciclaggio, oppure indicare un effettivo miglioramento della sua performance dovuto all'immissione di nuovo capitale in un momento di difficoltà finanziaria o alla capacità dell'organizzazione criminale di estorcere rendite attraverso l'uso del potere intimidatorio. Al crescere dell'incidenza delle imprese per cui è alta la probabilità di essere state infiltrate, le aziende concorrenti registrano un significativo calo del fatturato e un aumento del rischio di uscire dal mercato.

Figura

**Distribuzione delle imprese per settore di attività (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group, Infocamere e Ministero dell'Interno.  
(1) L'indicatore di infiltrazione è stato costruito incrociando le informazioni contenute nel rapporto del Ministero dell'Interno sulla penetrazione della 'ndrangheta nel Centro Nord con i dati sulla struttura proprietaria e di governance delle imprese tratti da Infocamere. I settori indicati corrispondono alla classificazione Isic: D+E=servizi di pubblica utilità; F+L=costruzioni e attività immobiliari; G+H=commercio, trasporto e magazzinaggio; I=alloggio e ristorazione; J+K=informazione e comunicazione, attività finanziarie e assicurative; M+N=attività professionali, scientifiche, tecniche, amministrative e di supporto; P+Q=istruzione, sanità e servizi alle famiglie e assistenza sociale; altri=settori residuali.

### 13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2016 la ripresa dell'economia e le condizioni monetarie espansive si sono riflesse positivamente sulla qualità del credito delle banche italiane. Il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto ai prestiti è sceso ai livelli registrati prima della crisi finanziaria; la loro consistenza, ereditata dalla lunga recessione, si riduce gradualmente.

Il credito al settore privato non finanziario ha ripreso a crescere, seppure a ritmi contenuti. All'interno di tale aggregato, i finanziamenti alle famiglie e alle imprese di grandi dimensioni sono aumentati, mentre quelli alle imprese più piccole hanno continuato a diminuire.

La raccolta è lievemente cresciuta; l'aumento del rifinanziamento presso l'Eurosistema e dei depositi da clientela ha compensato il calo della raccolta obbligazionaria.

Il margine operativo è sceso in seguito alla forte contrazione dei ricavi e all'aumento dei costi derivante dall'attuazione dei piani di ristrutturazione; la scelta di alcuni intermediari di aumentare significativamente il grado di copertura dei prestiti deteriorati ha comportato un incremento delle rettifiche di valore e delle perdite complessive per il sistema bancario pari al 5,7 per cento del capitale e delle riserve. Il grado di patrimonializzazione delle banche significative – pressoché raddoppiato negli ultimi dieci anni, ma ancora inferiore di oltre due punti percentuali a quello che si osserva in media per i principali gruppi europei – è rimasto stabile se si tiene conto dell'aumento di capitale realizzato dal gruppo UniCredit nel primo trimestre dell'anno in corso.

Le misure di sostegno pubblico al sistema bancario introdotte alla fine del 2016 hanno consentito a Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca di avvalersi della garanzia pubblica sull'emissione di obbligazioni e di presentare istanza per accedere alla ricapitalizzazione pubblica precauzionale.

Si è completata la cessione a Unione di Banche Italiane (UBI Banca) di tre delle quattro banche ponte costituite a seguito della risoluzione nel novembre del 2015 di quattro banche in amministrazione straordinaria. È stato inoltre stipulato il contratto per la cessione della rimanente banca ponte a Banca Popolare dell'Emilia Romagna (BPER Banca).

È in corso la riforma del settore del credito cooperativo, volta a favorire il rafforzamento patrimoniale delle banche appartenenti a questo comparto. Otto delle dieci banche popolari interessate dalla riforma del 2015 si sono trasformate in società per azioni.

Con il rialzo dei tassi di interesse si è ridotta la raccolta degli investitori istituzionali, dopo la forte crescita degli ultimi due anni. Sono lievemente diminuiti gli utili delle società di gestione del risparmio, mentre la redditività delle compagnie assicurative si è mantenuta in linea con i livelli del 2015.

### *La struttura dell'industria bancaria italiana*

In Italia sono attivi 70 gruppi bancari (che includono 129 banche), 393 banche non appartenenti a gruppi e 82 filiali di banche estere. I gruppi bancari italiani classificati come significativi nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) sono 14; il loro attivo è pari al 74 per cento di quello complessivo. La categoria più numerosa tra le banche non appartenenti a gruppi è quella delle banche di credito cooperativo (BCC; 325), seguite dalle banche costituite in forma di società per azioni (53) e dalle banche popolari (15). Il numero di banche attive alla fine del 2016 si è ridotto di 39 unità rispetto a un anno prima.

Nel 2016 è stata varata una riforma del settore delle BCC<sup>1</sup>. Per effetto delle nuove norme l'appartenenza a un gruppo bancario cooperativo diverrà condizione per ottenere o per mantenere l'autorizzazione a esercitare l'attività bancaria in forma di BCC. Le istanze di costituzione dei gruppi bancari cooperativi dovranno essere presentate entro il 3 maggio 2018<sup>2</sup>. Per le BCC con un patrimonio netto superiore ai 200 milioni è stata prevista la facoltà di non aderire al gruppo cooperativo e trasformarsi in società per azioni, previo il versamento al bilancio dello Stato di una somma pari al 20 per cento del patrimonio netto della banca. Il termine ultimo per l'esercizio di tale facoltà era il 14 giugno scorso; una sola BCC è stata autorizzata al conferimento della propria azienda bancaria a una società per azioni.

La trasformazione in società per azioni delle banche popolari con attivo superiore a 8 miliardi è stata attuata da otto delle dieci banche interessate dalla riforma del 2015<sup>3</sup>. Per le due rimanenti (Banca Popolare di Sondrio e Banca Popolare di Bari) il termine per la trasformazione è stato sospeso in attesa delle decisioni della Corte costituzionale<sup>4</sup>. Due fra le ex popolari di maggiore dimensione (Banco Popolare e Banca Popolare di Milano) hanno deliberato, in concomitanza con la trasformazione, anche la loro fusione societaria, dando origine al terzo gruppo bancario italiano per dimensione (Banco BPM), operativo dal 1° gennaio di quest'anno.

Il 10 maggio scorso si è perfezionata la cessione a UBI Banca di Nuova Banca delle Marche, Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio e Nuova Cassa di Risparmio di Chieti. Nel marzo 2017 è stato stipulato il contratto per la cessione di Nuova

<sup>1</sup> DL 18/2016 convertito, con modificazioni, dalla L. 49/2016.

<sup>2</sup> Fino a questo momento sono pervenute le candidature a costituirsi come capo di un gruppo cooperativo da parte di ICCREA, Cassa Centrale Banca e Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige.

<sup>3</sup> DL 3/2015 convertito, con modificazioni, dalla L. 33/2015 e le relative disposizioni attuative della Banca d'Italia.

<sup>4</sup> Nel dicembre 2016 il Consiglio di Stato ha investito la Corte costituzionale di alcune questioni di costituzionalità della riforma e ha sospeso in via cautelare il termine (fissato dalla legge al 27 dicembre 2016) per la trasformazione in società per azioni e alcune parti delle disposizioni attuative, come stabilito dallo stesso Consiglio di Stato nelle proprie ordinanze. I ricorsi pendenti non mettono in discussione le trasformazioni già deliberate e perfezionate.

Carife a BPER Banca<sup>5</sup>. Le quattro banche ponte erano state costituite a seguito della risoluzione della crisi di quattro banche in amministrazione straordinaria (Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti e Cassa di Risparmio di Ferrara; cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali* nella *Relazione annuale* sul 2015).

La risoluzione delle quattro banche si è basata sulle norme introdotte nell'ordinamento italiano per recepire la direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD; cfr. il riquadro: *Il regime di risoluzione delle banche nell'Unione europea e negli Stati Uniti*).

## IL REGIME DI RISOLUZIONE DELLE BANCHE NELL'UNIONE EUROPEA E NEGLI STATI UNITI

A seguito della crisi finanziaria, sia in Europa sia negli Stati Uniti sono state adottate riforme del quadro normativo in materia di gestione delle crisi degli intermediari<sup>1</sup>. Entrambe sono in linea con i *Key Attributes of Effective Resolution Regimes* del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), ma differiscono tra loro su aspetti importanti.

Nel complesso, negli Stati Uniti vi è maggiore flessibilità nell'uso degli strumenti di risoluzione e un più ampio accesso a fonti di finanziamento pubblico, seppure temporaneo. Ciò consente di gestire le crisi in modo da minimizzare la distruzione di valore e contenere gli effetti sulla stabilità finanziaria.

**Fonti di finanziamento e strumenti di risoluzione.** In Europa il finanziamento della risoluzione fa leva pressoché unicamente sul salvataggio interno (*bail-in*). La possibilità di utilizzare fondi pubblici è fortemente limitata e gli orientamenti della Commissione europea in materia di aiuti di Stato riducono ulteriormente i margini di intervento. In particolare l'uso degli strumenti di stabilizzazione pubblica (la nazionalizzazione temporanea e la ricapitalizzazione pubblica) e dello stesso fondo di risoluzione sono soggetti a condizioni stringenti: tra queste, l'applicazione del *bail-in* a passività che rappresentino almeno l'8 per cento del totale. Ogni intervento pubblico, inclusi gli interventi dei sistemi di garanzia dei depositi che nell'interpretazione della Commissione sono qualificati come aiuti di Stato, comporta di per sé l'avvio della risoluzione, con alcune limitate eccezioni: tra queste, le ricapitalizzazioni precauzionali soggette comunque a condizioni molto restrittive e al principio di condivisione degli oneri con azionisti

<sup>1</sup> In Europa la direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), insieme agli orientamenti della Commissione europea sugli aiuti di Stato, definisce il regime di risoluzione delle banche. Negli Stati Uniti il Dodd-Frank Act del 2010 ha introdotto un regime di risoluzione per le capogruppo bancarie e per gli intermediari finanziari grandi e complessi. La nuova disciplina integra quella esistente relativa alle altre banche.

<sup>5</sup> Lo schema dell'operazione prevede la cessione della banca ponte a un prezzo figurativo di 1 euro, previo aumento di capitale da parte del Fondo nazionale di risoluzione in favore della stessa e lo scorporo parziale di crediti in sofferenza e di inadempienze probabili; è inoltre previsto il rilascio nei confronti del cessionario di talune garanzie (cfr. *Rendiconto del Fondo nazionale di risoluzione* sul 2016).

e creditori subordinati (*burden sharing*). L'utilizzo degli strumenti di risoluzione, come la banca ponte (*bridge bank*), la *bad bank*<sup>2</sup> e le cessioni di attività e passività, deve avvenire nel rispetto della disciplina sugli aiuti di Stato, diretta a evitare distorsioni competitive; per esempio la banca ponte, che opera in concorrenza con altre banche, è soggetta a limitazioni operative; inoltre, a essa è richiesto il rispetto dei requisiti minimi di capitale e delle altre regole prudenziali previste per le banche.

Anche negli Stati Uniti sono fissati limiti all'intervento pubblico: la legislazione contiene un espresso divieto di salvataggio mediante l'impiego di fondi pubblici (*bail-out*); la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) non può fornire assistenza finanziaria al di fuori della risoluzione; la possibilità di ricapitalizzazioni pubbliche è esclusa. Per finanziare la risoluzione il Tesoro può tuttavia erogare prestiti al Fondo di liquidazione ordinata (in caso di intermediari a rilevanza sistemica) o al Fondo di assicurazione dei depositi (nel caso delle altre banche), da recuperare attraverso la cessione delle attività dell'intermediario in risoluzione e, se necessario, facendo ricorso a prelievi ex post a carico dei creditori e del sistema bancario<sup>3</sup>. A differenza di quanto previsto in Europa, l'utilizzo dei fondi non è soggetto a soglie minime di perdite da imporre ai creditori. L'uso degli strumenti di risoluzione è più flessibile; ad esempio, la banca ponte può operare senza alcun capitale, o con il capitale che la FDIC a sua discrezione ritiene adeguato, oppure con i fondi che la FDIC stessa può rendere disponibili.

**Banche non a rilevanza sistemica.** In Europa il ricorso agli strumenti di risoluzione è ammesso solo per finalità di interesse pubblico, ossia quando ciò sia necessario per proteggere la stabilità finanziaria, i depositanti e i contribuenti; è peraltro ancora incerto come questo criterio verrà applicato in concreto dall'Autorità europea di risoluzione. In tutti gli altri casi l'intermediario è sottoposto a liquidazione secondo le norme nazionali. Negli Stati Uniti le banche non a rilevanza sistemica sono invece escluse dalle procedure di insolvenza ordinaria e soggette a una procedura speciale gestita dalla FDIC, che dispone di poteri analoghi a quelli previsti per la risoluzione degli intermediari finanziari sistemici<sup>4</sup>.

In Europa i sistemi di garanzia dei depositanti possono ricorrere a interventi alternativi al rimborso dei depositi (ad es. il sostegno alla realizzazione di cessioni di attività e passività) solo se per il sistema di garanzia questi interventi risultano meno costosi rispetto al rimborso. Poiché sulla base della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) i sistemi di garanzia hanno la priorità nel riparto dei proventi della liquidazione rispetto agli altri creditori (*depositor preference*), il rimborso dei depositanti tende quasi sempre a essere meno costoso rispetto a interventi

<sup>2</sup> La *bridge bank* è un'entità, cui sono trasferite temporaneamente le attività e passività, costituita e gestita dalle autorità per preservare la continuità dei servizi finanziari essenziali, in vista di una successiva vendita sul mercato; la *bad bank* è un veicolo cui sono trasferite le attività deteriorate allo scopo di gestirne la liquidazione.

<sup>3</sup> FMI, *United States: Financial Sector Assessment Program Review of the Key Attributes of Effective Resolution Regimes for the Banking and Insurance Sectors. Technical Note*, IMF Country Report, 15/171, luglio 2015.

<sup>4</sup> Agli intermediari finanziari sistemici, soggetti al Dodd-Frank Act, si applica la risoluzione nel caso in cui la liquidazione secondo le procedure ordinarie determini gravi rischi per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti.

alternativi e verrà dunque scelto anche quando questi dovessero minimizzare il costo complessivo della crisi<sup>5</sup>.

Negli Stati Uniti la FDIC è invece chiamata sia a minimizzare i propri oneri sia a massimizzare il valore a beneficio dei creditori. Pur in presenza della *depositor preference* e del criterio del minore costo, la possibilità di ricorrere al fondo di assicurazione dei depositi per fornire la liquidità necessaria a sostenere la risoluzione permette alla FDIC di scegliere l'opzione che preserva maggiore valore per i creditori. L'obiettivo di minimizzare il costo può inoltre essere derogato qualora implichi effetti negativi rilevanti sulle condizioni economiche o sulla stabilità finanziaria e vi siano alternative che eviterebbero o attenuerebbero tali effetti (*systemic risk exception*)<sup>6</sup>. In generale negli Stati Uniti le regole della concorrenza devono essere applicate tenendo conto delle specificità del settore bancario e delle potenziali implicazioni per il rischio sistemico e la stabilità finanziaria<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Il Fondo monetario internazionale ritiene che l'interpretazione del criterio del minor costo vigente in Europa renda molto difficile realizzare le cessioni di attività e passività e invita le autorità europee a riconsiderare questo aspetto del quadro normativo (cfr. FMI, *Ireland: Financial Sector Assessment Program Technical Note. Financial Safety Net, Bank Resolution, and Crisis Management*, IMF Country Report, 16/313, settembre 2016).

<sup>6</sup> La deroga è concessa dal Segretario al Tesoro, su raccomandazione della FDIC e del Board of Governors del Federal Reserve System.

<sup>7</sup> I. Angeloni e N. Lenihan, *Competition and state aid rules in the time of the Banking Union*, in E. Faia, A. Hackethal, M. Haliassos, K. Langenbucher (a cura di), *Financial regulation: a transatlantic perspective*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2015, pp. 89-123.

Le banche hanno continuato a riorganizzare la rete di sportelli e i canali distributivi al fine di recuperare efficienza. Lo scorso anno il numero di sportelli bancari è sceso del 4,1 per cento, a circa 29.000 unità (del 15,0 per cento rispetto al 2008). La diminuzione, in atto da tempo per gli intermediari maggiori, si osserva per le banche più piccole a partire dal 2013. Il numero di sportelli bancari ogni 10.000 abitanti, pari nel 2015 a 5,0, è più elevato rispetto alla media dell'area dell'euro (4,6), ma più basso che in Spagna (6,7) e in Francia (5,6)<sup>6</sup>.

Nel 2016 è proseguita la diffusione dei canali distributivi digitali; alla fine dell'anno il 62 per cento delle famiglie poteva accedere al proprio conto di deposito attraverso questa modalità e il 54 per cento poteva effettuare funzioni dispositive (59 e 51 per cento, rispettivamente, alla fine del 2015). Le risposte degli intermediari che hanno partecipato all'Indagine regionale sul credito bancario condotta all'inizio del 2017 dalle Filiali della Banca d'Italia indicano che tutte le banche utilizzano i canali digitali per i servizi di pagamento e quasi la metà per quelli di gestione del risparmio; soltanto un numero limitato di intermediari concede credito al consumo (17 per cento) e mutui alle famiglie (8 per cento) mediante questi canali.

Alla fine del 2016 circa il 30 per cento degli intermediari aveva avviato progetti per sfruttare le informazioni destrutturate già disponibili nelle procedure aziendali (big data interni) per migliorare l'interazione con la clientela. Nella quasi totalità dei casi queste informazioni sono state utilizzate per fini commerciali, ad esempio per organizzare le

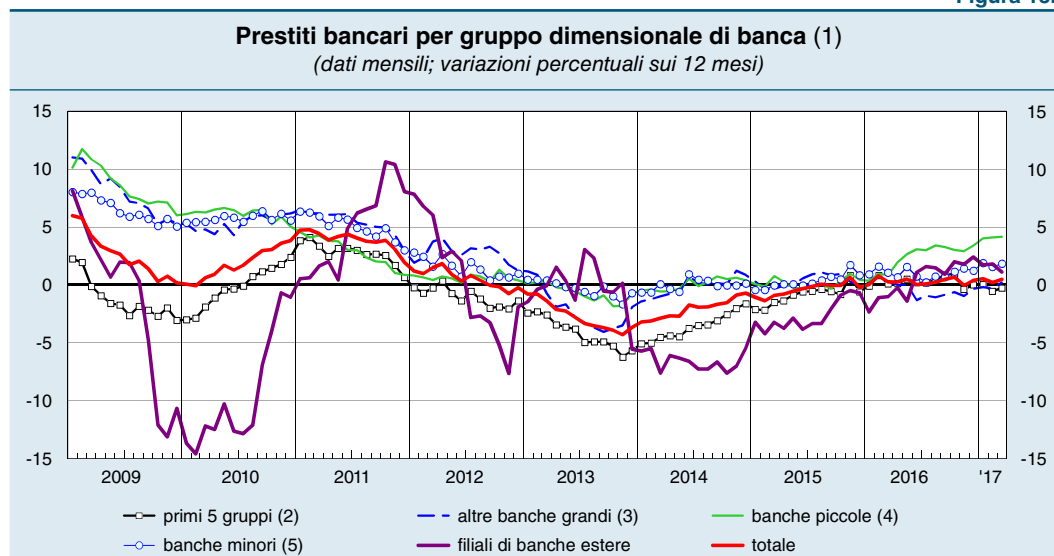
<sup>6</sup> Elaborazioni su dati BCE, *Report on financial structures*, ottobre 2016.

informazioni sulle abitudini della clientela allo scopo di proporre offerte commerciali e di migliorare le strategie di vendita congiunta di prodotti differenti. Per il 70 per cento degli intermediari che non hanno ancora avviato questi progetti, il principale ostacolo è rappresentato dalla insufficiente disponibilità di risorse tecnologiche, umane e finanziarie.

### Le attività

*Il credito.* – Nel 2016 e nei primi mesi dell'anno in corso i prestiti erogati dalle banche hanno ristagnato (fig. 13.1) pur in presenza di condizioni di offerta generalmente favorevoli, come rilevato dall'indagine trimestrale sul credito condotta dall'Eurosistema presso le banche italiane. Questo andamento è il risultato del calo del credito alle Amministrazioni pubbliche (-3,7 per cento nei dodici mesi terminati in dicembre), in parte compensato dalla crescita di quello al settore privato non finanziario (1,0 per cento).

Figura 13.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2017 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 2017 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. 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*. – (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.

I bassi tassi di interesse e l'aumento del reddito disponibile hanno sostenuto la domanda di finanziamenti da parte delle famiglie: sia la crescita dei mutui (2 per cento), sia quella del credito al consumo (8,7 per cento) sono state più elevate che nel 2015 (0,4 e 5,2 per cento; cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*).

Nel 2016 il credito alle imprese si è stabilizzato (0,2 per cento in dicembre), dopo la prolungata contrazione in atto dal 2012.

L'andamento del credito alle imprese rimane differenziato: i finanziamenti alle aziende di grande dimensione sono cresciuti dello 0,7 per cento, mentre quelli alle imprese

di piccola dimensione sono ancora in calo, del 2,1 per cento (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Il differenziale di crescita persiste anche se si escludono i debitori insolventi, nei confronti dei quali il credito diminuisce fisiologicamente. Restringendo l'analisi ai debitori che non hanno crediti deteriorati, i prestiti sono aumentati di oltre il 4 per cento per le imprese medio-grandi, mentre sono lievemente scesi per quelle piccole (fig. 13.2).

*I titoli.* – Nel 2016 i titoli detenuti dalle banche italiane diversi da quelli emessi da banche sono diminuiti dell'1,7 per cento, a poco più di 500 miliardi. Alla fine dello scorso anno 424 miliardi erano obbligazioni di emittenti sovrani; di queste, i titoli di emittenti italiani ammontavano a oltre 380 miliardi.

Il peso dei titoli di Stato sulle attività delle banche si è ridotto. Gli acquisti netti di titoli emessi dai governi di altri paesi dell'area dell'euro, pari a 8 miliardi e concentrati su obbligazioni spagnole e tedesche, non hanno interamente compensato le cessioni di titoli di Stato e di altre Amministrazioni pubbliche italiane, pari a circa 12 miliardi.

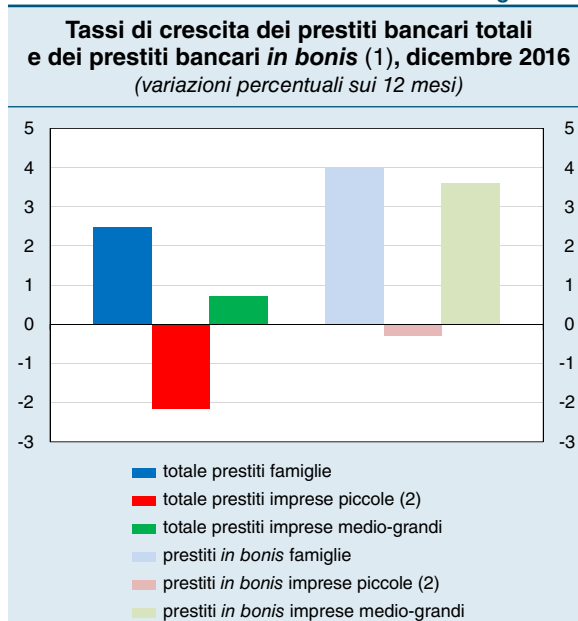
Nel marzo di quest'anno la quota di titoli pubblici italiani sul totale delle attività risultava pari al 10,3 per cento, un valore più che doppio rispetto a quello della fine del 2010. L'incidenza per gli intermediari piccoli e minori è superiore al 22 per cento, mentre per i primi cinque gruppi bancari è pari al 7 per cento (alla fine del 2010 era pari, rispettivamente all'8,8 e al 4,2 per cento).

### *I crediti deteriorati*

L'alta incidenza dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche italiane è conseguenza della prolungata e profonda recessione, che ha fortemente indebolito molte imprese e generato elevati flussi di insolvenze<sup>7</sup>; nonostante il miglioramento

<sup>7</sup> Sugli effetti sull'andamento delle sofferenze bancarie delle due recessioni che hanno colpito l'economia italiana dal 2008 si confronti A. Notarpietro e L. Rodano, *The evolution of bad debts in Italy during the global financial crisis and the sovereign debt crisis: a counterfactual analysis*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 350, 2016; relativamente all'impatto dei crediti deteriorati sull'offerta di credito, si rimanda a M. Accornero, P. Alessandri, L. Carpinelli e A.M. Sorrentino, *Non-performing loans and the supply of bank credit: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 374, 2017.

Figura 13.2



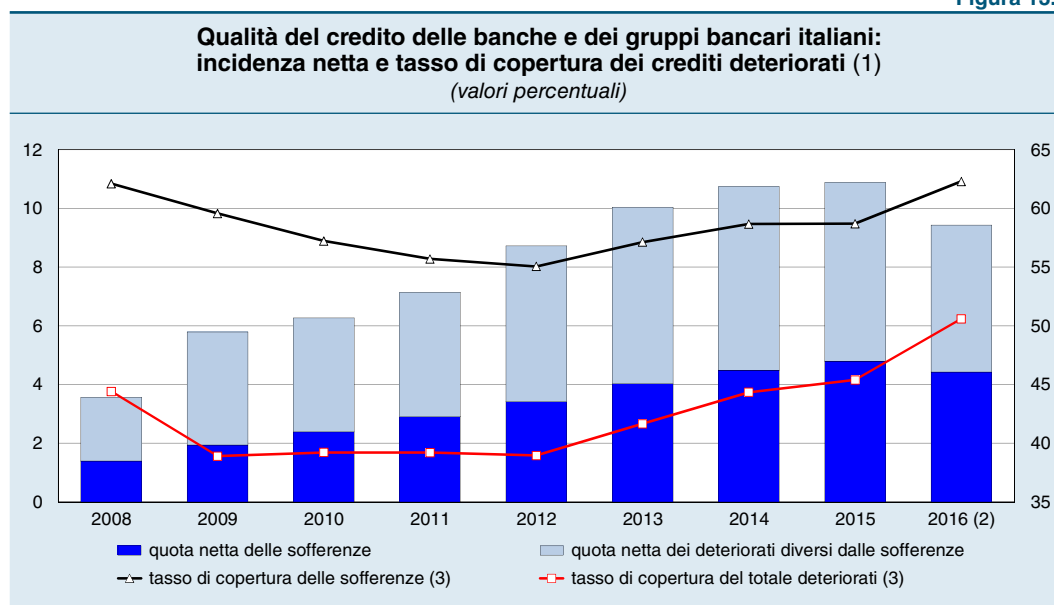
Fonte: segnalazioni di vigilanza e centrale dei rischi.  
(1) Esposizioni *in bonis* a dicembre del 2015 che nell'arco dei 12 mesi considerati non hanno registrato segnali di deterioramento. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, 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 con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

della congiuntura, che si è riflesso in una diminuzione dei nuovi prestiti deteriorati, la consistenza di questi attivi si mantiene elevata anche a causa della durata delle procedure di recupero dei crediti.

Nel 2016 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei crediti è diminuito di un punto percentuale, al 2,7 per cento, un valore inferiore a quello del 2008 (3,0 per cento). Nel primo trimestre del 2017 il tasso di deterioramento del credito nei confronti di famiglie e imprese, su base annua e al netto dei fattori stagionali, è rimasto sostanzialmente stabile.

Nel 2016 la consistenza dei crediti deteriorati, al netto delle rettifiche di valore, si è ridotta di 24 miliardi, a 173. La loro incidenza sul totale dei crediti verso la clientela è diminuita, dal 10,8 al 9,4 per cento (fig. 13.3). Dei 173 miliardi di esposizioni deteriorate nette, 81, pari al 4,4 per cento del totale del credito bancario, erano classificati in sofferenza.

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. A differenza di quanto indicato nei precedenti numeri di questa pubblicazione includono anche le "attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione". 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.

Al calo delle consistenze lorde hanno contribuito cessioni di posizioni in sofferenza per circa 8 miliardi, un miliardo in più rispetto al 2015. La riduzione di quelle nette ha beneficiato del significativo incremento dei tassi di copertura. Alcuni intermediari stanno definendo operazioni per importi rilevanti; tra questi, UniCredit prevede di cedere sul mercato 17,7 miliardi di sofferenze lorde (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

Il tasso di copertura dei crediti deteriorati, misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare delle esposizioni deteriorate lorde, è aumentato di circa cinque punti percentuali, al 50,6 per cento (45,4 alla fine del 2015); quello delle sole sofferenze è cresciuto di quasi quattro punti percentuali, al 62,4 per cento. Una parte rilevante

delle rettifiche è stata effettuata dal gruppo UniCredit ai fini della cessione di sofferenze prevista nel piano di rafforzamento del gruppo.

I tassi di recupero sulle sofferenze realizzati dalle banche italiane nel periodo 2006-2015 sono coerenti con i valori dei tassi di copertura risultanti dai bilanci degli intermediari. I recuperi conseguiti sulle posizioni chiuse in via ordinaria sono inoltre significativamente superiori a quelli registrati sulle posizioni cedute sul mercato a investitori specializzati (cfr. il riquadro: *I tassi di recupero delle sofferenze*).

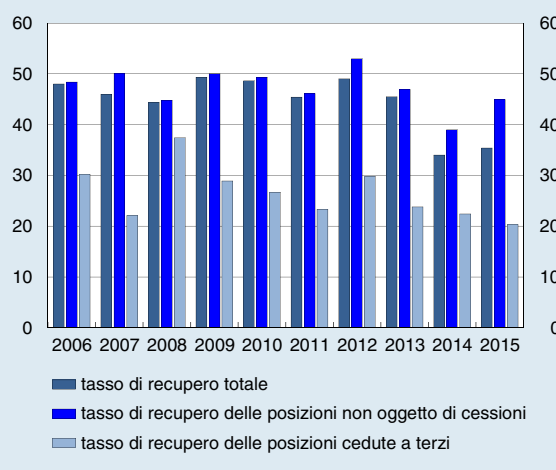
## I TASSI DI RECUPERO DELLE SOFFERENZE

La scarsità di dati pubblici affidabili sui tassi di recupero dei crediti bancari in sofferenza genera incertezza tra gli operatori e tende a riflettersi negativamente sulla valutazione di questa tipologia di crediti. Per colmare in parte questa carenza, la Banca d'Italia ha dapprima condotto un'indagine campionaria sulle procedure di recupero dei crediti alle imprese<sup>1</sup> e, recentemente, prodotto uno studio dei tassi di recupero dei crediti in sofferenza censiti dalla Centrale dei rischi<sup>2</sup>. Le analisi condotte per il decennio 2006-2015 mostrano che il tasso medio di recupero conseguito dalle banche nel periodo considerato è stato pari al 43 per cento (figura), cui corrisponde il 57 per cento di perdite, valore in linea con il tasso medio di copertura dei crediti in sofferenza risultante nei bilanci bancari alla fine del periodo (59 per cento a dicembre 2015); i recuperi conseguiti sulle posizioni chiuse in via ordinaria sono inoltre significativamente superiori a quelli registrati sulle posizioni cedute sul mercato.

Nel biennio 2014-15 le percentuali di recupero si sono ridotte al 35 per cento; sul calo ha influito l'incremento delle posizioni chiuse attraverso la cessione in blocco a investitori specializzati, per le quali il tasso medio di recupero è più basso (23 per cento a fronte del 47 per le posizioni chiuse in via ordinaria). I prezzi di cessione sul

Figura

**Tasso di recupero delle posizioni in sofferenza per anno di chiusura della posizione**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi.

<sup>1</sup> L. Carpinelli, G. Cascarino, S. Giacomelli e V. Vacca, *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 311, 2016.

<sup>2</sup> F. Ciochetta, F.M. Conti, R. De Luca, I. Guida, A. Rendina e G. Santini, *I tassi di recupero delle sofferenze*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e di vigilanza, 7, 2017; in questo lavoro i tassi di recupero sono calcolati come rapporto tra il controvalore attualizzato dei recuperi (incassi conseguiti sino alla chiusura della posizione) e l'esposizione del debitore al momento del passaggio a sofferenza.

mercato rispecchiano i tassi di rendimento molto alti richiesti dagli investitori<sup>3</sup> e i lunghi tempi di recupero.

I tassi di recupero dei crediti assistiti da garanzie reali, pari al 55 per cento nella media del periodo 2006-2015, sono stati di quasi 20 punti percentuali più elevati di quelli registrati sulle altre posizioni. Nel 2006 la quota dei crediti in sofferenza assistiti da garanzia reale è pressoché raddoppiata (dal 25 al 46 per cento nel 2015), riflettendo l'atteggiamento di crescente cautela adottato dalle banche nel corso della crisi economica.

I tassi di recupero sono più elevati quando gli intermediari riescono a completare più rapidamente le procedure di recupero. Vi è inoltre un'elevata dispersione delle percentuali di recupero tra le banche.

I risultati indicano che gli intermediari hanno margini per rafforzare l'efficienza dei processi interni di gestione e di recupero dei crediti deteriorati, individuando la migliore strategia – gestione interna, affidamento a operatori esterni, cessione sul mercato – al fine di massimizzarne il valore. Emergono, in particolare, carenze nella disponibilità di adeguati sistemi informativi. Dallo scorso anno la Banca d'Italia chiede alle banche di compilare una segnalazione statistica sulle singole posizioni in sofferenza per migliorare le basi informative, condizione indispensabile per una efficace gestione delle sofferenze. Una gestione attiva è opportuna, ma l'adozione generalizzata di politiche di cessione dei crediti deteriorati comporterebbe un trasferimento di valore dalle banche in favore degli investitori attivi su questo mercato. Va in questa direzione la guida in materia di crediti deteriorati recentemente pubblicata dal Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM), che sollecita le banche ad adottare una politica di gestione attiva di queste posizioni, indicando le migliori prassi al riguardo<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> L.G. Ciavoliello, F. Ciocchetta, EM. Conti, I. Guida, A. Rendina e G. Santini, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 3, 2016.

<sup>4</sup> BCE, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, marzo 2017.

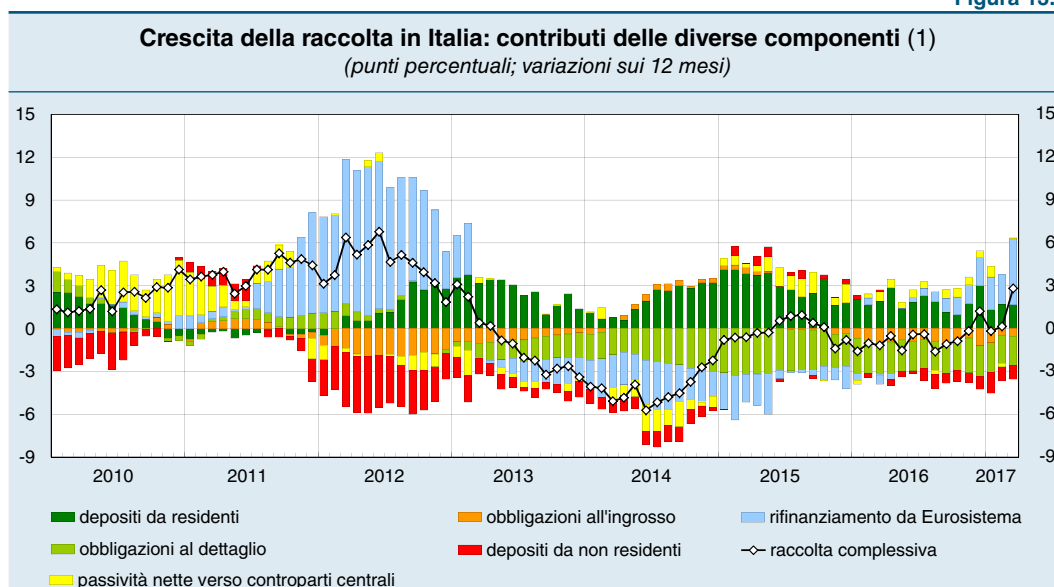
## La raccolta

Nel 2016 la raccolta delle banche italiane è aumentata dell'1,2 per cento (fig. 13.4); la riduzione della provvista all'ingrosso è stata più che compensata dall'aumento dei depositi al dettaglio e da quello del rifinanziamento presso l'Eurosistema. Il costo della raccolta ha continuato a diminuire, beneficiando della politica monetaria espansiva e del calo della provvista obbligazionaria.

Il rifinanziamento presso l'Eurosistema è aumentato del 29 per cento: alla fine dell'anno rappresentava l'8,7 per cento della raccolta (il 6,8 alla fine del 2015). L'aumento è principalmente attribuibile all'ampio ricorso, nella seconda metà dell'anno, alla seconda serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2).

Le banche hanno ridotto la raccolta all'ingrosso, il cui costo è maggiore rispetto a quello del rifinanziamento presso la banca centrale. La contrazione ha interessato sia i depositi da non residenti, sia le obbligazioni collocate presso banche e investitori istituzionali. In particolare il mancato rinnovo di obbligazioni non garantite ha determinato una flessione nelle emissioni nette di 20 miliardi. Nel 2016 l'incidenza delle obbligazioni all'ingrosso sulla raccolta complessiva è scesa di un punto percentuale, al 7,4 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 variazione sui 12 mesi dei depositi da residenti terminanti in novembre 2015 potrebbe riflettere gli effetti della diversa scadenza fiscale per i versamenti in autotassazione, fissata nel 2015 al 30 novembre e nel 2014 al 1° dicembre.

Il lieve aumento della raccolta al dettaglio (1,2 per cento) è attribuibile ai depositi (5,1 per cento); è proseguita la riduzione delle obbligazioni detenute dalle famiglie, la cui quota sul totale della raccolta è scesa al 6,8 per cento, dal 15,6 del 2011. Circa il 15 per cento delle obbligazioni detenute da famiglie alla fine nel 2016 erano obbligazioni subordinate.

La quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) continua a ridursi: nel dicembre 2016 essa era scesa al 6,1 per cento, 2,6 punti percentuali in meno rispetto a dodici mesi prima (13 punti percentuali in meno rispetto al 2008). La diminuzione è riconducibile alla crescita ancora debole del credito.

Il costo medio della raccolta, pari allo 0,39 per cento nel dicembre 2016, 0,21 punti in meno rispetto alla fine del 2015, ha raggiunto un valore storicamente molto basso. Il tasso medio corrisposto sui depositi è diminuito dallo 0,37 allo 0,25 per cento; il costo medio del finanziamento interbancario, che alla fine del 2016 registrava passività nette verso l'estero pari a 117 miliardi, è negativo dalla metà del 2015.

La raccolta complessiva nel marzo 2017 era superiore del 2,8 per cento, rispetto a dodici mesi prima. L'incremento è stato guidato da un ulteriore aumento del rifinanziamento presso l'Eurosistema, in connessione con la quarta operazione

TLTRO2. All'interno della raccolta complessiva, quella al dettaglio è diminuita dello 0,5 per cento: la contrazione delle obbligazioni non è stata compensata dall'espansione dei depositi. La componente all'ingrosso si è ridotta del 5,9 per cento.

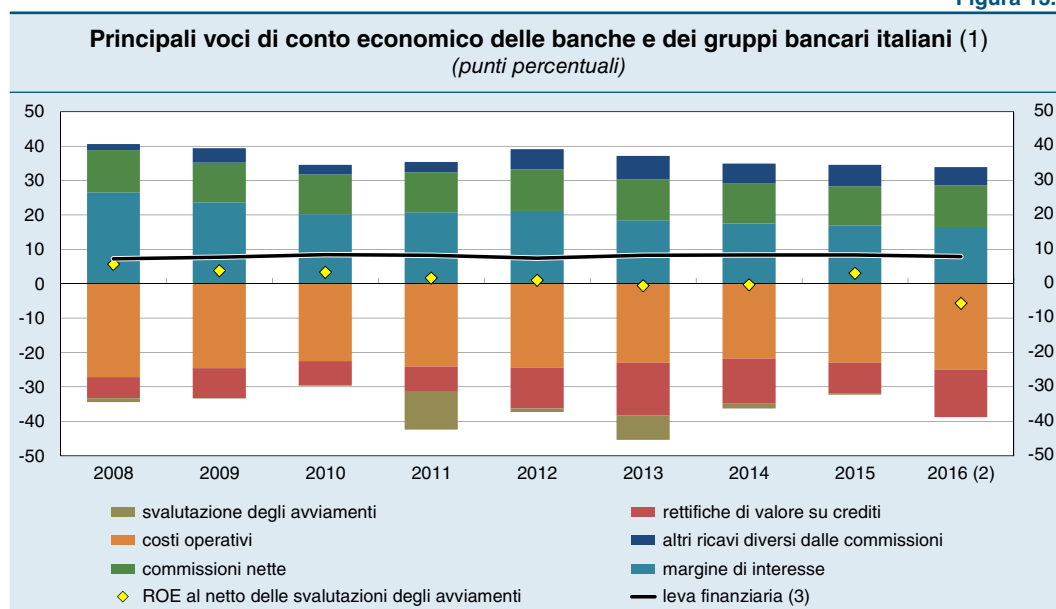
### La redditività e il patrimonio

Nel 2016 il risultato di gestione delle banche e dei gruppi italiani è diminuito di circa un quarto, principalmente a causa del calo dei ricavi. Si sono ridotti sia il margine di interesse sia gli altri ricavi. Il differenziale tra rendimenti attivi e passivi è sceso di un decimo di punto, all'1,1 per cento (2,0 per cento nel 2008), soprattutto per effetto di una contrazione dei rendimenti netti sui finanziamenti alle famiglie e alle imprese, i cui volumi sono rimasti stabili. La riduzione non è stata interamente controbilanciata dalla ricomposizione delle passività onerose verso le componenti meno costose, come i depositi da clientela. I ricavi da commissioni connessi con i servizi di investimento e di risparmio gestito si sono ridotti del 25 per cento rispetto al picco dello scorso anno.

I costi operativi sono cresciuti del 2,5 per cento e la loro incidenza sul margine di intermediazione è salita al 73,6 per cento (66,4 alla fine del 2015); l'aumento è dipeso dagli oneri di natura straordinaria connessi con i piani di incentivazione intrapresi dai principali gruppi per ridurre il numero dei dipendenti.

Le rettifiche di valore su crediti sono cresciute del 47,4 per cento e il loro ammontare è stato pari a 1,5 volte il risultato di gestione (0,8 volte nel 2015). La scelta di alcuni intermediari di aumentare significativamente il grado di copertura dei prestiti deteriorati ha influito sul rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) che, al netto delle svalutazioni sugli avviamenti, è stato negativo per 5,7 punti percentuali (nel 2015 era stato positivo per 3,1; fig. 13.5).

Figura 13.5



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.

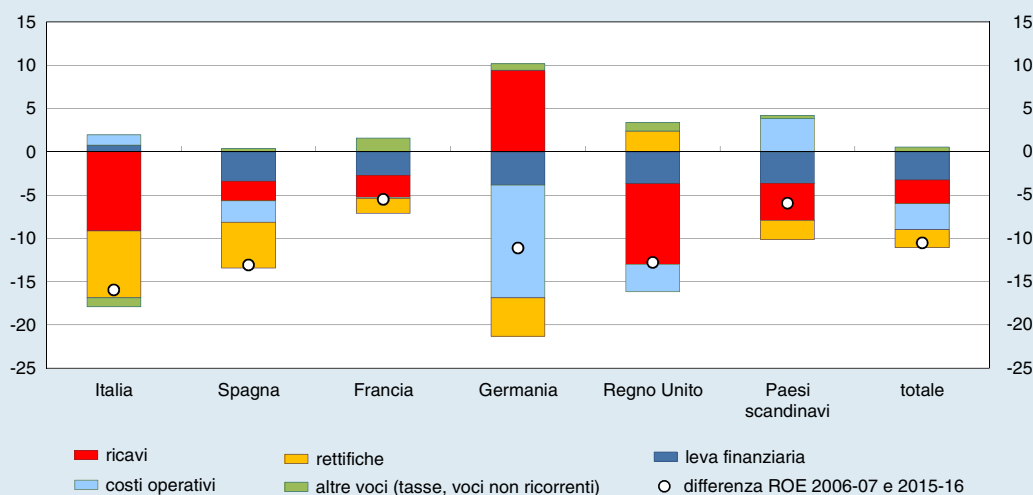
Il calo della redditività è stato comune ai sistemi bancari dei paesi europei; dal confronto internazionale emerge tuttavia che i fattori rilevanti sono diversi a seconda del modello di attività prevalente (cfr. il riquadro: *La redditività delle principali banche europee e italiane*).

## LA REDDITIVITÀ DELLE PRINCIPALI BANCHE EUROPEE E ITALIANE

Con la crisi finanziaria la redditività delle banche europee è fortemente diminuita. Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) di 61 grandi intermediari<sup>1</sup> per i quali si dispone di dati dal 2006 al 2016 è sceso in media di oltre dieci punti percentuali, dal 14 per cento nel biennio 2006-07 al 3,4 del biennio 2015-16, seppure con un'ampia varianza tra paesi. Il calo è da ricondursi principalmente alla diminuzione del rendimento medio degli attivi (*return on assets*, ROA); per circa un terzo vi ha contribuito anche la riduzione della leva finanziaria (rapporto tra attività e somma di capitale e riserve), connessa con il rafforzamento patrimoniale delle banche (figura).

Figura

Contributi alla riduzione del ROE tra gli anni 2006-2007 e 2015-16 (1)  
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati SNL Financial.

(1) Il contributo della variazione del *return on assets* (ROA) è pari alla somma algebrica dei contributi di ricavi, costi operativi, rettifiche di valore e altre voci.

Per gli intermediari con una rilevante attività sui mercati finanziari, ai quali fa capo un'elevata quota degli attivi del settore bancario in Germania, nel Regno Unito e in Francia, la contrazione dei profitti si è concentrata negli anni immediatamente successivi alla crisi finanziaria ed è stata in seguito parzialmente riassorbita. Per le banche che svolgono in prevalenza attività di finanziamento a famiglie e imprese, il ROE è diminuito inizialmente in misura inferiore, ma ha continuato a peggiorare

<sup>1</sup> Banche incluse dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) nel campione *Risk Dashboard. Data as of Q4 2016* per le quali si dispone di dati dal 2006 al 2016. Il campione chiuso considerato include 61 gruppi bancari di cui 14 italiani, 5 spagnoli, 5 francesi, 16 tedeschi, 9 del Regno Unito e 12 dei Paesi scandinavi (Svezia, Norvegia, Finlandia, Danimarca).

anche dopo il 2009, in special modo in Italia e in Spagna dove la fase recessiva si è protratta.

La riduzione del rendimento degli attivi è stata determinata da una pluralità di fattori, ciascuno dei quali ha inciso in misura differenziata tra intermediari e tra paesi. La diminuzione dei ricavi è stata di intensità diversa tra paesi e non ha interessato le banche con sede in Germania. L'aumento dei costi operativi, sempre in rapporto agli attivi, ha avuto un peso rilevante nel Regno Unito<sup>2</sup>, in Spagna e soprattutto in Germania, dove ha riflesso principalmente l'aumento delle spese legali e i costi di adeguamento alla regolamentazione<sup>3</sup>. Nei Paesi scandinavi la riduzione dei ricavi è stata in parte compensata da quella dei costi operativi.

Per i gruppi bancari italiani considerati il calo del valore medio del ROE è stato di entità maggiore rispetto a quello del resto del campione; la flessione è riconducibile soprattutto alla profondità e alla durata della fase recessiva, che ha determinato sia una contrazione dei ricavi sia un aumento delle rettifiche di valore più ampi<sup>4</sup>.

Con la ripresa dell'economia i tassi di insolvenza in Italia si sono riavvicinati a quelli medi antecedenti la crisi. Se anche le rettifiche di valore si riportassero su quei livelli, a parità di altre condizioni, il ROE medio delle banche italiane incluse nel campione salirebbe intorno al 6 per cento<sup>5</sup>, al di sopra del livello dell'ultimo biennio, pari a -3,9 per cento, ma al di sotto del 12 per cento registrato nel 2006-07. Un ulteriore innalzamento della redditività richiederebbe un aumento dei ricavi accompagnato da significativi incrementi di efficienza.

<sup>2</sup> Bank of England, *Financial Stability Report*, 39, 2016.

<sup>3</sup> Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, 68, 9, 2016.

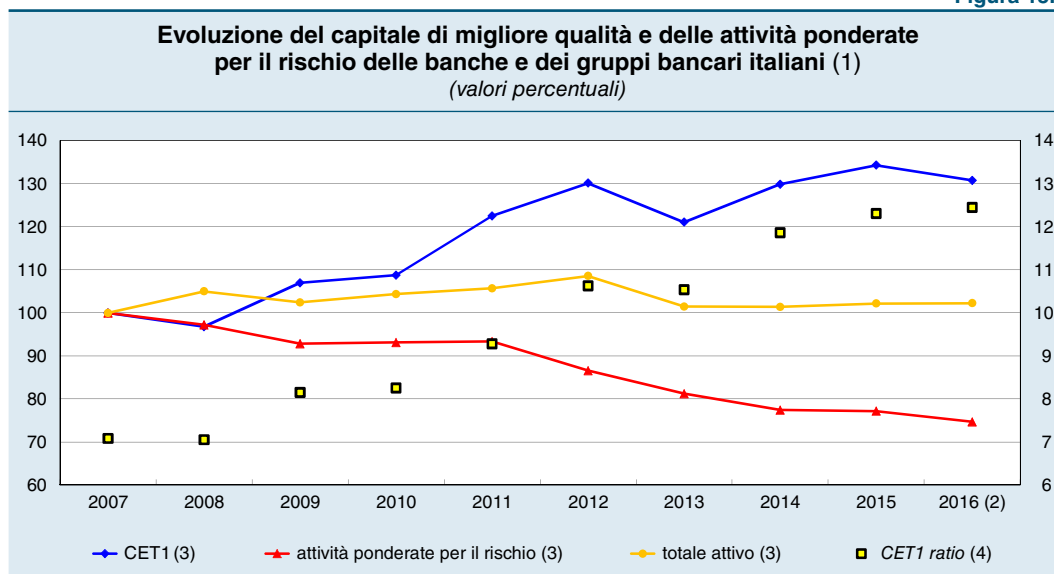
<sup>4</sup> Il contributo della congiuntura negativa al calo della redditività delle banche italiane è evidenziato in U. Albertazzi, A. Notarpietro e S. Siviero, *An inquiry into the determinants of the profitability of Italian banks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 364, 2016.

<sup>5</sup> Per l'insieme delle banche italiane incluse nel campione le rettifiche di valore sul totale degli attivi nel biennio 2006-07 sono state pari a 0,29 punti percentuali, contro lo 0,8 del biennio 2015-16. Per ricavare una stima dell'utile netto a partire dal risultato operativo netto (ricavi meno costi e rettifiche) calcolato si è utilizzato il rapporto tra l'utile netto e il risultato operativo netto del biennio 2006-07.

*Il patrimonio.* – Nel 2016 gli aggregati patrimoniali del sistema bancario hanno risentito dei risultati economici negativi di alcuni grandi gruppi; alla fine di dicembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) del sistema era pari all'11,5 per cento del totale delle attività ponderate per il rischio, in calo di circa 80 punti base rispetto alla fine del 2015. L'aumento di capitale di 13 miliardi del gruppo UniCredit, interamente sottoscritto da investitori privati nel primo trimestre dell'anno in corso, ha fatto lievemente risalire gli indici di patrimonializzazione al di sopra dei valori del 2015 (il *CET1 ratio* al 12,4 per cento, il *tier 1 ratio* al 12,9 e il patrimonio di vigilanza complessivo al 15,1).

Dalla fine del 2007 il capitale di migliore qualità in rapporto all'attivo ponderato è aumentato di oltre cinque punti percentuali (fig. 13.6); per le banche significative tale rapporto è pressoché raddoppiato, dal 6,1 all'11,6 per cento.

Figura 13.6



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) Fino a dicembre 2013 per capitale di migliore qualità si intende il *core tier 1*; da marzo 2014 si intende il *common equity tier 1*. I dati a fine 2016 tengono conto dell'aumento di capitale del gruppo Unicredit perfezionato all'inizio del 2017. – (2) Dati provvisori. – (3) Indice: 2007=100. – (4) Scala di destra.

Dal 2007 le banche hanno raccolto sul mercato risorse computabili nel patrimonio per oltre 60 miliardi. La riduzione delle attività ponderate per il rischio riflette il calo della ponderazione media delle attività, che nel periodo considerato è scesa dal 66 al 48 per cento. A questa flessione hanno contribuito diversi fattori: l'adozione da parte dei principali gruppi dei modelli interni a fini prudenziali, la ricomposizione dei portafogli verso attività meno rischiose e, a partire dal 2014, la riduzione delle esposizioni in default, anche per effetto delle maggiori rettifiche. L'attivo di bilancio è rimasto invece sostanzialmente stabile.

Il grado di patrimonializzazione delle banche italiane significative è inferiore di oltre due punti percentuali a quello medio dei principali intermediari europei (14,2 per cento in termini di *CET1 ratio*)<sup>8</sup>, su cui ha inciso il rilevante apporto pubblico fornito negli anni scorsi alla capitalizzazione di molte banche europee (cfr. il riquadro: *La partecipazione pubblica nel capitale delle banche vigilate dall'SSM*).

#### LA PARTECIPAZIONE PUBBLICA NEL CAPITALE DELLE BANCHE VIGILATE DALL'SSM

A seguito degli interventi di salvataggio pubblico effettuati nel corso della crisi finanziaria, la presenza dello Stato nel capitale delle banche europee si è ampliata.

A settembre del 2016 la quota detenuta dal settore pubblico nel capitale delle 125 banche significative vigilate dal Meccanismo unico di vigilanza (Single Supervisory Mechanism, SSM) era pari in media al 12,1 per cento del capitale e all'11,6 per cento delle attività, con una significativa eterogeneità tra paesi (tavola).

<sup>8</sup> EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2016*, aprile 2017.

**Partecipazione pubblica nel capitale delle banche vigilate dall'SSM (1)**  
(numeri e valori medi percentuali)

PAESI (2)	Numero banche per paese	Numero banche con partecipazioni pubbliche (2)	Quota media pubblica (in % del capitale)	Quota media pubblica (in % dell'attivo)	Quota attivo (in % su totale attivo SSM)
Francia	12	3	6,2	2,6	31,9
Germania	21	9	24,9	19,4	20,2
Spagna	14	1	3,8	6,1	14,7
Paesi Bassi	6	4	18,1	27,3	10,3
Italia	14	1	0,2	0,3	10,1
Belgio	7	2	34,4	37,8	3,3
Austria	8	0	0,0	0,0	2,2
Finlandia	4	1	2,8	7,2	2,2
Grecia	4	4	21,7	21,1	1,3
Irlanda	4	3	42,7	50,1	1,2
Portogallo	4	2	54,7	57,3	1,1
Lussemburgo	6	0	0,0	0,0	0,6
Cipro	4	1	21,4	27,9	0,2
Slovacchia	3	0	0,0	0,0	0,2
Slovenia	3	2	76,1	78,5	0,1
Malta	3	1	13,1	14,4	0,1
Lituania	3	0	0,0	0,0	0,1
Estonia	2	0	0,0	0,0	0,1
Lettonia	3	0	0,0	0,0	0,1
<b>Totale banche significative</b>	<b>125</b>	<b>34</b>	<b>12,1</b>	<b>11,6</b>	<b>100</b>

Fonte: BCE.

(1) Dati al settembre 2016. Quote di capitale detenute direttamente dal governo (o da enti assimilabili) o da amministrazioni pubbliche regionali o comunali del paese di appartenenza. – (2) I paesi dell'area dell'euro figurano in ordine decrescente rispetto alla rilevanza dei rispettivi sistemi bancari nazionali in termini di totale attivo.

In alcuni paesi la partecipazione pubblica è inesistente (Austria, Slovacchia, Estonia, Lituania, Lettonia e Lussemburgo) o molto contenuta, come in Italia, la cui quota sul capitale (0,2 per cento) è riconducibile alla partecipazione in Banca Monte dei Paschi di Siena; in altri la presenza dello Stato continua a essere rilevante a seguito degli interventi pubblici degli ultimi anni (Portogallo, Irlanda, Belgio e Paesi Bassi). Per le banche in Germania la presenza pubblica nel capitale delle banche (in media del 25 per cento per le nove banche partecipate) è in parte derivanti dalla struttura del sistema bancario. Gli statuti della quasi totalità delle banche regionali (*Landesbanken*) prevedono infatti un ruolo rilevante, talvolta esclusivo, di soggetti di natura pubblica (stati federali e municipalità)<sup>1</sup>. La partecipazione dello Stato in Commerzbank (con una quota del 15 per cento nel capitale) è invece connessa con gli interventi di salvataggio occorsi durante la crisi.

In alcuni paesi la quota pubblica varia a seconda che sia calcolata in rapporto al capitale o al totale dell'attivo. Ciò riflette il diverso grado di leva finanziaria delle

<sup>1</sup> Il sistema bancario tedesco si fonda su tre pilastri. Al primo, cui fa capo circa il 40 per cento del totale delle attività, sono riconducibili le istituzioni di natura privata, tra le quali le grandi banche universali attive su scala mondiale. Il secondo è costituito dalle banche regionali e detiene attività complessive pari a un ulteriore 40 per cento. Il terzo infine è rappresentato da un ampio numero di istituzioni indipendenti, le banche cooperative e i relativi istituti centrali di categoria.

banche. Per la Germania, ad esempio, la quota pubblica sul capitale è di gran lunga superiore a quella sul totale delle attività (che è comunque elevata), in quanto le banche partecipate dallo Stato presentano in media una leva finanziaria (misurata dal rapporto tra totale attivo e capitale) più contenuta rispetto al resto delle banche significative.

Molti interventi pubblici che hanno determinato l'attuale assetto proprietario hanno avuto luogo prima dell'agosto 2013, quando gli orientamenti della Commissione europea in materia di aiuti di Stato ponevano meno vincoli all'erogazione di sostegno pubblico al settore finanziario.

La revisione degli orientamenti sugli aiuti di Stato ha determinato di fatto una disparità di trattamento tra i paesi che per primi hanno risentito degli effetti negativi della crisi e i paesi in cui l'esigenza di intervenire si è manifestata solo successivamente. Gli Stati membri intervenuti a sostegno delle banche prima di tale revisione infatti hanno potuto applicare condizioni molto meno severe. L'analisi della distribuzione tra i diversi Stati membri dell'ammontare di fondi pubblici impiegati per il sostegno alle banche a partire dal 2008 conferma l'elevato grado di eterogeneità.

### *Le misure a sostegno della stabilità del sistema bancario*

Nel dicembre 2016 sono state introdotte misure di sostegno pubblico al settore bancario<sup>9</sup>. Tali misure prevedono l'intervento dello Stato nella forma di concessione di garanzie su passività di nuova emissione e misure di rafforzamento patrimoniale; per il finanziamento di questi interventi sono stati stanziati 20 miliardi. In particolare la legge definisce: le condizioni per l'accesso alla garanzia dello Stato su passività di nuova emissione e su erogazioni di liquidità di emergenza (*emergency liquidity assistance*, ELA); le modalità e le condizioni per l'intervento dello Stato sotto forma di ricapitalizzazione pubblica precauzionale. Tali forme di sostegno pubblico sono compatibili con la disciplina europea sugli aiuti di Stato e sul risanamento e la risoluzione delle banche (cfr. il riquadro: *Le misure varate dal Governo a supporto della liquidità e della capitalizzazione delle banche*, in *Bollettino economico*, 1, 2017).

Sinora hanno avuto accesso alla garanzia statale sulle passività di nuova emissione Banca Monte dei Paschi di Siena (per un valore massimo di 15 miliardi di passività garantite, di cui 11 utilizzati), Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca (rispettivamente per 3 e 1,7 miliardi)<sup>10</sup>.

Alla fine dello scorso anno Banca Monte dei Paschi di Siena ha presentato istanza per una ricapitalizzazione precauzionale da parte dello Stato, il cui ammontare è

<sup>9</sup> DL 237/2016 convertito, con modificazioni, dalla L. 15/2017, recante disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio.

<sup>10</sup> A fronte dell'impegno finanziario pubblico di 20 miliardi, il fabbisogno stimato a copertura della garanzia statale sulle passività bancarie di nuova emissione è di circa 770 milioni, come indicato nella relazione tecnica al decreto.

stato quantificato dall'SSM in 8,8 miliardi<sup>11</sup>. Il dialogo con le autorità competenti si concentra sulle caratteristiche del piano di ristrutturazione sottoposto nei mesi scorsi per approvazione alla Commissione europea, la cui decisione è prevista entro la fine di giugno.

Nel marzo scorso anche Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca hanno notificato l'intenzione di accedere alle misure di ricapitalizzazione precauzionale necessarie per l'attuazione del nuovo piano industriale, che fa perno su un progetto di fusione.

Tale progetto prevede la cessione di alcune controllate; misure incisive di contenimento dei costi per riequilibrarne il rapporto con il margine di intermediazione, in linea con il valore osservato per il sistema bancario italiano; il risanamento del portafoglio dei crediti deteriorati.

## GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI

La ripresa della crescita economica ha influito positivamente sull'attività degli intermediari creditizi non bancari. A fronte di un aumento dell'1 per cento dei finanziamenti erogati, è leggermente diminuita l'incidenza delle posizioni deteriorate sul totale dei prestiti. Alla fine del 2016 i finanziamenti concessi da questi intermediari erano pari a 116 miliardi, di cui quasi il 15 per cento era costituito da posizioni deteriorate.

È lievemente sceso il margine di intermediazione (-1 per cento), principalmente a causa di una riduzione del margine di interesse. Le rilevanti perdite su crediti di alcune società di leasing hanno determinato una redditività complessiva negativa, pur essendo diminuito il numero di società che hanno chiuso l'esercizio in perdita. Il *total capital ratio* è diminuito, passando dall'11,9 per cento del 2015 al 10,5 per cento del 2016, a causa principalmente dell'incremento dei requisiti per i rischi operativi.

Il totale delle garanzie rilasciate dai confidi è cresciuto del 2,5 per cento, raggiungendo alla fine dell'anno 8,6 miliardi. Le posizioni deteriorate complessive sul totale delle garanzie rilasciate ammontavano al 32,9 per cento, in aumento di un punto percentuale rispetto al 2015. Poco più della metà dei confidi ha registrato perdite di esercizio, anche a causa dell'elevata incidenza dei costi operativi sul margine di intermediazione (90,3 per cento).

<sup>11</sup> L'entità del fabbisogno è stata quantificata dalla Banca centrale europea sulla base della prova di stress del 2016 coordinata dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) considerando l'ammontare di capitale necessario per ristabilire – partendo dal livello di *CET1 ratio* a regime (*fully-loaded*) registrato da Banca Monte dei Paschi di Siena nello scenario avverso (-2,44 per cento) – un *CET1 ratio* dell'8 per cento (soglia di riferimento utilizzata anche nel *comprehensive assessment* condotto nel 2015 sulle banche greche) e un *total capital ratio* dell'11,5 per cento. Questa seconda soglia si è resa necessaria per compensare il venire meno, per il *burden sharing*, dei titoli subordinati computati nel patrimonio complessivo (*total capital*). Per ulteriori dettagli sul meccanismo di determinazione del fabbisogno di 8,8 miliardi, cfr. sul sito della Banca d'Italia l'approfondimento: *L'ammontare della "ricapitalizzazione precauzionale" del Monte dei Paschi di Siena*, pubblicato il 29 dicembre 2016.

## GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

*La raccolta.* – Gli investitori istituzionali italiani hanno raccolto fondi per circa 65 miliardi, un flusso in diminuzione rispetto al 2015 (tav. 13.1 e fig. 13.7.a)<sup>12</sup>. L'afflusso di risorse è stato positivo verso tutti i principali comparti.

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2015	2016 (1)	2015	2016 (1)	Quote percentuali	
					2015	2016 (1)
Fondi comuni (2)	31.692	16.595	286.402	301.704	15,5	15,5
Assicurazioni (3)	55.282	50.861	633.400	680.176	35,0	35,0
Fondi pensione (4)	3.781	4.425	93.619	104.813	5,2	5,4
Gestioni patrimoniali	41.831	26.375	801.119	857.563	44,3	44,1
<b>Totale</b>	<b>132.586</b>	<b>98.256</b>	<b>1.808.540</b>	<b>1.944.256</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>98.366</b>	<b>64.562</b>	<b>1.335.342</b>	<b>1.415.007</b>	–	–
in percentuale del PIL	6,0	3,9	81,6	84,6	–	–
<i>Per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (6)	68.459	29.067	614.707	659.051	–	–
<i>di cui:</i>						
di intermediari italiani (7)	44.929	20.263	325.151	351.777	–	–

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 SGR e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti. – (6) Fondi aperti di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani. – (7) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda.

Il calo della raccolta ha riguardato principalmente i fondi comuni e le gestioni patrimoniali ed è riconducibile soprattutto ai flussi provenienti dalle famiglie, in diminuzione di 10 miliardi verso i fondi e di 11 miliardi verso le gestioni patrimoniali.

Le sottoscrizioni nette di quote di fondi pensione sono aumentate sia per l'incremento delle contribuzioni, sia per una contrazione delle uscite per anticipazioni e riscatti.

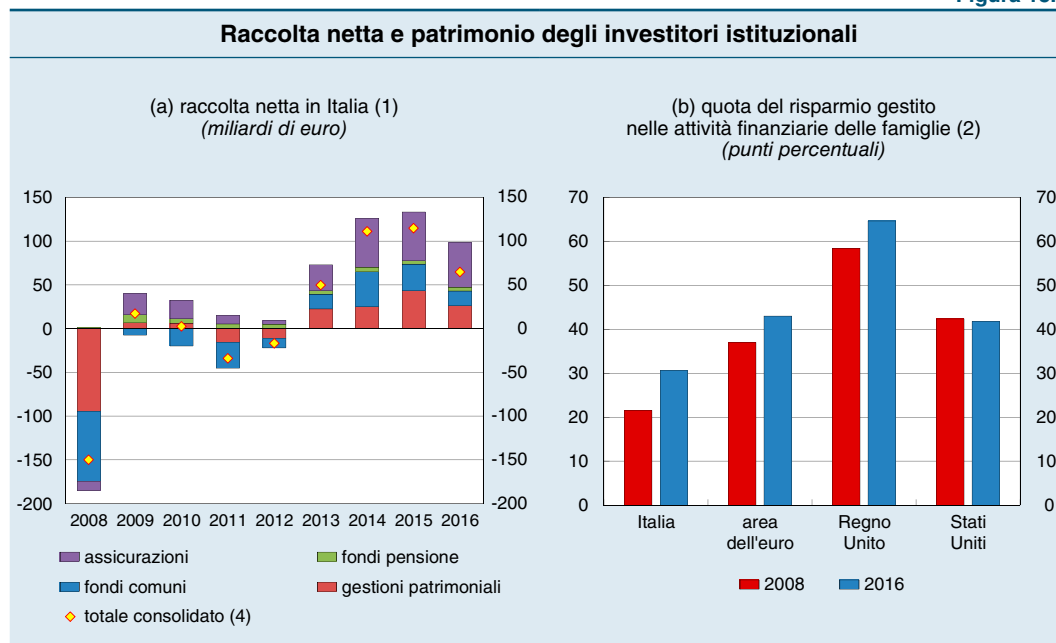
La dimensione dell'industria del risparmio gestito sul totale delle attività finanziarie delle famiglie ha continuato a crescere, pur rimanendo al di sotto della media dei paesi dell'area dell'euro e di quelli anglosassoni (fig. 13.7.b).

L'introduzione dei piani individuali di risparmio (PIR), che sono strumenti di investimento fiscalmente incentivati e gestiti prevalentemente da investitori istitu-

<sup>12</sup> 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. 13.7.a.

zionali, potrà favorire un aumento della quota del risparmio gestito nel portafoglio delle famiglie.

Figura 13.7



*Gli investimenti.* – Nel 2016 il patrimonio complessivo gestito dagli investitori istituzionali ha superato i 1.400 miliardi. L'incidenza sul PIL, pari all'85 per cento, è superiore ai valori massimi registrati alla fine degli anni novanta.

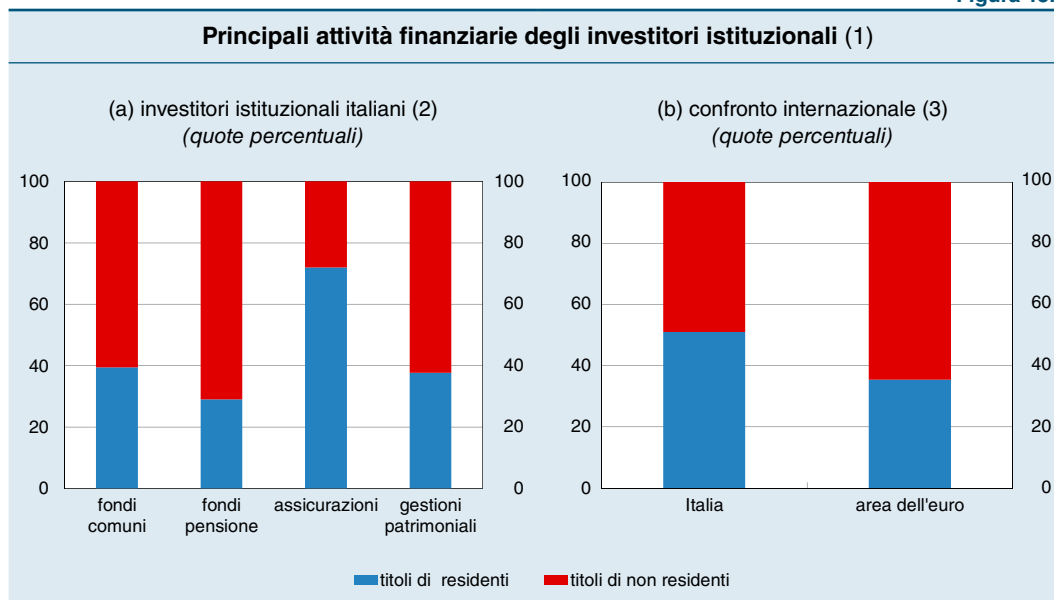
La quota del portafoglio investita in titoli pubblici italiani è rimasta stabile in tutti i principali comparti, mentre sono saliti gli investimenti in titoli emessi dalle imprese, soprattutto estere. Il peso dei titoli di non residenti nel portafoglio degli investitori istituzionali italiani resta tuttavia inferiore a quello medio degli investitori istituzionali dell'area dell'euro (fig.13.8.b). Alla fine del 2016 tale quota era pari al 30 per cento per le assicurazioni, a circa il 60 per cento per i fondi comuni aperti e le gestioni patrimoniali e al 70 per cento per i fondi pensione (fig.13.8.a).

In prospettiva un aumento della quota di investimenti in titoli emessi da imprese italiane potrebbe essere favorita da un maggiore sviluppo dei fondi chiusi mobiliari, cui gli investitori istituzionali possono affidare l'attività di selezione e valutazione degli investimenti.

Nel 2016 i fondi chiusi di debito (*private debt*), che in Italia si sono sviluppati anche grazie alla diffusione dei minibond tra gli strumenti di finanziamento per le imprese, hanno superato i 2 miliardi di raccolta. Il patrimonio dei fondi di private equity è aumentato di quasi 1,2 miliardi, raggiungendo i 17 miliardi. Sono stati inoltre avviati cinque fondi italiani di credito, con un obiettivo di raccolta complessivo di circa 500 milioni. Nel complesso, l'ammontare delle risorse gestite da queste categorie

di fondi resta ancora contenuto rispetto al totale del patrimonio dell'industria del risparmio gestito.

Figura 13.8



Fonte: Banca d'Italia, BCE, Ivass, Covip.

(1) Dati provvisori. – (2) 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. – (3) Sono escluse le gestioni patrimoniali; nei dati sull'area dell'euro è stata esclusa l'Italia.

L'espansione dei mercati regolamentati dedicati ai titoli delle imprese di minori dimensioni può favorirne la domanda. Nel 2016 è cresciuto del 16 per cento il controvalore nominale di titoli quotati su ExtraMOT PRO, un segmento di Borsa Italiana caratterizzato da procedure semplificate per la quotazione di obbligazioni e di altri strumenti finanziari e in cui la negoziazione è consentita ai soli investitori professionali. Alla fine dell'anno risultavano quotati 165 titoli emessi da 137 imprese, per un controvalore complessivo di oltre 6 miliardi. È inoltre aumentato del 5 per cento il numero di imprese quotate sul segmento AIM Italia-Mercato alternativo del capitale di Borsa Italiana.

*La redditività.* – La redditività delle compagnie di assicurazione italiane si è mantenuta stabile sia nel ramo vita sia nel ramo danni. Il basso livello dei tassi di interesse ha avuto un impatto contenuto sulla redditività in virtù del buon allineamento tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

Il calo della raccolta dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali ha contribuito alla riduzione dell'1 per cento degli utili dei gestori di fondi aperti e di patrimoni su base individuale. La redditività dei gestori specializzati nel private equity è diminuita a causa delle perduranti difficoltà nel raccogliere nuovi capitali. È continuato il miglioramento dei risultati delle SGR attive nel comparto immobiliare, grazie a un minor carico fiscale. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale complessivo è sceso da 7 a 6,3.

*Le iniziative europee.* – L'attività del Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), avviata nel 2015 nell'ambito del piano Juncker, potrà determinare un maggiore afflusso di investimenti degli investitori istituzionali all'economia reale. La Commissione europea ha infatti ridotto i requisiti di capitale per le compagnie di assicurazione che investono in progetti infrastrutturali a lungo termine, che sono in parte cofinanziati dal FEIS. Questo fondo nel 2016 ha sponsorizzato 32 progetti in Italia, per un valore complessivo di investimenti pari a circa 12,5 miliardi, di cui oltre il 70 per cento finanziato con il ricorso a capitali privati.

Gli investitori istituzionali italiani potranno inoltre beneficiare del programma di riforme condotto nell'ambito del progetto dell'Unione dei mercati dei capitali (*Capital Markets Union*). Nell'aprile 2016 sono stati ridotti i requisiti di capitale delle compagnie di assicurazione per investimenti in azioni di imprese private scambiate attraverso piattaforme multilaterali di negoziazione, nel Fondo europeo di venture capital e nel Fondo europeo per l'imprenditoria sociale. È inoltre all'approvazione del Parlamento europeo un progetto per lo sviluppo di un quadro di riferimento paneuropeo per i fondi di credito.

## 14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2016 i mercati finanziari italiani hanno risentito di episodi di volatilità connessi soprattutto con la crescente incertezza sull'evoluzione delle politiche economiche a livello europeo e globale. L'impatto di tali tensioni è stato tuttavia contenuto dall'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria nell'area dell'euro e dalle aspettative favorevoli suscitate dal consolidamento della ripresa economica. In alcune fasi si sono diffuse preoccupazioni sulla solidità del settore bancario, che si sono tuttavia affievolite all'inizio del 2017 in seguito all'esito molto positivo di alcune operazioni di ricapitalizzazione e all'avvio di altre iniziative.

Nell'anno i rendimenti dei titoli di Stato, ancora su livelli molto bassi, e i differenziali di interesse con i titoli tedeschi sono aumentati. Per le imprese italiane sono però ulteriormente migliorate le condizioni di finanziamento sui mercati obbligazionari, per effetto di una significativa diminuzione dei rendimenti e dei premi per il rischio di credito. Ha contribuito a tale miglioramento l'estensione degli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema alle obbligazioni *investment grade* in euro emesse da società non bancarie residenti nell'area. La raccolta di capitali da parte delle società non finanziarie è aumentata sui mercati azionari, mentre è lievemente diminuita su quelli obbligazionari.

Nel 2016 l'indice del mercato azionario italiano è sceso dell'8 per cento; quello relativo al settore bancario si è ridotto di oltre un terzo, riflettendo il perdurare di incertezze sul comparto. Nei primi mesi del 2017 tuttavia l'indice generale del mercato azionario è risalito significativamente e ha più che recuperato le perdite dello scorso anno; le quotazioni del settore bancario sono aumentate del 19 per cento tra l'inizio di gennaio e la seconda decade di maggio.

### *Il mercato monetario*

Nel 2016, grazie all'abbondante liquidità nel sistema bancario, alimentata soprattutto dagli acquisti di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema, il ricorso delle banche al mercato monetario ha continuato a essere ridotto.

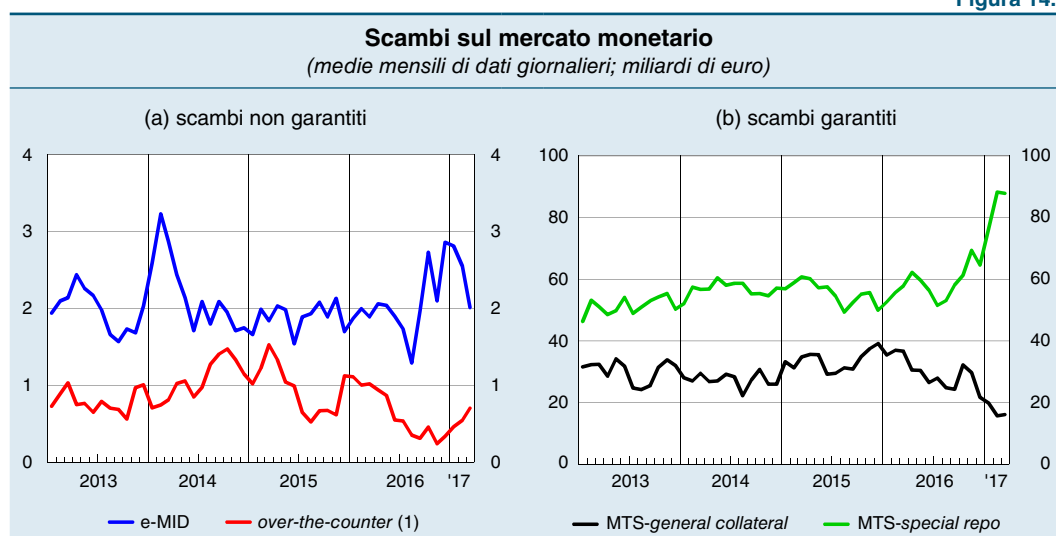
Rispetto al 2015 i volumi di scambio di depositi interbancari non garantiti sono cresciuti in media d'anno sul mercato telematico dell'e-MID, mentre si sono contratti su quello *over-the-counter* (fig. 14.1.a); su entrambi i mercati i volumi restano molto inferiori a quelli registrati prima della crisi finanziaria del 2008.

La maggior parte degli scambi di fondi interbancari ha continuato a essere effettuata per il tramite di contratti pronti contro termine sul mercato MTS, i cui volumi medi giornalieri nell'ultima parte dell'anno hanno superato i 100 miliardi di euro. Dalla seconda metà del 2016 è aumentata significativamente la quota di tali

contratti che viene scambiata sul segmento *special repo* (fig. 14.1.b); il ricorso a questa tipologia di strumento, spesso motivato dall'esigenza di disporre temporaneamente di specifici titoli piuttosto che di prendere a prestito fondi, può essere stato sostenuto dal progredire del programma di acquisti dell'Eurosistema (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

I tassi di interesse dei pronti contro termine a brevissimo termine sui titoli di Stato italiani sono risultati sostanzialmente stabili e allineati al tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema.

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.

### Il mercato dei titoli pubblici

*L'offerta e la domanda di titoli.* – Nel 2016 le emissioni nette di titoli pubblici sono quasi raddoppiate rispetto all'anno precedente (da 27 a 53 miliardi) anche in seguito alla decisione del Tesoro di incrementare le proprie disponibilità liquide; la consistenza di titoli pubblici in rapporto al PIL è aumentata (dal 110,7 al 112,0 per cento).

La quota dei titoli pubblici detenuti dalla Banca d'Italia è sensibilmente cresciuta per via delle operazioni effettuate nell'ambito del programma di acquisto dell'Eurosistema, mentre le quote detenute da non residenti, banche e famiglie italiane sono diminuite (cfr. il riquadro: *I detentori di titoli pubblici italiani*).

#### I DETENTORI DI TITOLI PUBBLICI ITALIANI

Il programma ampliato di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*), che dall'aprile 2016 al marzo 2017 è stato rafforzato accrescendo il volume mensile di acquisti per il complesso dell'area dell'euro da 60 a 80 miliardi di euro, ha continuato ad avere effetti sulla ripartizione dei titoli pubblici italiani tra le diverse categorie di detentori, italiani ed esteri (figura).

Nel corso del 2016 la Banca d'Italia ha acquistato nell'ambito dell'APP titoli pubblici italiani per 119 miliardi di euro, portando la quota di tali attività in suo possesso al 14,5 per cento del totale (in aumento di 5,3 punti percentuali rispetto a dicembre del 2015). Per quanto riguarda gli investitori residenti, nel 2016 sono diminuite le quote delle famiglie (di 0,1 punti, al 6,2 per cento), delle banche (di 0,9 punti, al 17,8 per cento), delle assicurazioni (di 0,6 punti, al 15,8 per cento) e degli altri detentori, principalmente costituiti da altri intermediari finanziari e ausiliari finanziari (di 1,4 punti, al 6,8 per cento).

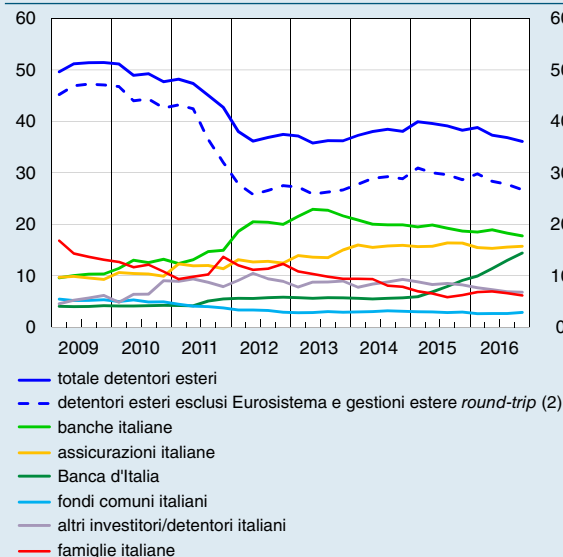
È diminuita (di 2,2 punti percentuali) anche la quota degli investitori esteri, che alla fine del 2016 detenevano il 36,1 per cento dei titoli pubblici italiani. Al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e dalle gestioni patrimoniali e dai fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani, tale quota si attestava (secondo nostre stime basate su dati Assogestioni e BCE) al 26,7 per cento (in diminuzione di 2,0 punti percentuali rispetto al 2015)<sup>1</sup>, un valore molto inferiore ai livelli prevalenti a metà del 2011, prima della fase più acuta della crisi del debito sovrano, ma superiore al minimo del 25,8 per cento raggiunto a metà del 2012.

Secondo nostre stime basate su fonti nazionali e su dati delle statistiche sulle disponibilità in titoli (*Securities Holdings Statistics*, SHS) raccolte dall'Eurosistema, le vendite nette di titoli pubblici italiani da parte di non residenti (25 miliardi nel 2016) sono attribuibili principalmente al settore degli "altri intermediari finanziari" dell'area dell'euro, in larga parte costituito da fondi di investimento, e in misura minore agli investitori dei paesi esterni all'area. Le banche e le assicurazioni dell'area hanno invece incrementato marginalmente la propria esposizione ai titoli pubblici italiani.

Un minore interesse degli investitori non residenti, almeno in parte riconducibile agli effetti del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, si riscontra, seppure

<sup>1</sup> La quota detenuta dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) è diminuita di 0,4 punti percentuali, mentre quella delle gestioni patrimoniali e dei fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani è aumentata di 0,2 punti percentuali.

**Titoli pubblici italiani:  
ripartizione per categoria di detentore (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari e stime basate su dati Assogestioni e BCE.

(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

con intensità differenziate, anche per i titoli pubblici emessi dagli altri maggiori paesi dell'area; secondo le statistiche nazionali di bilancia dei pagamenti, per i titoli tedeschi e francesi sono state registrate vendite da parte di non residenti in quei paesi pari a 110 e 11 miliardi, rispettivamente; sono rimaste sostanzialmente invariate le consistenze di titoli pubblici spagnoli detenute dal settore estero.

*I rendimenti.* – Nel 2016 i titoli di Stato italiani, così come quelli degli altri paesi dell'area, hanno continuato a beneficiare del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema (cfr. il riquadro: *Il livello dei rendimenti a lungo termine e i premi per scadenza*). Il rafforzamento del programma in marzo ha determinato un'ulteriore significativa riduzione dei rendimenti. Questi ultimi hanno invece risentito, anche se in misura contenuta, di alcuni episodi di volatilità che hanno interessato nel corso dell'anno i mercati finanziari europei e internazionali, in particolare in concomitanza con i referendum nel Regno Unito e in Italia, con le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e con l'approssimarsi delle scadenze elettorali nei Paesi Bassi e in Francia (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*).

#### IL LIVELLO DEI RENDIMENTI A LUNGO TERMINE E I PREMI PER SCADENZA

Il livello dei tassi di interesse a lunga scadenza su titoli di Stato considerati molto sicuri, quali quelli tedeschi, è principalmente determinato da due componenti: le aspettative sull'evoluzione futura dei tassi a breve termine, che sono influenzate dall'orientamento della politica monetaria e dalle valutazioni sul potenziale di crescita dell'economia, e i premi che gli investitori richiedono a fronte del rischio di variazioni inattese dei rendimenti a lunga scadenza (premi per scadenza).

In base a nostre stime e a quelle di altre istituzioni<sup>1</sup>, la forte riduzione dei tassi di interesse a lunga scadenza in euro osservata nel periodo della crisi economica e finanziaria (tra il 2008 e il 2016) è riconducibile in proporzioni approssimativamente uguali al calo delle aspettative sui tassi di riferimento della Banca centrale europea (BCE) e a una graduale riduzione dei premi per scadenza. Questi ultimi si collocherebbero attualmente su livelli molto bassi o addirittura negativi. In particolare<sup>2</sup> il premio per scadenza sui titoli decennali in euro si trovava attorno allo 0,5 per cento nel 2008 e sarebbe poi sceso fino a toccare un minimo del -1,5 per cento circa nel 2016.

Numerosi fattori possono spiegare il calo dei premi per scadenza. In primo luogo le indicazioni prospettiche (*forward guidance*) fornite dalla BCE hanno mantenuto bassa l'incertezza sull'evoluzione futura dei tassi di politica monetaria, contribuendo a far diminuire il rischio che si verificano movimenti inattesi dei tassi. In secondo luogo nell'ultimo decennio i titoli a lunga scadenza hanno mostrato una forte tendenza a generare guadagni in conto capitale nei periodi caratterizzati da una congiuntura economica meno favorevole e durante gli episodi di tensione

<sup>1</sup> P. Hördahl, J. Sobrun e P. Turner, *Low long-term interest rates as a global phenomenon*, BIS Working Papers, 574, 2016.

<sup>2</sup> M. Pericoli e M. Taboga, *Nearly exact Bayesian estimation of non-linear no-arbitrage term structure models*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

sui mercati finanziari, spesso compensando le perdite su altri investimenti quali quelli azionari e offrendo pertanto notevoli benefici in termini di diversificazione dei rischi finanziari. L'entità di tali benefici avrebbe fatto aumentare la domanda di titoli a lunga scadenza da parte degli investitori, spingendo al ribasso i premi per scadenza.

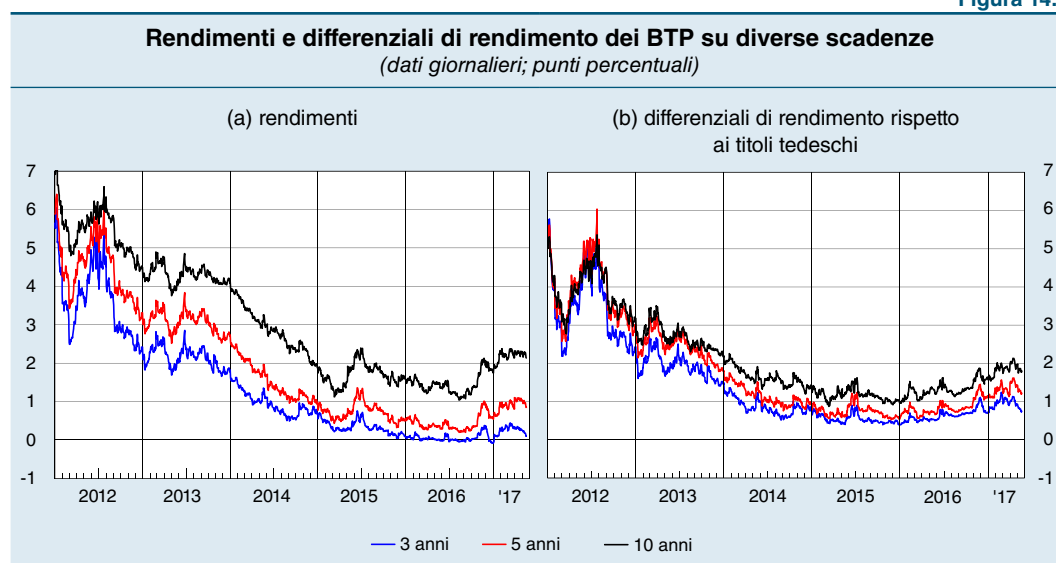
All'aumento della domanda hanno però contribuito in misura significativa anche gli acquisti effettuati dalle banche centrali. Secondo alcune stime i programmi di acquisto dell'Eurosistema e della Riserva federale avrebbero contribuito a ridurre di oltre un punto percentuale i premi per scadenza sui titoli decennali in euro e in dollari<sup>3</sup>.

Potenzialmente rilevanti nello spiegare il calo dei premi sono altresì gli andamenti demografici e i persistenti squilibri fra domanda di risparmio e offerta di attività finanziarie (cfr. il riquadro: *Il basso livello dei tassi di interesse: le determinanti* del capitolo 4).

<sup>3</sup> Per la stima degli effetti degli acquisti della Riserva federale cfr. E.M. Engen, T. Laubach e D. Reifschneider, *The macroeconomic effects of the Federal Reserve's unconventional monetary policies*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 5, 2015. Per la stima degli effetti degli acquisti dell'Eurosistema sono stati utilizzati alcuni dei coefficienti riportati da P. Andrade, J. Breckenfelder, F. De Fiore, P. Karadi e O. Tristani, *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*, European Central Bank, Working Paper Series, 1956, 2016.

Nel complesso del 2016 il tasso di interesse sui titoli di Stato italiani decennali è salito di circa 0,2 punti percentuali (all'1,8 per cento; fig. 14.2.a); il differenziale di interesse rispetto al corrispondente titolo tedesco è aumentato da 97 a 161 punti base (fig. 14.2.b). L'aumento degli spread sovrani, proseguito all'inizio del 2017, ha riguardato anche altri paesi dell'area; vi ha contribuito soprattutto l'acuirsi dell'incertezza sull'orientamento futuro delle politiche economiche in alcuni paesi

Figura 14.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(cfr. il riquadro: *L'andamento dello spread sovrano dell'Italia*). Tra la fine di aprile e la seconda decade di maggio del 2017, in seguito all'esito delle elezioni presidenziali francesi, gli spread sovrani sono tornati a scendere.

## L'ANDAMENTO DELLO SPREAD SOVRANO DELL'ITALIA

Fra l'inizio del 2016 e la seconda decade di maggio del 2017 si è osservato un aumento significativo dei differenziali di interesse fra i titoli di Stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi; sulla durata decennale lo spread è aumentato da circa 100 a oltre 170 punti base.

Tale aumento non è spiegato dall'andamento delle condizioni di fondo dell'economia, che normalmente costituiscono la determinante principale del livello degli spread sovrani<sup>1</sup>. Il quadro macroeconomico dell'Italia è infatti andato migliorando, come indicato dal progressivo rafforzamento della ripresa ciclica (cfr. il capitolo 5: *Il quadro di insieme*), dall'ulteriore aumento dell'avanzo corrente della bilancia dei pagamenti (cfr. il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*) e dalla sostanziale stabilità del rapporto fra debito pubblico e PIL (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Un modello che impiega l'informazione contenuta nei credit default swap (CDS) per identificare le determinanti degli spread sovrani dei principali paesi dell'area<sup>2</sup> indica che l'andamento dello spread non è spiegato da un aumento della probabilità di insolvenza dell'Italia, che è rimasta molto bassa, ma da un incremento dei premi al rischio, richiesti verosimilmente a fronte dell'incertezza sulle politiche economiche future. Una parte significativa di tale incremento è dovuta a fattori che sono comuni a tutta l'area dell'euro ma incidono maggiormente sugli emittenti più vulnerabili. In particolare, i premi al rischio sono cresciuti in misura marcata in concomitanza con eventi che hanno determinato un sensibile aumento dell'incertezza politica a livello internazionale, quali il referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit) e le elezioni presidenziali in Francia.

Vi è evidenza che gli andamenti dello spread italiano continuano a essere fortemente correlati con variabili che misurano il diffondersi di timori circa la coesione dell'area dell'euro. Ad esempio hanno coinciso con significativi incrementi dello spread i picchi registrati nel 2015 e nel 2016 dagli indici di fonte Google che misurano i volumi di ricerche su internet di parole chiave collegate con la possibilità di uscita di uno o più paesi dall'unione monetaria.

In prospettiva la riduzione dei timori sulla coesione dell'unione monetaria e politiche volte a sostenere la crescita in Italia possono contribuire significativamente a contenere i premi per il rischio sovrano.

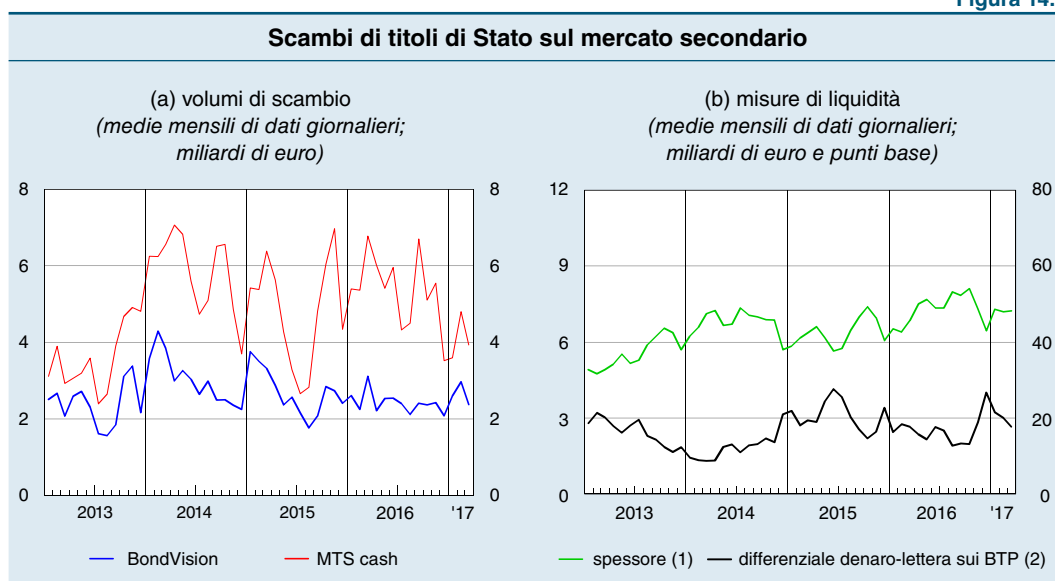
<sup>1</sup> A. Di Cesare, G. Grande, M. Manna e M. Taboga, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 128, 2012; R. Giordano, M. Pericoli e P. Tommasino, *Pure or wake-up-call contagion? Another look at the EMU sovereign debt crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 904, 2013.

<sup>2</sup> J. Li e G. Zinna, *How much of bank credit risk is sovereign risk? Evidence from the Eurozone*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 990, 2014.

*Gli scambi sul mercato secondario.* – Le condizioni di liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato italiani sono rimaste distese, mostrando un’ apprezzabile resilienza anche durante le fasi di maggiore volatilità.

Rispetto all’anno precedente nel 2016 gli scambi medi giornalieri sono aumentati dell’11 per cento sul mercato MTS cash e diminuiti del 10 per cento sulla piattaforma BondVision, maggiormente utilizzata dagli investitori istituzionali (fig. 14.3.a); in media d’anno le quantità di titoli offerte in acquisto e in vendita dai *market makers* sono aumentate e il differenziale fra i prezzi denaro-lettera è diminuito (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 su quelle *special repo* (*specialness*), si è leggermente ampliato.

### *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*

*Le emissioni.* – Nel 2016 le società non finanziarie italiane hanno continuato a effettuare collocamenti lordi di obbligazioni sui mercati internazionali per importi consistenti (22 miliardi di euro, contro 23 nel 2015, in base a dati di fonte Dealogic). Il saldo complessivo fra emissioni e rimborsi di obbligazioni è comunque rimasto leggermente negativo (2 miliardi, in recupero rispetto ai circa 4 dell’anno precedente; tav. 14.1), in linea con la tendenza alla riduzione dell’indebitamento mostrata dalle imprese italiane negli ultimi anni (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Le banche italiane hanno continuato a sostituire le obbligazioni in scadenza con fonti di provvista alternative 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). Ne sono risultati ingenti rimborsi netti di obbligazioni (67 miliardi, da 106 nel 2015; tav. 14.1), nonché una riduzione dei collocamenti all'ingrosso sui mercati internazionali da parte dei gruppi bancari italiani (a 23 miliardi, da 26 nel 2015, in base a dati di fonte Dealogic).

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
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2016
Banche	-152.993	-105.663	-66.899	724.310	619.531	554.183	33
Altre società finanziarie	-17.191	-16.412	886	200.070	183.797	184.463	11
Società non finanziarie	3.607	-3.846	-2.328	129.736	126.189	122.862	7
<b>Totale</b>	<b>-166.576</b>	<b>-125.921</b>	<b>-68.341</b>	<b>1.054.116</b>	<b>929.517</b>	<b>861.508</b>	<b>52</b>

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non quelli della 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.* – Nel 2016 le condizioni di finanziamento delle società italiane sui mercati obbligazionari sono migliorate. Il rendimento medio di un campione di obbligazioni di società non finanziarie italiane si è dimezzato (allo 0,6 per cento), anche per effetto di una diminuzione dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato con rating più elevato. Al calo dei rendimenti ha contribuito l'estensione del programma di acquisto di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema alle obbligazioni delle imprese (titoli *investment grade* in euro emessi da società non bancarie residenti nell'area; cfr. il riquadro: *L'impatto degli acquisti di obbligazioni private da parte dell'Eurosistema*).

Il calo dei rendimenti si è esteso anche alle obbligazioni emesse dalle banche italiane, non incluse nel programma di acquisti, i cui rendimenti sono scesi di 0,4 punti percentuali (all'1,0 per cento).

#### L'IMPATTO DEGLI ACQUISTI DI OBBLIGAZIONI PRIVATE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

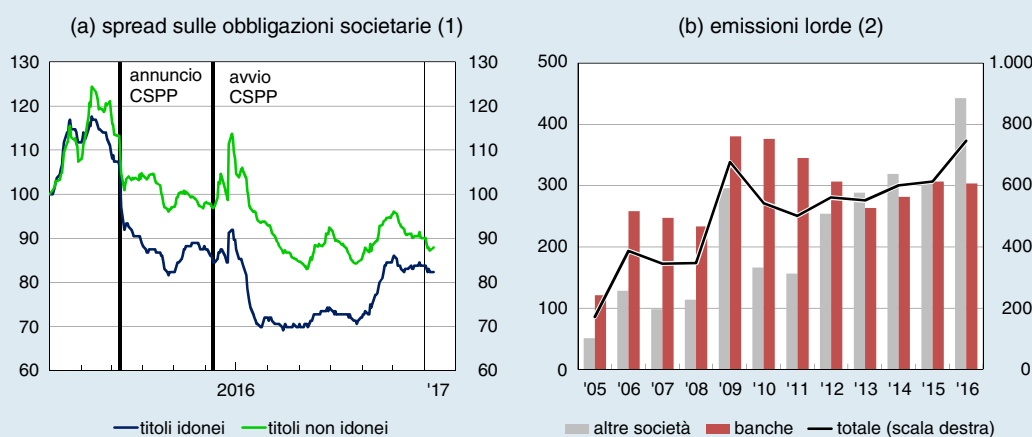
L'estensione del programma di acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema alle obbligazioni emesse dalle società non bancarie residenti nell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP), avvenuta a marzo del 2016, ha avuto un impatto significativo sul mercato delle obbligazioni societarie, con un calo dei differenziali di rendimento (figura, pannello a) e un aumento dei collocamenti lordi (figura, pannello b).

Gli acquisti, avviati l'8 giugno 2016, riguardano obbligazioni *investment grade* denominate in euro con vita residua tra 6 mesi e 30 anni ed emesse da società non

bancarie ubicate nell'area dell'euro. Possono essere effettuati sia sul mercato primario sia su quello secondario. Le obbligazioni delle società riconducibili al settore pubblico possono essere acquistate solo sul mercato secondario, nel rispetto del divieto di finanziamento monetario. La politica di acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema è tale da preservare la liquidità e il corretto funzionamento del mercato e del meccanismo di formazione dei prezzi, rispettando il principio di un'economia di mercato aperta in libera concorrenza<sup>1</sup>.

Figura

### Titoli obbligazionari di società dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Dealogic.

(1) Dati giornalieri, in numero indice (1° gennaio 2016=100) dei differenziali di rendimento (*option adjusted spreads*). L'indice denominato "titoli idonei" è l'indice BofA Merrill Lynch Euro non-financial; l'indice denominato "titoli non idonei" è la media semplice degli indici BofA Merrill Lynch Euro High Yield e BofA Merrill Lynch Euro Banking. – (2) Dati annuali, in miliardi di euro.

In base al principio del decentramento operativo della politica monetaria, gli acquisti del CSPP sono effettuati da sei banche centrali nazionali, tra cui la Banca d'Italia, che operano per conto dell'Eurosistema e sono coordinate dalla BCE. Ciascuna banca centrale è responsabile degli acquisti su segmenti di mercato individuati in base alla localizzazione geografica dell'emittente. La Banca d'Italia acquista obbligazioni emesse da società con sede legale in Italia e obbligazioni olandesi emesse da società con casa madre localizzata in Italia. Gli emittenti al momento potenzialmente interessati sono 26. Nella conduzione degli acquisti la Banca d'Italia tiene conto delle condizioni giornaliere di liquidità, contribuendo al buon funzionamento del mercato italiano. Gli acquisti sono effettuati con controparti idonee per le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e per gli investimenti del portafoglio finanziario della Banca. L'importo dei titoli acquistati che risultavano all'attivo del bilancio della Banca d'Italia alla fine del 2016 era pari a 5,8 miliardi di euro.

<sup>1</sup> Per le principali caratteristiche che devono essere possedute dai titoli oggetto degli acquisti e per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *ECB announces details of the corporate sector purchase programme (CSPP)*, comunicato stampa del 21 aprile 2016; *More details on the Eurosystem's corporate sector purchase programme (CSPP): questions & answers*. Cfr. inoltre sul sito della Banca d'Italia: *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*. Cfr. infine la decisione UE/2016/868 della Banca centrale europea del 1° giugno 2016 sull'attuazione del programma di acquisto per il settore societario (BCE/2016/16).

Secondo dati di fonte Dealogic, nel periodo giugno-dicembre 2016 le emissioni nell'area dell'euro sono aumentate significativamente rispetto ai primi mesi dell'anno, sia in numero sia in controvalore. L'aumento ha interessato anche i titoli che non hanno le caratteristiche di idoneità per il programma; la quota di questi ultimi sul totale delle emissioni è risultata sostanzialmente invariata (circa 60 per cento) sia rispetto ai primi cinque mesi del 2016, sia nel confronto con il periodo giugno-dicembre del 2015. Anche in Italia le nuove emissioni di titoli idonei sono aumentate significativamente nel periodo giugno-dicembre 2016, sia in numero sia in valore, quasi raddoppiando rispetto al corrispondente periodo del 2015.

Stime econometriche delle condizioni di finanziamento delle imprese al momento dell'emissione<sup>2</sup> mostrano che – a parità di fattori di rischio relativi ai singoli titoli e agli emittenti – il rendimento all'emissione dei titoli idonei per il CSPP è stato inferiore di circa 50 punti base a quello dei titoli non idonei, sia per un paniere di titoli dell'area dell'euro sia per uno di titoli italiani, riflettendo l'impatto della domanda di titoli da parte dell'Eurosistema. In seguito alla ricomposizione dei portafogli degli investitori stimolata dagli acquisti, questi ultimi hanno avuto effetti significativi anche sugli spread dei titoli obbligazionari non idonei sul mercato secondario, comprimendo sia i premi al rischio sia le perdite attese<sup>3</sup>.

Le simulazioni di un modello di equilibrio economico generale dinamico a più paesi<sup>4</sup> suggeriscono che gli acquisti contribuiscono a sostenere la ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro e in Italia. Il programma determina una riduzione dei rendimenti delle obbligazioni che induce le imprese ad aumentare le emissioni e a espandere l'accumulazione di capitale. Ne conseguono effetti positivi sulla domanda aggregata e quindi sul livello di attività, sull'occupazione, sul credito erogato a famiglie e imprese per il finanziamento di consumi e investimenti.

<sup>2</sup> Le stime si basano su un campione di 5.300 obbligazioni emesse sul mercato internazionale da società non bancarie ubicate in 12 paesi dell'area dell'euro nel periodo 2005-2016 (cfr. A. Zaghini, *The CSPP at work: yield heterogeneity in the euro-area corporate bond market*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione).

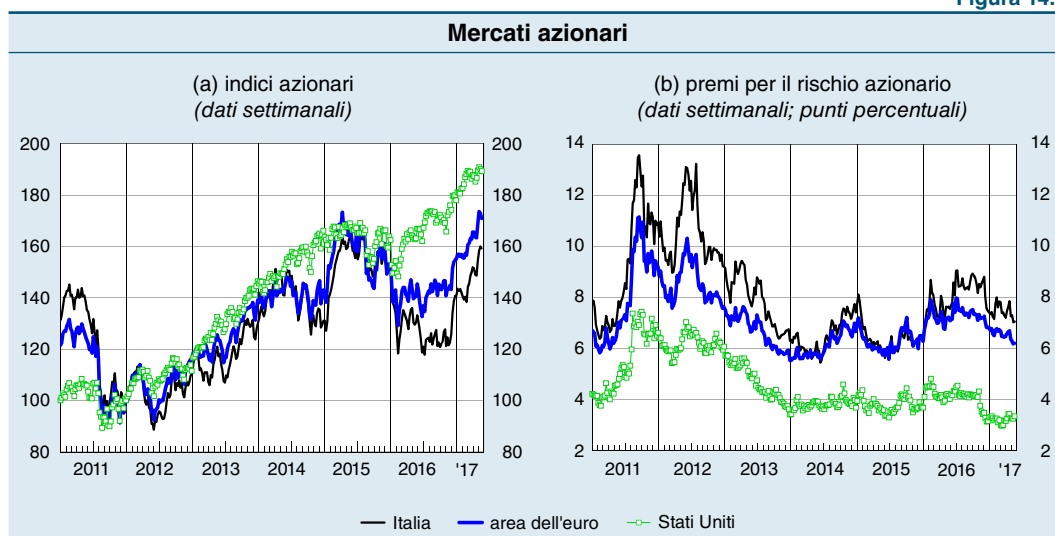
<sup>3</sup> S. Cecchetti, *A quantitative analysis of the risk premia in the corporate bond market*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>4</sup> A. Bartocci, L. Burlon, A. Notarpietro e M. Pisani, *Macroeconomic effects of non-standard monetary policy measures in the euro area: the role of corporate bond purchases*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

## **Il mercato azionario**

*Andamento delle quotazioni azionarie.* – Nel 2016 l'indice del mercato azionario italiano è diminuito dell'8 per cento (fig. 14.4.a). Le quotazioni hanno risentito di un calo dei profitti attesi (del 3 per cento sull'orizzonte a un anno) e di un incremento del premio per il rischio richiesto dagli investitori (fig. 14.4.b), determinato dal clima di crescente incertezza politica nell'area dell'euro e dal perdurare di tensioni sul comparto bancario. L'indice di quest'ultimo è sceso del 35 per cento.

Figura 14.4

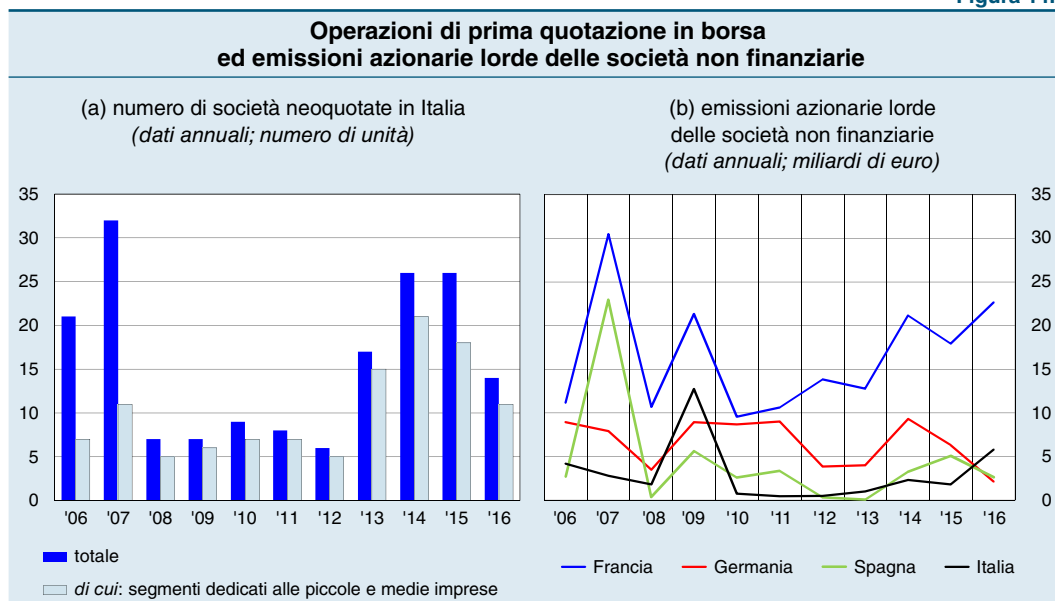


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Datastream.

Nei primi mesi del 2017 i corsi azionari sono risaliti significativamente e hanno più che recuperato il calo dell'anno precedente. L'allentamento delle tensioni sul comparto bancario, in parte dovuto all'esito molto positivo di alcune operazioni di ricapitalizzazione, ha spinto al ribasso i premi per il rischio; le quotazioni hanno inoltre beneficiato di dati positivi sulla crescita economica nell'area dell'euro e di un aumento dei profitti attesi delle società quotate. Fra l'inizio dell'anno e la seconda decade di maggio l'indice di borsa italiano è salito del 13 per cento; quello relativo alle sole banche è aumentato del 19 per cento.

*L'offerta di azioni.* – Nel 2016 le operazioni di nuova quotazione sono diminuite significativamente rispetto all'anno precedente (14 operazioni, contro 26 nel 2015; fig. 14.5.a) e il loro controvalore è sceso di circa 4 miliardi (a 1,4). La maggior parte delle operazioni ha

Figura 14.5



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e BCE.

continuato a riguardare società che hanno fatto ingresso nel segmento del mercato azionario dedicato alle piccole e medie imprese (AIM Italia-Mercato alternativo del capitale).

Il valore degli aumenti di capitale effettuati da società già quotate è lievemente aumentato (a circa 5 miliardi, da 4 nel 2015); tali aumenti sono stati effettuati principalmente da società non finanziarie. Il controvalore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie è cresciuto in Italia e in Francia, mentre si è ridotto in Germania e in Spagna (fig. 14.5.b).

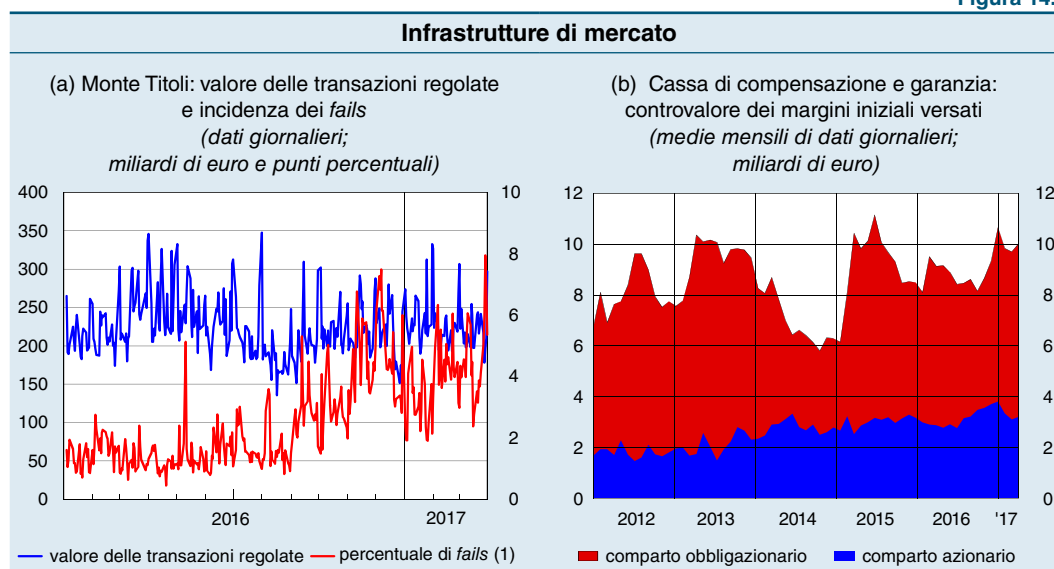
### Le infrastrutture di mercato

Nel corso del 2016 e nel primo trimestre del 2017 si è ampliata l'attività della nuova piattaforma di regolamento titoli europea TARGET2-Securities (T2S)<sup>1</sup>; hanno iniziato a operarvi i depositari centrali del gruppo Euroclear (Francia, Belgio e Paesi Bassi) e il depositario Clearstream Banking (Germania); il depositario centrale italiano, Monte Titoli, era già attivo sulla piattaforma da agosto del 2015.

Nel 2016 il volume delle operazioni regolate in T2S mediante Monte Titoli è rimasto su livelli elevati (224 miliardi di euro al giorno 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 rimasto su livelli in media contenuti sino all'estate; successivamente si è osservato un aumento.

L'importo complessivo delle garanzie richieste dalla controparte centrale Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG) si è lievemente ridotto (fig. 14.6.b). L'approccio particolarmente prudente della CCG ha consentito di mantenere invariati i margini di garanzia richiesti anche durante le fasi di maggiore volatilità dei mercati.

Figura 14.6



Fonte: Monte Titoli spa ed elaborazioni su dati CCG spa.

(1) Scala di destra.

<sup>1</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: [TARGET2-Securities \(T2S\)](#).

## 15. LA PRODUTTIVITÀ IN ITALIA: ANDAMENTI E DETERMINANTI

In Italia l'andamento della produttività rappresenta il principale freno alla crescita economica di lungo periodo. Dalla seconda metà degli anni novanta, la sua dinamica ha stentato sia nella prospettiva storica, sia nel confronto con gli altri principali paesi dell'area dell'euro. L'andamento è stato però fortemente differenziato tra comparti produttivi e imprese: nuovamente in crescita nella manifattura dai primi anni duemila, stagnante nei servizi privati non finanziari; il ritardo di efficienza è interamente imputabile alle aziende più piccole.

Dall'inizio dello scorso decennio, e più intensamente dal 2011, sono emersi segnali di ristrutturazione del sistema produttivo, con una riallocazione delle risorse a favore delle imprese migliori. Durante la recessione si è rafforzato l'impulso fornito dai processi di selezione di mercato: è aumentata la mortalità tra le imprese meno efficienti; sono entrate aziende mediamente più produttive e in grado di accrescere maggiormente l'occupazione e la produttività nei primi anni di vita.

I fattori che contribuiscono all'efficienza di un'economia sono molteplici<sup>1</sup>. Alcuni sono stati oggetto di un intenso sforzo riformatore avviato nel 2011: ad esempio, le misure sul mercato del lavoro, riducendo il dualismo tra occupati a tempo determinato e quelli a tempo indeterminato, aumentano gli incentivi all'accumulazione di capitale umano; favoriscono nel contempo il trasferimento di risorse verso le produzioni più efficienti, diminuendo i costi delle imprese e sostenendo, più che in passato, il lavoratore in caso di perdita dell'occupazione.

Su altri fattori l'azione di riforma è stata finora meno efficace. Tra questi, hanno implicazioni particolarmente rilevanti per l'efficienza allocativa e per le dinamiche demografiche di impresa le restrizioni all'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, le complesse procedure di gestione delle crisi aziendali, i tempi della giustizia, i disincentivi fiscali e regolamentari alla crescita dimensionale. Anche la carenza di capitale umano, una struttura manageriale eccessivamente incentrata sulla famiglia proprietaria e lo scarso sviluppo del mercato dei capitali di rischio limitano la capacità innovativa e la propensione all'adozione di tecnologie avanzate. La rimozione di questi ostacoli può creare un ambiente più favorevole all'attività di impresa e aumentare la propensione a sostenere investimenti per guadagnare in efficienza e ampliare il perimetro aziendale.

### *Produttività e crescita*

Tra il 1995 e il 2016 il tasso di crescita del prodotto interno lordo è stato in Italia pari allo 0,5 per cento in media d'anno, un valore decisamente inferiore rispetto

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

a quanto registrato in Francia (1,5), in Germania (1,3) e in Spagna (2,1). Il divario rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro ha caratterizzato tutte le fasi cicliche: il decennio precedente lo scoppio della crisi finanziaria globale nel 2008 (1,5 in Italia, 2,3 in Francia, 1,6 in Germania, 3,7 in Spagna), la lunga fase recessiva che ne è seguita (-1,5 in Italia, 0,3 in Francia, 0,6 in Germania, -1,4 in Spagna) e la ripresa iniziata nel 2014 (0,6 in Italia, 1,0 in Francia, 1,7 in Germania, 2,6 in Spagna).

Ripartendo la crescita del prodotto nelle sue principali componenti, nell'ultimo ventennio il maggior sostegno è provenuto in Italia dalla dinamica dell'occupazione, sostenuta anche dai flussi immigratori che hanno più che compensato l'invecchiamento della popolazione (tav. 15.1). La produttività oraria del lavoro ha invece contribuito assai modestamente, con un apporto (0,3 per cento) nettamente inferiore a quello

Tavola 15.1

<b>Scomposizione della crescita del PIL reale (1) (2)</b> (variazioni medie annue nei periodi indicati; valori percentuali)										
VOCI	PIL	Contributi alla crescita								
		Occupazione	Popolazione	Quota della popolazione in età da lavoro (15-64 anni)	Tasso di occupazione	Produttività per occupato	Ore lavorate per occupato	Produttività oraria	Intensità di capitale	PTF
		A=B+C	B=B1+B2+B3	B1	B2	B3	C=C1+C2 C=C3+C4	C1	C2	C3
<b>Francia</b>										
1995-2016	1,5	0,8	0,6	-0,2	0,4	0,8	-0,4	1,2	0,3	0,5
1995-2007	2,3	1,1	0,6	0,0	0,5	1,2	-0,6	1,7	0,3	0,8
2007-2013	0,3	0,1	0,5	-0,4	0,0	0,2	-0,3	0,5	0,4	-0,2
2013-2016	1,0	0,5	0,4	-0,5	0,6	0,5	-0,2	0,7	0,2	0,3
<b>Germania</b>										
1995-2016	1,3	0,6	0,1	-0,2	0,7	0,7	-0,5	1,2	0,2	0,5
1995-2007	1,6	0,5	0,0	-0,2	0,7	1,1	-0,6	1,7	0,4	0,7
2007-2013	0,6	0,8	-0,1	-0,3	1,2	-0,2	-0,7	0,6	0,0	-0,1
2013-2016	1,7	1,0	0,8	0,2	0,0	0,8	0,0	0,8	0,0	0,9
<b>Italia</b>										
1995-2016	0,5	0,6	0,3	-0,3	0,6	-0,1	-0,4	0,3	0,0	-0,1
1995-2007	1,5	1,2	0,3	-0,4	1,3	0,3	-0,2	0,5	0,1	0,2
2007-2013	-1,5	-0,7	0,5	-0,3	-0,9	-0,9	-0,9	0,1	0,1	-0,9
2013-2016	0,6	0,7	0,1	0,0	0,6	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,2
<b>Spagna</b>										
1995-2016	2,1	1,4	0,7	-0,2	0,9	0,6	-0,1	0,7	0,4	0,2
1995-2007	3,7	3,6	1,1	0,1	2,4	0,1	-0,2	0,3	0,1	0,0
2007-2013	-1,4	-2,9	0,5	-0,5	-2,9	1,6	-0,1	1,7	1,5	0,0
2013-2016	2,6	2,0	-0,2	-0,4	2,6	0,6	0,2	0,4	-0,4	0,9

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea (Ameco). Cfr. nel Glossario dell'Appendice la voce *Annual Macroeconomic Database (Ameco)*.  
(1) PIL ai prezzi di mercato, valori concatenati, anno di riferimento 2010. – (2) Il tasso di crescita del PIL (A) si scompone nei contributi derivanti dalla dinamica dell'occupazione (B) e da quella della produttività del lavoro (C). Il contributo dell'occupazione è ulteriormente scomposto in quello della popolazione (B1), della quota di popolazione in età da lavoro (B2) e del tasso di occupazione (B3). La produttività può essere scomposta distinguendo tra ore lavorate per occupato (C1) e produttività oraria (C2) oppure tra intensità di capitale (C3) e produttività totale dei fattori (C4).

registrato in Francia (1,2), Germania (1,2) e Spagna (0,7). In Italia il contributo alla produttività del lavoro dell'intensità di capitale è stato nullo; è stato negativo negli anni più recenti (2013-16), anche per effetto della riduzione degli investimenti. La dinamica della produttività totale dei fattori (PTF), una misura che approssima l'efficienza tecnologica e organizzativa, è stata contenuta sia nel confronto con gli altri principali paesi sia in prospettiva storica (cfr. il riquadro: *Le tendenze di lungo periodo della produttività totale dei fattori in Italia e in alcuni paesi industriali*).

#### LE TENDENZE DI LUNGO PERIODO DELLA PRODUTTIVITÀ TOTALE DEI FATTORI IN ITALIA E IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI

Una recente ricostruzione del valore aggiunto e degli input di capitale e di lavoro sin dal 1861 consente di collocare in una prospettiva storica la debole crescita dell'economia italiana registrata nell'ultimo ventennio<sup>1</sup>.

Il ritardo di sviluppo rispetto agli altri principali paesi è rimasto ampio fino alla seconda guerra mondiale; si è poi rapidamente ridotto tra il 1951 e il 1973. Ciò è attribuibile all'aumento dell'intensità di capitale e soprattutto all'andamento molto sostenuto della produttività totale dei fattori (PTF; tavola). Al termine di tale

Tavola

##### Tendenze storiche della produttività totale dei fattori in alcuni paesi industriali (1) (variazioni percentuali medie nei periodi indicati)

A. Italia	PIL	PTF	B. Regno Unito	PIL	PTF
1861-1896	1,3	0,3	1871-1891	1,8	0,6
1896-1913	2,3	0,6	1891-1911	1,7	0,3
1919-1929	2,7	1,7	1911-1929	1,3	0,6
1929-1938	1,5	-0,4	1929-1937	2,3	1,1
1950-1973	6,0	3,5	1950-1973	2,7	1,2
1973-1995	2,6	1,3	1973-1995	1,2	0,5
1995-2007	1,5	0,2	1995-2007	2,9	1,4
2007-2013	-1,5	-0,9	2007-2013	0,4	-0,3
2013-2016	0,6	0,2	2013-2016	2,3	0,7
C. Stati Uniti	PIL	PTF	D. Germania	PIL	PTF
1869-1889	4,3	0,0	1871-1891	2,4	0,7
1889-1909	4,2	0,8	1891-1911	2,1	0,8
1909-1929	3,0	1,3	1911-1929	-0,3	0,6
1929-1937	0,6	0,3	1929-1935	0,1	0,7
1950-1973	3,6	1,4	1950-1973	5,4	7,0
1973-1995	1,8	0,3	1973-1995	4,1	2,1
1995-2007	3,6	1,3	1995-2007	1,6	0,7
2007-2013	1,0	0,5	2007-2013	0,6	-0,1
2013-2016	2,3	0,4	2013-2016	1,7	0,9
E. Francia	PIL	PTF	F. Spagna	PIL	PTF
1995-2007	2,3	0,8	1995-2007	3,7	0,0
2007-2013	0,3	-0,2	2007-2013	-1,4	0,0
2013-2016	1,0	0,3	2013-2016	2,6	0,9

Fonte: C. Giordano, G. Toniolo e F. Zollino, *Long run trends in Italian productivity*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

(1) Per l'Italia il PIL è misurato dal valore aggiunto al netto della locazione dei fabbricati.

<sup>1</sup> C. Giordano, G. Toniolo e F. Zollino, *Long run trends in Italian productivity*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

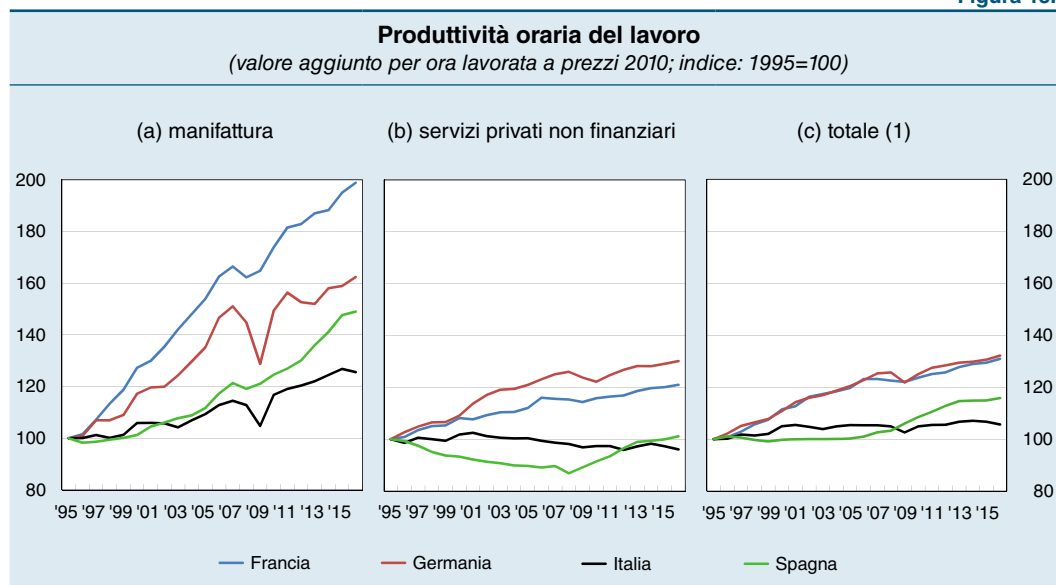
processo la produttività del lavoro in Italia ha raggiunto lo stesso livello del Regno Unito, pur rimanendo in significativo ritardo nel confronto con gli Stati Uniti.

Il divario rispetto ai paesi leader nel contesto internazionale è però tornato ad aumentare negli anni novanta, in particolare nei servizi privati; ciò ha riflesso soprattutto il peggioramento della PTF. Utilizzando dati storici armonizzati tra paesi, tra il 1995 e il 2007 in Italia la PTF è cresciuta in media di appena lo 0,2 per cento all'anno, contro l'1,3 del ventennio precedente. Nello stesso periodo l'incremento medio annuo è stato pari allo 0,8 in Francia e appena inferiore in Germania, mentre nel Regno Unito e negli Stati Uniti è stato prossimo all'1,5. Diversamente da quanto osservato nel nostro paese e in Germania, dove la PTF ha progressivamente rallentato dalla metà degli anni settanta, nel Regno Unito e negli Stati Uniti si è registrata invece un'accelerazione, interrotta dal peggioramento avviatosi nel 2008. Il calo della PTF nel corso della crisi, comune a tutti i maggiori paesi industriali, è stato più accentuato in Italia; il miglioramento del quadro ciclico negli ultimi tre anni si è accompagnato a un diffuso recupero della PTF, più moderato nel nostro paese<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Un approfondimento sulle tendenze in Italia nell'ultimo ventennio, che tiene conto della composizione dei servizi produttivi di capitale e lavoro e del ruolo del progresso tecnico incorporato nei beni strumentali, trova indicazioni più positive circa la dinamica della PTF dall'avvio della crisi, specialmente nei settori della manifattura (cfr. A. Mistretta e F. Zollino, *Recent trends of activity and TFP in Italy with a focus on embodied technical progress*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione).

Nel settore manifatturiero la produttività oraria del lavoro, dopo aver ristagnato fino all'inizio dello scorso decennio, è aumentata dell'1,6 per cento l'anno tra il 2003 e il 2007 e ha accelerato all'1,9 per cento dopo il 2009. Nel settore dei servizi privati non finanziari è invece mediamente diminuita dello 0,4 per cento negli ultimi quindici anni, risentendo del declino nel settore dei servizi alle imprese e della stagnazione nel commercio e nel settore dei servizi di trasporto e magazzinaggio (fig. 15.1).

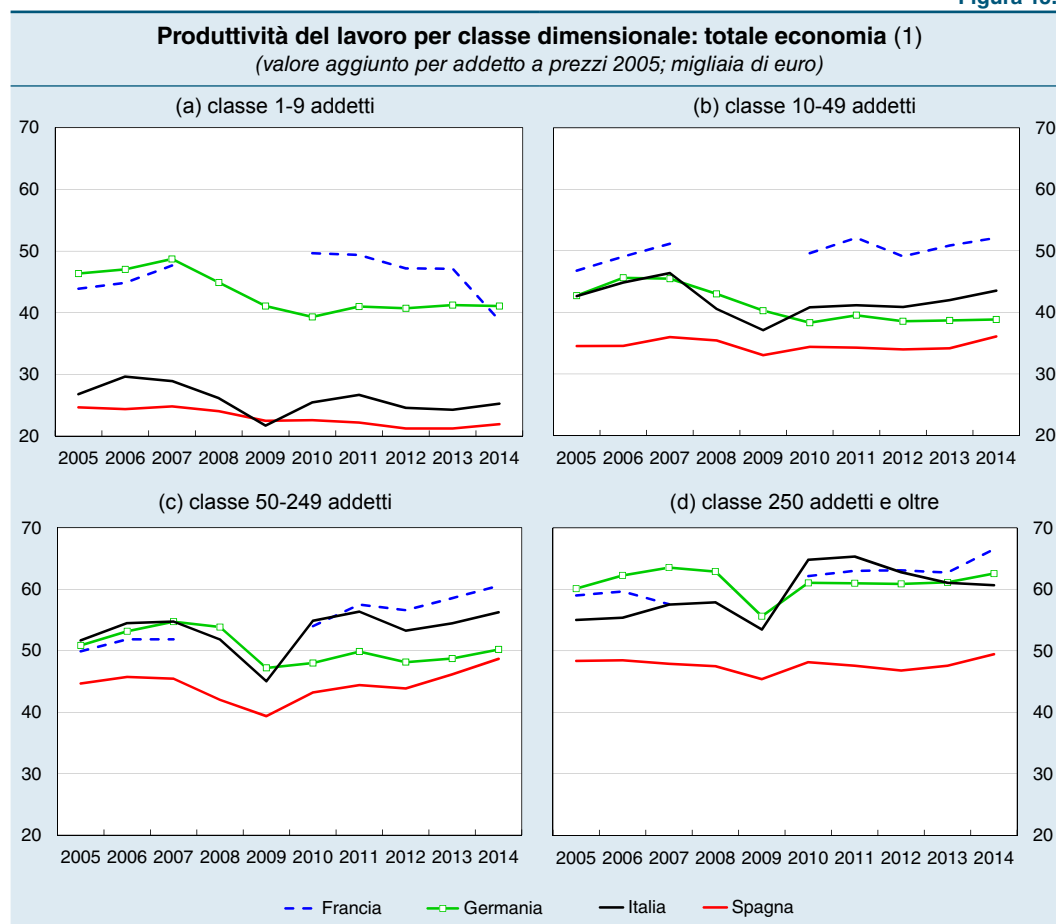
Figura 15.1



Fonte: Eurostat, *National Accounts*.  
(1) Manifattura e servizi privati non finanziari.

Il ritardo di efficienza dell'Italia è interamente imputabile alle numerose aziende piccole e piccolissime. Quelle con meno di dieci addetti, che pesano per oltre il 95 per cento sul numero totale delle imprese e per il 27 e il 44 per cento sul totale del valore aggiunto e dell'occupazione, mostrano livelli di produttività del lavoro bassi e spesso dinamiche peggiori rispetto non solo alle imprese più grandi, ma anche a quelle di analoga dimensione di Francia e Germania (fig. 15.2).

Figura 15.2



Fonte: Eurostat, *Structural business statistics*.

(1) Manifattura e servizi privati non finanziari. Per la Francia non sono disponibili i dati relativi agli anni 2008 e 2009.

### *Produttività, efficienza allocativa e dinamiche demografiche di impresa*

Il tasso di crescita della produttività aggregata di un paese dipende dai guadagni di efficienza realizzati dalle singole aziende e dalla capacità del sistema economico e istituzionale nel suo complesso di convogliare risorse verso gli usi più produttivi (efficienza allocativa), anche in connessione con i processi di entrata e di uscita delle imprese dal mercato.

In presenza di ampi divari di produttività tra le imprese che si collocano alla frontiera tecnologica e le altre<sup>2</sup>, l'intensità e la rapidità con cui le risorse vengono riallocate verso le aziende migliori possono offrire una spinta importante alla crescita

<sup>2</sup> D. Andrews, C. Criscuolo e P.N. Gal, *Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries*, OECD, *The Future of Productivity: Main Background Papers*, 2015.

economica. In Italia il contributo dell'efficienza allocativa – misurata con la covarianza tra dimensione e produttività a livello di impresa<sup>3</sup> – alla produttività aggregata è meno forte che negli altri paesi avanzati<sup>4</sup>.

Secondo analisi basate sull'universo delle imprese italiane del settore privato non finanziario e non agricolo<sup>5</sup>, dal 2000 si riscontrano processi di cambiamento strutturale con un aumento dell'efficienza allocativa nella manifattura. Dopo la crisi dei debiti sovrani questo processo si è rafforzato, in linea con quanto accaduto in altri paesi europei<sup>6</sup>, e si è esteso anche ai servizi privati non finanziari, pur con ritmi meno intensi. Nel confronto tra settori, il miglioramento dell'efficienza allocativa risulta positivamente correlato con l'intensità delle pressioni concorrenziali, misurate dal grado di concentrazione dell'attività produttiva e dall'incidenza delle importazioni provenienti da paesi in via di sviluppo, dove sono più bassi i costi di produzione<sup>7</sup>.

A fronte di una produttività aziendale mediamente in calo, sono aumentate le differenze tra imprese. Prima della crisi l'occupazione era cresciuta dell'1 per cento in media d'anno tra le aziende meno efficienti e del 3 tra quelle più efficienti. Successivamente, in particolare dopo la crisi dei debiti sovrani, questa divergenza si è accentuata: la dimensione aziendale si è ridotta tra tutte le imprese, con l'eccezione di quelle più produttive. Questi andamenti hanno riflesso anche la maggior propensione delle imprese più esposte alla concorrenza nei mercati internazionali a modificare le proprie strategie aziendali, concentrando la produzione sui beni maggiormente competitivi e accrescendo la propria efficienza complessiva (fig. 15.3).



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati riferiti all'universo delle imprese esportatrici di fonte Istat.

(1) Le categorie in ascissa rappresentano i quintili in cui è stata suddivisa la distribuzione dei tassi di variazione della domanda potenziale estera delle imprese, una misura che si associa a mutamenti nel grado di esposizione alla concorrenza sui mercati internazionali. Per ciascuna impresa la variazione della domanda estera è stata calcolata come media ponderata dei tassi di crescita delle importazioni per prodotto e mercato di destinazione, con pesi dati dalla quota di ciascun prodotto e mercato sul fatturato esportato dell'impresa. Il primo (ultimo) quintile contiene le imprese la cui domanda sui mercati esteri è cresciuta al ritmo più basso (alto). Per le diverse categorie in ascissa, gli istogrammi riportano la variazione media del fatturato reale per addetto a parità di settore e anno.

<sup>3</sup> In un sistema economico efficiente si dovrebbe osservare una covarianza elevata in quanto sono le imprese più produttive a crescere maggiormente (cfr. G.S. Olley e A. Pakes, *The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry*, "Econometrica", 64, 6, 1996, pp. 1263-1297).

<sup>4</sup> D. Andrews e F. Cingano, *Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries*, "Economic Policy", 29, 78, 2014, pp. 253-296.

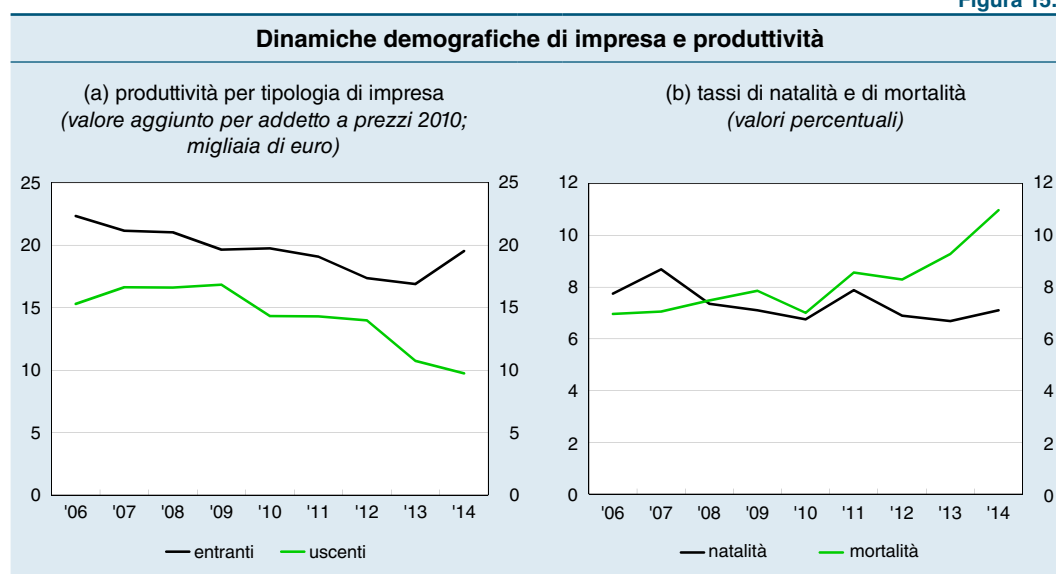
<sup>5</sup> A. Linarello e A. Petrella, *Productivity and reallocation: evidence from the universe of Italian firms*, "International Productivity Monitor", di prossima pubblicazione, edito anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 353, 2016; A. Linarello, A. Petrella e E. Sette, *Allocative efficiency and finance*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> E. Adamopoulou, E. Bobbio, M. De Philippis e F. Giorgi, *Allocative efficiency and aggregate wage dynamics in Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 340, 2016.

Le dinamiche demografiche di impresa hanno sostenuto la produttività più intensamente durante la fase recessiva. Vi hanno contribuito in particolare i processi di uscita dal mercato, con un aumento dei tassi di mortalità soprattutto tra le imprese meno efficienti (fig. 15.4). Il sostegno delle nuove iniziative imprenditoriali si è lievemente intensificato nel settore manifatturiero grazie all'entrata di aziende mediamente più efficienti che in passato: sono stati più intensi anche il tasso di crescita dell'occupazione e quello della produttività nei loro primi anni di vita. Il contributo derivante dai processi di entrata rimane tuttavia ridotto per effetto di caratteristiche strutturali già presenti prima della crisi: le nuove imprese italiane entrano nel mercato con una dimensione più piccola, crescono di meno e per un numero minore di anni rispetto a quanto accade, ad esempio, negli Stati Uniti<sup>8</sup>.

Figura 15.4



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati riferiti all'universo delle imprese di fonte Istat.

### Le determinanti della crescita della produttività

Le determinanti della produttività vanno ricercate nell'interazione tra alcune caratteristiche delle imprese, le regole che governano il funzionamento dei mercati dei fattori produttivi e dell'output, l'assetto normativo e istituzionale. Le riforme attuate in Italia dalla seconda metà del 2011 hanno inciso su alcuni di questi fattori, creando le condizioni per un rafforzamento della crescita della produttività e dell'economia nel lungo termine (cfr. il riquadro: *Le valutazioni degli effetti macroeconomici delle riforme*).

#### LE VALUTAZIONI DEGLI EFFETTI MACROECONOMICI DELLE RIFORME

Le iniziative di riforma che possono rafforzare la dinamica della produttività – ad esempio incidendo sulle condizioni per lo svolgimento delle attività economiche, sulla flessibilità nell'allocazione delle risorse, sulla formazione del capitale umano, sull'efficienza amministrativa – sono da tempo al centro della discussione sul rilancio

<sup>8</sup> F. Manaresi, *Net employment growth by firm size and age in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 298, 2015.

della crescita nell'Unione europea e nei suoi Stati membri e sono oggetto delle raccomandazioni formulate dalla Commissione europea nell'ambito della Procedura per gli squilibri macroeconomici (*macroeconomic imbalance procedure*, MIP).

La valutazione empirica delle riforme è assai difficile: le osservazioni disponibili sono per natura limitate e con poca variabilità nel tempo, gli effetti si manifestano solo nel lungo periodo e non è sempre possibile distinguerli da quelli di altri fattori che operano contemporaneamente. Pertanto la letteratura economica recente ha utilizzato due approcci.

Il primo consiste nella stima delle correlazioni empiriche, in un campione di paesi o settori, tra i tassi di crescita del PIL (o di qualche altra misura di performance economica) e indicatori che riportano su base quantitativa alcune caratteristiche strutturali del paese o l'introduzione di alcune riforme, ad esempio gli indicatori costruiti dall'OCSE sulla regolamentazione del mercato dei prodotti (*product market regulation*, PMR) o del mercato del lavoro (*employment protection legislation*, EPL). Questo approccio dà utili indicazioni, ma è spesso inevitabilmente condotto su un numero di osservazioni limitato e non consente di analizzare i meccanismi attraverso cui le riforme agiscono e di identificare i nessi causali.

Un approccio alternativo ricorre alla simulazione di modelli di equilibrio generale, al cui interno sono specificate alcune caratteristiche strutturali delle economie che possono essere direttamente influenzate da una riforma: ad esempio, il grado di concorrenza sul mercato dei prodotti o dei servizi, che è misurato dalla dimensione dei margini di profitto applicati dalle imprese, o la dinamica della produttività totale dei fattori. Questi modelli hanno il vantaggio di costituire un riferimento per discutere, su basi coerenti, i meccanismi di trasmissione degli effetti delle riforme. Tuttavia soffrono di un certo grado di arbitrarietà nella scelta dei valori dei parametri e dell'effetto su di essi delle riforme. Poiché questi modelli sono solitamente basati sul comportamento di un agente rappresentativo (ad es. un'impresa o una famiglia), non sono in grado di fornire indicazioni sugli eventuali impatti distributivi delle riforme, che possono spesso essere ampi e condizionarne sia gli effetti economici sia la fattibilità politica.

Pur con queste cautele, tutte le analisi disponibili attribuiscono ai diversi tipi di riforme introdotte in Italia nell'ultimo decennio effetti favorevoli sul livello del PIL nel lungo periodo (tavola). Secondo le valutazioni dell'OCSE, basate sulla prima metodologia, le riforme attuate tra il 2012 e il 2015 avrebbero un effetto positivo sul livello del PIL pari al 6,3 per cento dopo dieci anni<sup>1</sup>. In base alle simulazioni di modelli di equilibrio generale, gli effetti di lungo periodo delle liberalizzazioni nel settore dei servizi introdotte fino al 2012 si collocherebbero tra il 3 e il 6,9 per cento del PIL<sup>2</sup>. Considerando un più ampio insieme di riforme realizzate fino al 2015, la Commissione europea stima che l'effetto sul PIL sarebbe, nel lungo periodo, del 2,8

<sup>1</sup> OCSE, *Structural Reforms in Italy: Impact on Growth and Employment*, 2015.

<sup>2</sup> A. Gerali, A. Locarno, A. Notarpietro e M. Pisani, *Every cloud has a silver lining. The sovereign crisis and Italian potential output*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1010, 2015; L. Lusinyan e D. Muir, *Assessing the macroeconomic impact of structural reforms: the case of Italy*, IMF Working Paper, 22, 2013.

per cento<sup>3</sup>; con riferimento a tutte le riforme attuate nello stesso periodo, il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) stima un impatto pari all'8,2 per cento<sup>4</sup>.

Tavola

**Effetti delle riforme sul PIL nel lungo periodo**

FONTI	Metodo	Riforme	Periodo riforme	Orizzonte	Effetto sul PIL (%)
OCSE	Stime in forma ridotta	(1)	2012-2015	10 anni	6,3
A. Gerali et al.	Modelli strutturali	Liberalizzazioni	2008-2012	Lungo periodo (2)	3,0
L. Lusinyan e D. Muir	Modelli strutturali	Liberalizzazioni	2008-2012	Lungo periodo (2)	6,9
Commissione europea	Modelli strutturali	(3)	2012-2015	Lungo periodo (2)	2,8
MEF	Modelli strutturali	(4)	2012-2015	Lungo periodo (2)	8,2

(1) L'OCSE considera tutte le riforme (liberalizzazioni, mercato del lavoro, sistema fiscale, Pubblica amministrazione e giustizia civile) misurabili tramite i loro indicatori. – (2) Per lungo periodo si intende il nuovo equilibrio di stato stazionario del modello strutturale. – (3) Tra le riforme realizzate nel 2012-15 la Commissione europea considera soltanto quelle per le quali esistono evidenze consolidate circa gli effetti sui parametri del modello. – (4) Il MEF prende in esame tutte le riforme del periodo 2012-15 che erano idonee all'applicazione della clausola per l'adozione di riforme strutturali nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. Restringendo le valutazioni del MEF al sottoinsieme considerato dalla Commissione europea, l'impatto stimato si riduce al 6,1 per cento.

Le riforme non sono tuttavia un sostituto delle politiche di stabilizzazione del ciclo economico e di sostegno della domanda. Un'ampia letteratura internazionale ha evidenziato come gli effetti di breve periodo delle riforme possano essere limitati o addirittura negativi, a seconda di diversi fattori quali la velocità, le modalità e la credibilità del percorso di attuazione, le condizioni del ciclo economico, lo spazio di manovra della politica monetaria, i vincoli finanziari e reali che possono ritardare la risposta degli investimenti, gli effetti distributivi<sup>5</sup>. Riforme del mercato del lavoro che riducono i costi di licenziamento possono essere recessive se effettuate in periodi di bassa attività economica. Liberalizzazioni dei mercati, che riducano i margini e i prezzi di vendita, possono risultare depressive se i tassi di interesse a breve termine sono vicini allo zero e la crescita economica è debole. Le conseguenze distributive delle riforme possono generare resistenze da parte dei soggetti che ne sono svantaggiati e ripercuotersi negativamente sulla domanda aggregata in presenza di vincoli creditizi.

Un crescente consenso nella letteratura internazionale indica che il disegno delle riforme deve essere tale da attenuare o contrastare gli effetti negativi di breve termine. Un esempio è l'introduzione simultanea, come avvenuto con gli interventi sul mercato del lavoro in Italia, della normativa sulla cessazione del rapporto di lavoro (applicandola in modo graduale ai soli nuovi contratti) e di misure temporanee volte

<sup>3</sup> Commissione europea, *The economic impact of selected structural reform measures in Italy, France, Spain and Portugal*, European Commission, European Economy. Institutional Paper, 23, 2016.

<sup>4</sup> Ministero dell'Economia e delle finanze, *Documento di economia e finanza 2016, Sezione III. Programma nazionale di riforma*, 2016.

<sup>5</sup> FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016; OCSE, *OECD Employment Outlook 2016*, 2016; A. Gerali, A. Notarpietro e M. Pisani, *Structural reforms, investment and zero lower bound in a monetary union*, "The Manchester School", 83, 53, 2015, pp. 102-139.

a sostenere l'occupazione nel breve periodo, come gli sgravi contributivi. È altresì importante che l'introduzione delle riforme sia accompagnata da adeguate politiche che garantiscano il sostegno della domanda nel breve periodo.

*L'innovazione e la tecnologia.* – L'innovazione e l'adozione di nuove tecnologie sono le principali determinanti degli incrementi dell'efficienza aziendale.

Per effetto di ritardi nella loro adozione, tra il 2000 e il 2007 le tecnologie dell'informazione e della comunicazione hanno fornito un apporto ridotto alla crescita; il loro contributo si è azzerato nel corso della crisi, per poi riprendersi nell'ultimo triennio. Numerose analisi empiriche, basate anche su imprese italiane, mostrano una relazione positiva tra spesa in ricerca e sviluppo (R&S) e produttività aziendale; tale relazione persiste anche quando, invece della spesa, si consideri un indicatore di propensione a realizzare innovazioni, che meglio tiene conto dello sforzo innovativo da parte delle aziende di piccola dimensione, che spesso innovano senza effettuare o registrare ufficialmente gli investimenti in R&S<sup>9</sup>.

Considerando vari indicatori, la Commissione europea include l'Italia tra gli "innovatori moderati", con un ritardo rispetto ai principali paesi dell'area dell'euro. Nel 2016 gli investimenti immateriali rappresentavano in Italia il 15,8 per cento degli investimenti totali, meno che in Francia (24) e Germania (18). Il rapporto tra la spesa in R&S e il PIL, seppure in costante, leggera crescita dal 2006, è in Italia ancora al di sotto della media dell'Unione europea (1,3 per cento contro 1,9), in particolare nella componente che fa capo al settore privato. Dal 2015 il numero di brevetti depositati da residenti italiani presso lo European Patent Office è in crescita, ma la quota complessiva resta bassa nel confronto internazionale.

Al ritardo innovativo dell'Italia contribuiscono più fattori: la ridotta dimensione aziendale, la carenza di capitale umano, la disponibilità di finanziamento, il contesto istituzionale (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione* nella *Relazione annuale* sul 2012). Dal 2013 è stato profondamente ridisegnato l'insieme delle politiche destinate al sostegno dell'attività innovativa. Seguendo le migliori pratiche internazionali, esse prevedono interventi lungo l'intera filiera dell'innovazione: il finanziamento delle start-up, incentivi fiscali all'attività di R&S e agli investimenti in nuove tecnologie, il *patent box*.

*La regolamentazione.* – Le spinte concorrenziali, che riflettono anche alcune regolamentazioni specifiche di settore, favoriscono l'innovazione e l'efficienza produttiva e allocativa, incentivando l'impiego ottimale delle risorse all'interno della singola azienda e tra settori e imprese.

Analisi basate sugli indicatori sviluppati dall'OCSE (*product market regulation*, PMR) mostrano come una regolamentazione eccessivamente restrittiva in alcuni comparti dei servizi ostacoli la riallocazione delle risorse, gli investimenti immateriali e le

<sup>9</sup> B.H. Hall, F. Lotti e J. Mairesse, *Employment, innovation and productivity: Evidence from Italian microdata*, "Industrial and Corporate Change", 17, 4, 2008, pp. 813-839; B.H. Hall, F. Lotti e J. Mairesse, *Innovation and productivity in SMEs: empirical evidence for Italy*, "Small Business Economics", 33, 2009, pp. 13-33.

dinamiche demografiche di impresa, frenando la produttività. Vi sono ricadute negative anche sul tasso di crescita del valore aggiunto, della produttività e delle esportazioni delle imprese manifatturiere che necessitano di quei servizi<sup>10</sup>. Analisi di valutazione delle misure di liberalizzazione del settore del commercio al dettaglio introdotte in Italia alla fine degli anni novanta evidenziano effetti positivi sull'occupazione, sulla produttività e sull'innovazione tecnologica; si sono ridotti anche i prezzi di vendita a beneficio dei consumatori<sup>11</sup>.

Secondo gli indicatori PMR, l'Italia si colloca in una posizione intermedia nella graduatoria dei paesi analizzati (cfr. il capitolo 9: *La struttura produttiva e le riforme nella Relazione annuale sul 2013*). Tuttavia in alcuni settori, quali il commercio, i servizi postali e quelli professionali, la regolamentazione rimane tra le più restrittive.

Il grado di concorrenza risente anche degli oneri regolamentari che gravano sulle nuove iniziative imprenditoriali. Oltre ai vincoli all'accesso ai mercati di natura settoriale (ad es. restrizioni al numero di operatori o riserve legali su alcuni ambiti di attività), i costi di entrata nel mercato dipendono anche dalla complessità delle procedure necessarie alla costituzione dell'impresa e all'avvio dell'attività. Secondo gli indicatori *Doing Business* della Banca Mondiale, nel confronto con le altre economie sviluppate gli oneri burocratici per l'avvio di iniziative imprenditoriali sono nel complesso più elevati.

Analisi recenti indicano che la riduzione delle barriere amministrative all'entrata ha effetti positivi. La riforma dello sportello unico per le attività produttive del 2010 ha comportato un innalzamento del tasso di natalità delle imprese di 0,2 punti percentuali, concentrato tra le ditte individuali e nei settori dei servizi privati e delle costruzioni (cfr. il riquadro: *Costi di avvio e dinamica di impresa* del capitolo 15 nella *Relazione annuale sul 2014*). Secondo un modello simulato sull'economia italiana, una riduzione del tempo necessario per avviare un'impresa avrebbe un effetto positivo sul PIL e sulla produttività totale dei fattori, più forte di quello associabile a una diminuzione dei costi monetari (cfr. il riquadro: *La riduzione degli oneri burocratici per l'avvio delle nuove attività produttive* del capitolo 12).

La crescita della produttività è influenzata anche dall'insieme delle regole che governano la gestione delle crisi di impresa. Un buon diritto fallimentare favorisce la riallocazione delle risorse, riducendo i tempi e i costi dell'uscita dal mercato delle imprese non più profittevoli e facilitando la ristrutturazione di quelle in temporanea difficoltà; la riduzione degli oneri associati a un eventuale fallimento migliora le condizioni del credito<sup>12</sup> e promuove l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali. Secondo gli indicatori *Doing Business* le procedure di gestione delle crisi in Italia si caratterizzano per tempi e costi più elevati e percentuali di recupero più basse rispetto ai paesi dell'area dell'euro; su questi risultati influisce anche il grado di efficienza della giustizia civile.

<sup>10</sup> G. Barone e F. Cingano, *Services regulation and growth: evidence from OECD countries*, "The Economic Journal", 121, 555, 2011, pp. 931-957.

<sup>11</sup> E. Viviano, *Entry regulations and labour market outcomes: evidence from the Italian retail trade sector*, "Labour Economics", 15, 6, 2008, pp. 1200-1222; F. Schivardi e E. Viviano, *Entry barriers in Italian retail trade*, "The Economic Journal", 121, 551, 2011, pp. 145-170.

<sup>12</sup> G. Rodano, N. Serrano-Velarde e E. Tarantino, *Bankruptcy law and bank financing*, "Journal of Financial Economics", 120, 2, 2016, pp. 363-382.

*Il sistema giudiziario.* – I canali attraverso i quali una giustizia efficiente influenza positivamente la produttività e l’allocazione delle risorse sono molteplici e sono riconducibili al ruolo cruciale che essa svolge nell’assicurare la tutela dei contratti e dei diritti di proprietà. Riducendo la necessità di fare leva su meccanismi informali, quali la reputazione o le relazioni di lungo periodo, a garanzia del rispetto degli obblighi contrattuali, un’efficace tutela dei contratti riduce il vantaggio competitivo delle imprese già presenti sul mercato, favorendo l’entrata di nuove aziende e incrementando la concorrenza; ha effetti positivi anche sul mercato del credito, contribuendo a migliorare le condizioni offerte alle nuove aziende e a quelle con opportunità di crescita.

In base all’indicatore *Doing Business* l’efficienza della giustizia civile è in Italia bassa nel confronto internazionale (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell’attività di impresa e il contesto istituzionale*). Studi basati sulla comparazione tra aree di competenza dei tribunali mostrano che, in quelle in cui la giustizia risulta più efficiente, le imprese manifatturiere sono mediamente più grandi e hanno una più elevata probabilità di partecipare a catene globali del valore come fornitrici di input intermedi<sup>13</sup>.

*La tutela della legalità.* – La presenza sul mercato di aziende che non rispettano le regole evadendo le tasse, corrompendo funzionari pubblici o operando in connessione con organizzazioni criminali riduce la capacità di crescita del sistema economico attraverso vari canali (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell’attività di impresa e il contesto istituzionale*).

L’evasione fiscale, alta in Italia nel confronto internazionale, alimenta, in combinazione con l’elevata pressione fiscale e la complessità e l’instabilità delle norme tributarie, una concorrenza sleale che riduce il rendimento dell’innovazione e frena il dinamismo imprenditoriale, con effetti negativi sulla dinamica della produttività; si stima che, in assenza di evasione, nel periodo 1995-2006 il tasso di crescita del PIL sarebbe stato più elevato di almeno due decimi di punto percentuale l’anno (cfr. il riquadro: *Tassazione e dinamiche di impresa* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2015).

Secondo gli indicatori internazionali che misurano la diffusione della corruzione<sup>14</sup>, l’Italia presenta uno dei livelli più alti tra i paesi della UE. Vi è evidenza che la corruzione riduce la crescita del prodotto delle regioni italiane e l’efficienza della loro spesa per investimenti pubblici<sup>15</sup>; le organizzazioni criminali incidono negativamente sulla crescita economica, anche deviando a proprio beneficio le risorse pubbliche<sup>16</sup>

<sup>13</sup> S. Giacomelli e C. Menon, *Does weak contract enforcement affect firm size? Evidence from the neighbour’s court*, “Journal of Economic Geography”, 2016, pp. 1-32; A. Accetturo, A. Linarello e A. Petrella, *Judiciary efficiency and trade in tasks*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>14</sup> Transparency International, *Corruption perception index 2016*, 2017.

<sup>15</sup> N. Fiorino, E. Galli e I. Petrarca, *Corruption and growth: evidence from the Italian regions*, “European Journal of Government and Economics”, 1, 2, 2012, pp. 126-144; A. Del Monte e E. Papagni, *Public expenditure, corruption and economic growth: the case of Italy*, “European Journal of Political Economy”, 17, 1, 2001, pp. 1-16.

<sup>16</sup> P. Pinotti, *The economic costs of organized crime: evidence from southern Italy*, “The Economic Journal”, 125, 586, 2015, pp. F203-F232; G. Barone e G. Narciso, *Organized crime and business subsidies: where does the money go?*, “Journal of Urban Economics”, 86, 2015, pp. 98-110; G. Barone e S. Mocetti, *Natural disasters, growth and institutions: a tale of two earthquakes*, “Journal of Urban Economics”, 84, 2014, pp. 52-66; L. Mirenda, S. Mocetti e L. Rizzica, *The real effects of ’ndrangheta: firm-level evidence*, Banca d’Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

(cfr. il riquadro: *Gli effetti economici della diffusione della criminalità organizzata nel Centro Nord* del capitolo 12); una maggiore criminalità si associa a una minore offerta di credito bancario a discapito dell'attività di accumulazione<sup>17</sup>.

*Il capitale umano.* – Nei confronti internazionali le differenze nella dotazione di capitale umano spiegano gran parte di quelle nella crescita del prodotto pro capite.

L'utilizzo di lavoratori competenti è cruciale nella produzione di innovazione. Analisi condotte su imprese italiane confermano che a una più elevata dotazione di capitale umano si associano un maggiore rendimento della spesa in R&S<sup>18</sup> e una più spiccata predisposizione verso le innovazioni organizzative complementari all'adozione di nuove tecnologie.

Rispetto ad altri paesi industrializzati, l'Italia mostra un significativo ritardo in termini di livelli di istruzione formale e di competenze effettivamente possedute dalla popolazione a parità di titolo di studio conseguito. Nel 2015 il 60 per cento della popolazione tra i 25-64 anni aveva completato con successo l'istruzione secondaria superiore e il 18 per cento aveva un titolo di livello terziario, contro valori del 79 e 32 per cento nella media dei paesi dell'Unione. Il divario riflette solo in parte le scelte delle generazioni passate: anche nella popolazione con 25-34 anni la quota dei laureati, pari al 25 per cento, è al di sotto della media UE (32 per cento). La scarsa partecipazione all'istruzione formale influisce direttamente sulle capacità logiche, analitiche e cognitive della popolazione: secondo i risultati dell'indagine svolta nell'ambito del *Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC)*<sup>19</sup> relativi al 2012, l'Italia è l'ultimo tra i paesi OCSE in termini di competenze linguistiche, tra gli ultimi per quelle matematiche. Il ritardo degli italiani si aggrava con il procedere del percorso degli studi, suggerendo la presenza di elementi di criticità nel funzionamento del sistema formativo.

Nonostante la bassa incidenza di lavoratori con un titolo di studio superiore alla scuola dell'obbligo, il rendimento dell'istruzione rimane in Italia modesto nel confronto internazionale. Ciò riflette una struttura produttiva che continua a basarsi soprattutto su lavoratori meno qualificati e una significativa difficoltà di incontro tra la domanda e l'offerta di lavoro, che fornisce pochi stimoli agli investimenti in capitale umano<sup>20</sup>.

*La struttura proprietaria e manageriale.* – La struttura proprietaria e manageriale delle imprese determina le scelte strategiche e la qualità delle pratiche gestionali, incidendo sulla propensione a crescere e a innovare.

<sup>17</sup> E. Bonaccorsi di Patti, *Weak institutions and credit availability: the impact of crime on bank loans*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 52, 2009.

<sup>18</sup> B.H. Hall, F. Lotti e J. Mairesse, *Evidence on the impact of R&D and ICT investments on innovation and productivity in Italian firms*, "Economics of Innovation and New Technology", 22, 3, 2013, pp. 300-328.

<sup>19</sup> 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) della popolazione.

<sup>20</sup> F. Colonna, *Chicken or the egg? Human capital demand and supply*, "Politica economica", 33, 1, 2017, pp. 97-124.

Una struttura proprietaria concentrata, come nelle aziende familiari, può aiutare a ridurre le asimmetrie informative e gli eventuali conflitti tra proprietà e controllo, favorendo strategie aziendali orientate al lungo termine. La prevalenza di una famiglia nella proprietà può tuttavia indurre una maggiore chiusura verso nuovi investitori in capitale di rischio e un'eccessiva prudenza gestionale con effetti negativi sull'innovazione, sull'adozione di nuove tecnologie, sulla propensione all'internazionalizzazione; un'eccessiva diffusione di imprese familiari può frenare la capacità del sistema produttivo nel suo complesso di spostarsi verso settori e progetti dal rendimento più elevato<sup>21</sup>.

In Italia è alto nel confronto internazionale il peso delle imprese a proprietà familiare. Secondo i dati del progetto di ricerca sull'internazionalizzazione delle imprese europee (*European Firms in a Global Economy*, EFIGE) relativi a un campione di aziende manifatturiere con almeno dieci addetti, la quota di quelle che fanno riferimento a una famiglia proprietaria è quasi del 90 per cento in Germania e in Italia, lievemente più bassa in Francia e nel Regno Unito. Nostre elaborazioni sui dati delle Camere di commercio relativi all'universo delle società di persone e di capitali, indicano che tra il 2008 e il 2015 la percentuale di aziende familiari – definite come quelle in cui la quota di soci appartenenti alle due principali famiglie supera i due terzi – è aumentata di dieci punti percentuali (dal 55,5 al 65,6 per cento). L'incidenza è maggiore nell'agricoltura, nei settori tradizionali della manifattura, nei servizi di ospitalità e di commercio al dettaglio e nel Mezzogiorno.

Le imprese familiari, e in particolare quelle italiane, tendono a privilegiare una selezione dei manager basata su un criterio di vicinanza e di fedeltà ai proprietari piuttosto che di competenza specifica rispetto al settore di operatività e alle strategie dell'azienda<sup>22</sup>. Ne risentono negativamente la qualità del management e delle pratiche gestionali e di riflesso l'efficienza produttiva<sup>23</sup>.

Nelle aziende familiari italiane e tedesche l'amministratore delegato o l'imprenditore appartiene spesso alla famiglia proprietaria; solo in Italia però rimane elevata la quota delle imprese in cui tutti i ruoli manageriali sono affidati a persone della famiglia proprietaria<sup>24</sup>. In queste aziende la propensione all'innovazione è più bassa (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione nella Relazione annuale* sul 2012).

*Il finanziamento delle imprese.* – Il sistema finanziario sostiene lo sviluppo aziendale e i miglioramenti di efficienza, fornendo le risorse necessarie per intraprendere investimenti e progetti innovativi; contribuisce a determinare l'allocazione delle risorse tra le imprese esistenti e l'intensità delle dinamiche demografiche, selezionando le iniziative imprenditoriali meritevoli di finanziamento.

<sup>21</sup> C. Michelacci e F. Schivardi, *Does idiosyncratic business risk matter for growth?*, "Journal of the European Economic Association", 11, 2, 2013, pp. 343-368.

<sup>22</sup> O. Bandiera, L. Guiso, A. Prat e R. Sadun, *Matching firms, managers, and incentives*, "Journal of Labor Economics", 33, 3, 2015, pp. 623-681; F. Lippi e F. Schivardi, *Corporate control and executive selection*, "Quantitative Economics", 5, 2, 2014, pp. 417-456.

<sup>23</sup> N. Bloom, R. Sadun e J. Van Reenen, *The organization of firms across countries*, "The Quarterly Journal of Economics", 127, 4, 2012, pp. 1663-1705.

<sup>24</sup> M. Bugamelli, L. Cannari, F. Lotti e S. Magri, *Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 121, 2012.

In Italia i prestiti bancari rappresentano la principale fonte di finanziamento esterna. Fenomeni di forte restrizione al credito possono quindi avere effetti rilevanti sull'economia reale: nel quadriennio 2007-2010, il calo nell'offerta di credito indotto dalla crisi ha contribuito per circa un quarto alla caduta complessiva degli investimenti<sup>25</sup>. Durante la recente crisi, d'altro canto, restrizioni all'offerta di credito hanno favorito il ridimensionamento delle imprese meno efficienti e la loro uscita dal mercato, incidendo positivamente sulla crescita della produttività aggregata<sup>26</sup>.

A differenza degli altri paesi avanzati, il debito bancario, dopo le risorse interne, costituisce in Italia la principale fonte di finanziamento dell'innovazione, rispecchiando la ridotta capitalizzazione delle imprese e il ritardo di sviluppo del settore del venture capital, carenze su cui sono stati recentemente effettuati interventi attraverso la leva fiscale (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Un'analisi su dati di impresa relativi al periodo 1998-2014 conferma che un aumento del credito bancario si riflette positivamente sulla dinamica della produttività, favorendo un aumento degli investimenti in R&S<sup>27</sup>.

Tuttavia il debito bancario è meno adatto a finanziare iniziative caratterizzate da elevata rischiosità e forti asimmetrie informative e quindi un suo diffuso utilizzo potrebbe ridurre l'ammontare complessivo dei fondi disponibili per l'innovazione e indirizzarli verso progetti di portata innovativa minore; ne soffrirebbero in particolare le imprese più giovani che, pur avendo un maggiore potenziale di crescita, dispongono di minori garanzie reali.

Il sistema bancario è determinante anche nel plasmare le dinamiche di impresa. A un aumento della concorrenza nel mercato del credito corrispondono incrementi dei tassi di entrata di nuove aziende, della loro sopravvivenza e dell'efficienza allocativa<sup>28</sup>. Durante la crisi le forti frizioni creditizie hanno rallentato lo sviluppo nei primi anni di vita delle imprese di nuova costituzione<sup>29</sup>.

*Il mercato del lavoro e le relazioni industriali.* – Una regolamentazione che prevede rilevanti costi di aggiustamento del fattore lavoro incide negativamente sulla dinamica della produttività<sup>30</sup>, ostacolando la capacità delle imprese di rispondere a shock esterni, riducendo l'efficienza allocativa e la propensione a sviluppare iniziative imprenditoriali in settori più dinamici ma più rischiosi. Un'eccessiva instabilità dei rapporti di lavoro può d'altro canto indebolire l'incentivo dell'imprenditore a investire

<sup>25</sup> F. Cingano, F. Manaresi e E. Sette, *Does credit crunch investments down? New evidence on the real effects of the bank-lending channel*, "The Review of Financial Studies", 29, 10, 2016, pp. 2737-2773.

<sup>26</sup> A. Linarello, A. Petrella e E. Sette, *Allocative efficiency and finance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>27</sup> F. Manaresi e N. Pierri, *Credit constraints and firm productivity: evidence from Italy*, Mo.Fi.R. Working Paper, 137, 2017.

<sup>28</sup> F. Lotti e F. Manaresi, *Finance and creative destruction: evidence for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 299, 2015.

<sup>29</sup> F. Manaresi e F. Scoccianti, *Battle Scars. New firms' capital, labor and revenue growth during the double-dip recession*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>30</sup> D.H. Autor, W.R. Kerr e A.D. Kugler, *Does employment protection reduce productivity? Evidence from US states*, "The Economic Journal", 117, 521, 2007, pp. F189-F217; A. Bassanini, L. Nunziata e D. Venn, *Job protection legislation and productivity growth in OECD countries*, "Economic Policy", 24, 58, 2009, pp. 349-402.

sulla formazione dei propri dipendenti; l'interesse per attività formative risulta ridotto anche dal punto di vista del lavoratore, qualora le competenze acquisite siano troppo specifiche alle esigenze dell'impresa e quindi non facilmente spendibili sul mercato<sup>31</sup>. Politiche attive efficaci, che favoriscono l'incontro tra domanda e offerta di lavoro e l'accumulazione di capitale umano durante i periodi di disoccupazione, accrescono la probabilità di rioccupazione<sup>32</sup> e contribuiscono al miglioramento dell'efficienza allocativa.

Negli ultimi anni il mercato del lavoro è stato interessato da profondi interventi di riforma<sup>33</sup>. Tra le nuove assunzioni si è favorita la ricomposizione verso posizioni di lavoro più stabili<sup>34</sup>; si è data più certezza alle imprese sui costi legati ai licenziamenti individuali; è stato esteso e razionalizzato il sistema degli ammortizzatori sociali che attualmente offre un'assicurazione universale paragonabile a quella degli altri principali paesi europei; è stato avviato un ridisegno delle politiche attive (cfr. il riquadro: *Il Jobs Act: alcune valutazioni preliminari* del capitolo 8 nella *Relazione annuale* sul 2015).

Un altro elemento che può incidere sulla produttività di un'impresa è il sistema delle relazioni industriali e in particolare la rilevanza e i margini di manovra che vengono concessi alla contrattazione aziendale. Quest'ultima può favorire intese che consentano una maggiore flessibilità organizzativa e un più forte coinvolgimento dei lavoratori nelle decisioni, a beneficio delle proposte e dell'attuazione di modifiche nell'organizzazione dei processi produttivi. Inoltre politiche retributive aziendali basate sul conseguimento di obiettivi individuali e di impresa favoriscono l'allineamento tra salari e produttività e consentono di motivare maggiormente i lavoratori. In Italia la rilevanza e la diffusione dei contratti aziendali sono limitate dalla loro subordinazione a quelli nazionali (cfr. il riquadro: *Le tendenze in atto nelle relazioni industriali* del capitolo 8).

<sup>31</sup> M. Belot, J. Boone e J. Van Ours, *Welfare-improving employment protection*, "Economica", 74, 295, 2007, pp. 381-396; L. Cappellari, C. Dell'Aringa e M. Leonardi, *Temporary employment, job flows and productivity: a tale of two reforms*, "The Economic Journal", 122, 562, 2012, pp. F188-F215.

<sup>32</sup> D. Card, J. Kluge e A. Weber, *What works? A meta analysis of recent active labor market program evaluation*, "Journal of the European Economic Association", di prossima pubblicazione.

<sup>33</sup> L. 92/2012 (riforma Fornero) e le norme introdotte nel 2015 sulla base della legge delega 183/2014 (Jobs Act).

<sup>34</sup> P. Sestito e E. Viviano, *Hiring incentives and/or firing cost reduction? Evaluating the impact of the 2015 policies on the Italian labour market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 325, 2016.



# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 MAGGIO 2017

## 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 ARGIOLAS	Cesare MIRABELLI
Nicola CACUCCI	Ignazio MUSU
Carlo CASTELLANO	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Paolo DE FEO	Donatella SCIUTO
Giovanni FINAZZO	Orietta Maria VARNELLI
Andrea ILLY	

## COLLEGIO SINDACALE

Dario VELO - PRESIDENTE	
Lorenzo DE ANGELIS	Angelo RICCABONI
Gian Domenico MOSCO	Sandro SANDRI

## SINDACI SUPPLEMENTI

Giuliana BIRINDELLI	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 BILANCIO E CONTROLLO AD INTERIM CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA
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