BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 31 maggio 2016

CENTOVENTIDUESIMO ESERCIZIO

anno 2015

esercizio CXXII

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2015 – centoventiduesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2016

© **Banca d'Italia, 2016**

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 2016

Il bilancio della Banca d'Italia è disponibile sul sito internet dell'Istituto (www.bancaditalia.it) oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca Paolo Baffi (Via Nazionale 91, 00184 Roma, 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

1. Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali 3

I principali paesi avanzati 3

Le principali economie emergenti 7

I mercati finanziari e valutari 9

Riquadro: *Il nuovo ruolo internazionale del renminbi* 10

2. Il commercio internazionale, i prezzi delle materie prime e le bilance dei pagamenti 16

Il commercio internazionale 16

I prezzi e i mercati delle materie prime 18

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti 19

Riquadro: *Efficacia e adeguatezza della rete globale di sostegno finanziario* 21

3. Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro 24

La fase ciclica 24

I prezzi e i costi 26

I mercati finanziari 27

Le politiche di bilancio 29

La governance europea 32

Riquadro: *Evoluzione recente degli squilibri macroeconomici nell'Unione europea* 34

4. La politica monetaria nell'area dell'euro 36

L'azione di politica monetaria 36

Riquadro: *Disallineamenti fra i prezzi delle attività finanziarie e i loro valori fondamentali* 37

Riquadro: *Implicazioni distributive della politica monetaria estremamente espansiva* 39

Le operazioni di politica monetaria 41

I tassi di interesse e il cambio dell'euro 41

Riquadro: *Ancoraggio delle aspettative di inflazione ed effetti macroeconomici* 42

La moneta e il credito 44

L'ECONOMIA ITALIANA

5. Il quadro di insieme 49

Riquadro: *Le determinanti della ripresa* 49

6. Le imprese 56

Gli andamenti economici 56

Riquadro: *La demografia di impresa negli anni della crisi e l'impatto sulla crescita* 57

Riquadro: *Tassazione e dinamiche di impresa* 59

Riquadro: *La riallocazione delle risorse durante la recessione* 63

Riquadro: *Agglomerazione urbana e produttività* 65

Le fonti di finanziamento 66

Riquadro: *Il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese italiane* 69

Riquadro: *Il sostegno pubblico all'innovazione: prime evidenze sulle start-up innovative* 71

7. Le famiglie 73

Il reddito e la sua distribuzione 73

Riquadro: *Il bonus fiscale e i consumi delle famiglie* 76

I consumi 78

La ricchezza delle famiglie, il mercato delle abitazioni e l'indebitamento 80

Riquadro: *Tendenze e determinanti dei prezzi degli immobili residenziali in Italia* 80

Riquadro: *Agglomerazione urbana e prezzi delle case* 82

Riquadro: *L'effetto dei bassi tassi di interesse sull'indebitamento delle famiglie* 86

8. Il mercato del lavoro 88

L'occupazione e le ore lavorate 88

Riquadro: *Il Jobs Act: alcune valutazioni preliminari* 89

Riquadro: *Immigrazione e rifugiati: prime evidenze ed effetti potenziali* 91

La disoccupazione e l'offerta di lavoro 93

La contrattazione e le relazioni industriali 94

9. I prezzi, i costi e la competitività 95

I prezzi al consumo 95

I prezzi alla produzione e dei beni importati 96

Riquadro: *Le politiche di prezzo delle imprese italiane nel corso della crisi* 96

Il costo del lavoro 98

Riquadro: *Dinamiche e rigidità salariali: eterogeneità e impatto macroeconomico* 98

Riquadro: *La distribuzione del valore aggiunto tra lavoro, profitti e rendite immobiliari* 100

La competitività di prezzo 101

10. La domanda estera e la bilancia dei pagamenti 103

Le esportazioni e le importazioni 103

Il conto corrente e il conto capitale 105

Il conto finanziario 107

Riquadro: *I detentori di titoli pubblici italiani per settore e paese* 107

La posizione patrimoniale sull'estero 110

Riquadro: *Le attività all'estero non dichiarate e l'evasione fiscale internazionale* 111

11. La finanza pubblica 114

La finanza pubblica nel 2015 114

Le entrate 117

Riquadro: *Tassazione dei redditi e offerta di lavoro femminile* 120

Le spese 121

Il debito delle Amministrazioni pubbliche 123

Riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche* 124

Le prospettive 126

Riquadro: *Una valutazione della performance delle imprese pubbliche locali* 128

12. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale 129

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati 129

La regolamentazione dell'attività di impresa 130

Riquadro: *Gli strumenti negoziali di gestione delle crisi di impresa: utilizzo ed esiti* 130

I fattori di contesto 132

Riquadro: *La performance degli uffici giudiziari: eterogeneità territoriali* 133

Riquadro: *Le motivazioni di chi sceglie di lavorare nella Pubblica amministrazione* 134

13. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali 137

LE BANCHE 138

La struttura dell'industria bancaria italiana 138

Riquadro: *Il prestito collettivo* 139

Le attività 141

Riquadro: *Le misure sulle procedure di recupero dei crediti* 144

La raccolta 146

La redditività e il patrimonio 148

GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI 150

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI 151

14. I mercati monetari e finanziari 155

Il mercato monetario 155

Il mercato dei titoli pubblici 156

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche 158

Riquadro: *Le notizie di politica monetaria e i loro effetti sui mercati finanziari* 160

Il mercato azionario 160

Le infrastrutture di mercato 162

15. I bilanci delle famiglie italiane: uno sguardo di lungo periodo 164

La demografia, il reddito e la ricchezza delle famiglie italiane 164

Riquadro: *La ricchezza reale e finanziaria delle famiglie italiane secondo le statistiche aggregate* 169

La distribuzione del reddito e della ricchezza 171

I divari generazionali 173

CONSIDERAZIONI FINALI *(in fascicolo separato)*

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.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE E L'AREA DELL'EURO

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

L'andamento dell'economia mondiale nel 2015 è stato meno favorevole delle attese, come nell'anno precedente: complessivamente la crescita è scesa al 3,1 per cento, dal 3,4 del 2014. I paesi emergenti e in via di sviluppo hanno rallentato più del previsto. Gli Stati Uniti e il Regno Unito hanno mantenuto una dinamica positiva; in Giappone la crescita è apparsa molto discontinua. La decelerazione dell'economia cinese è proseguita, anche se i timori di una brusca frenata, emersi a più riprese, si sono in parte ridotti negli ultimi mesi.

La debolezza della domanda globale e soprattutto il calo dei prezzi del petrolio hanno esercitato pressioni al ribasso sull'inflazione. In Giappone sono state adottate nuove misure espansive. La Riserva federale ha aumentato i tassi in dicembre prospettando una normalizzazione più graduale; si è interrotto il rafforzamento del dollaro.

Le incertezze sugli sviluppi in Cina e sulle prospettive dell'economia mondiale hanno provocato turbolenze sui mercati finanziari globali, temporanee ma di intensità preoccupante. Rispetto ai picchi del 2015 i corsi azionari sono diminuiti significativamente; i rendimenti dei titoli a lunga scadenza dei principali paesi avanzati sono scesi, divenendo in alcuni casi negativi nei primi mesi dell'anno in corso. Le condizioni finanziarie dei paesi emergenti sono complessivamente peggiorate: per la prima volta in quindici anni gli afflussi netti di capitale sono stati negativi.

I principali paesi avanzati

Nel 2015 la crescita delle economie avanzate è stata dell'1,9 per cento, appena un decimo di punto in più rispetto al 2014 e mezzo punto in meno di quanto previsto un anno fa dall'FMI[1]. Il calo dei prezzi del petrolio (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, i prezzi delle materie prime e le bilance dei pagamenti*) – su cui ha influito la debolezza della domanda mondiale, e di quella cinese in particolare – ha contribuito all'annullamento dell'inflazione nella seconda metà dell'anno. La riduzione del costo dell'energia ha avuto ricadute positive sul potere d'acquisto delle famiglie e sui consumi; ha però penalizzato gli investimenti nel settore estrattivo negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In questi due paesi, nonostante un indebolimento nell'ultima parte dell'anno, l'evoluzione dell'economia è stata

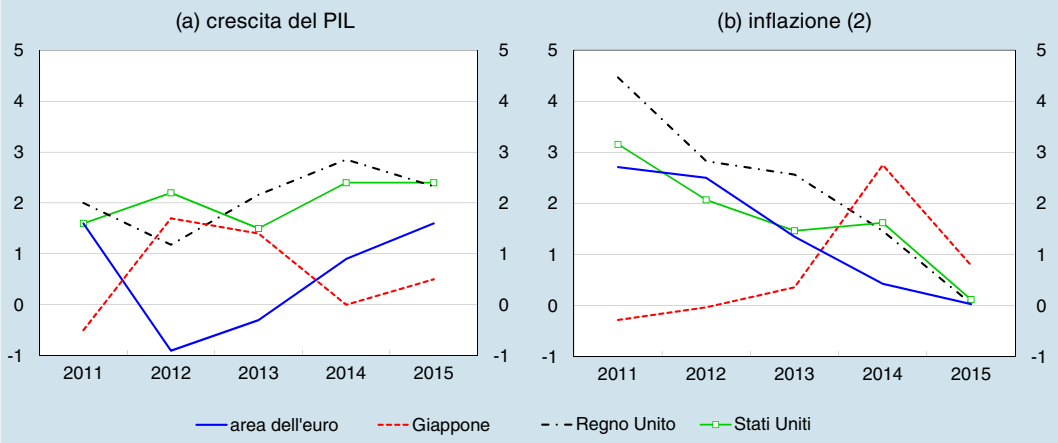
[1] FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2015.

comunque positiva, grazie all'aumento dell'occupazione. L'economia giapponese, pur tornando a espandersi, ha invece avuto un andamento incerto.

Stati Uniti. – La crescita nel 2015 (2,4 per cento, come nell'anno precedente; fig. 1.1.a), è stata trainata dai consumi, che hanno accelerato al 3,7 per cento. Due principali fattori hanno agito da freno. Il primo è rappresentato dalla debolezza della domanda estera che, assieme al significativo apprezzamento del dollaro iniziato nella primavera del 2014, ha penalizzato le esportazioni e la produzione nel settore manifatturiero (cresciute entrambe di appena l'1,1 per cento). Il secondo è costituito dalla brusca caduta (di un terzo in media d'anno) degli investimenti nel settore estrattivo, connessa con il deprezzamento delle materie prime (cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio e la crescita globale*, in *Bollettino economico*, 2, 2016). Complessivamente gli investimenti fissi non residenziali hanno rallentato al 2,8 per cento.

Figura 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati (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.

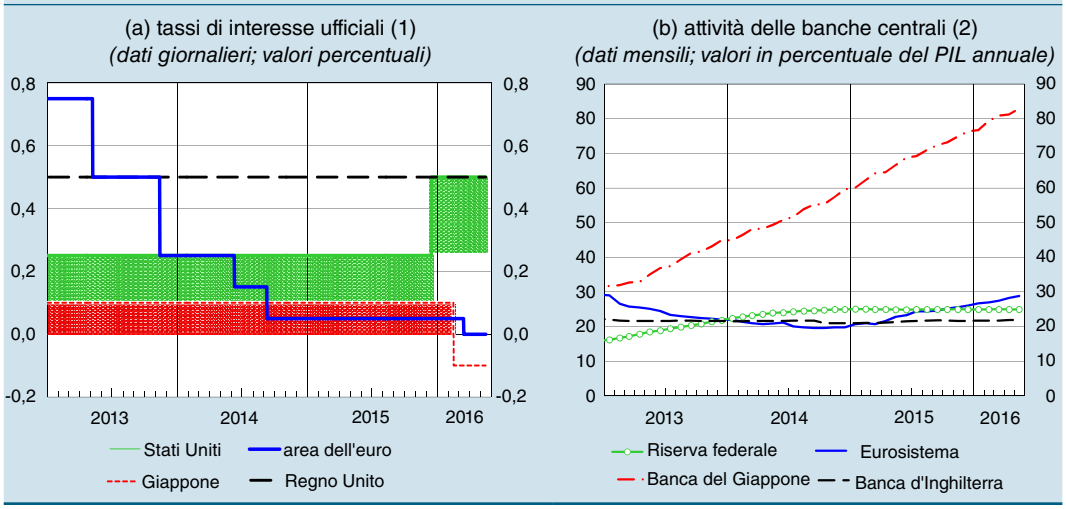
Le condizioni del mercato del lavoro hanno continuato a migliorare. Il tasso di disoccupazione è sceso dal 5,6 al 5,0 per cento, in linea con il valore di equilibrio di lungo periodo stimato dalla Riserva federale. La misura di sottoccupazione che include anche i lavoratori involontariamente a part-time e i soggetti che si dichiarano interessati a una occupazione ma non la cercano attivamente (marginally attached) è scesa dall'11,2 al 9,8 per cento; poiché prima della crisi aveva toccato un minimo dell'8,0 per cento, sembrerebbero esservi ulteriori margini per un impiego più intenso della forza lavoro pur in assenza di tensioni dal lato dei relativi costi. Il modesto incremento dei salari ha contribuito anche nel 2015 a mantenere l'inflazione di fondo (che esclude le componenti più volatili, relative ai beni energetici e alimentari) attorno all'1,3 per cento, ben al di sotto dell'obiettivo della banca centrale; quella complessiva si è pressoché azzerata (0,1 per cento, in media; fig. 1.1.b).

Dato il rafforzamento del mercato del lavoro, in dicembre la Riserva federale ha innalzato l'intervallo-obiettivo per il tasso sui federal funds di 25 punti base (allo 0,25-0,50 per cento; fig. 1.2.a). La decisione è stata presa più tardi di quanto

prospettato dal Federal Open Market Committee (FOMC) solo pochi mesi prima; le attese di nuovi rialzi si sono via via spostate in avanti nel tempo. La cautela della Banca centrale va ricondotta alla maggiore difficoltà di contenere eventuali shock deflazionistici con tassi prossimi allo zero e al timore che le aspettative di inflazione, scese negli ultimi anni, possano allontanarsi ulteriormente e persistentemente dall'obiettivo, sebbene non siano finora emerse evidenze di un loro disancoraggio[2].

Figura 1.2

Tassi di interesse ufficiali e bilanci delle principali banche centrali



Fonte: BCE e statistiche nazionali.
(1) Per gli Stati Uniti: intervallo-obiettivo per il tasso sui federal funds; per il Giappone: tasso sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati (fino al 15 febbraio 2016, la politica monetaria della Banca del Giappone si è basata solo su un obiettivo quantitativo; in seguito, anche sul tasso ufficiale di riferimento); per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra. – (2) 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. – In Giappone l'attività economica è tornata a espandersi (0,6 per cento), pur se in modo discontinuo nel corso dell'anno. È stata penalizzata da un nuovo calo dei consumi e da un rallentamento degli investimenti non residenziali; quelli residenziali sono diminuiti per il secondo anno consecutivo. Anche le esportazioni hanno perso slancio: il loro contributo alla crescita, al netto delle importazioni (che hanno ristagnato), è stato appena positivo.

L'impegno delle autorità per innalzare l'inflazione verso l'obiettivo del 2 per cento ha avuto effetti inizialmente positivi, poi più incerti. La Banca centrale ha più volte rinviato la data in cui prevede di conseguirlo (attualmente a metà 2017). Nella media del 2015 l'inflazione è diminuita allo 0,8 per cento, risentendo in parte del confronto con l'anno precedente, quando era aumentata la tassa sui consumi; nella seconda metà del 2015 si è azzerata, mentre quella di fondo ha oscillato attorno allo 0,8 per cento. Sembra essersi interrotto anche l'aumento delle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine, che aveva accompagnato l'avvio del programma di espansione quantitativa nel 2013. Ciò conferma la difficoltà di riportare la dinamica effettiva e attesa dei prezzi stabilmente

[2] I. Buono e S. Formai, *The evolution of the anchoring of inflation expectations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 321, 2016; F. Natoli e L. Sigalotti, *An indicator of inflation expectations anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. Cfr. anche il riquadro: *Ancoraggio delle aspettative di inflazione ed effetti macroeconomici* del capitolo 4.

in linea con l'obiettivo dopo un periodo prolungato di inflazione bassa o negativa, come quello sperimentato dall'economia giapponese[3]. Lo scorso gennaio la Banca del Giappone ha fissato per la prima volta il tasso sulle riserve su un valore negativo (-0,1 per cento), anche se questa remunerazione si applica solo a una porzione molto limitata delle riserve in eccesso (circa 10.000 miliardi di yen) per contenere le pressioni sulla redditività delle banche.

Regno Unito. – La crescita del PIL nel 2015 è scesa al 2,3 per cento (2,9 nel 2014). È stata sostenuta dai consumi e dagli investimenti fissi, nonostante un calo di quelli nel settore estrattivo; il contributo delle esportazioni nette è stato negativo come nell'anno precedente. Il tasso di disoccupazione è diminuito dal 5,7 al 5,1 per cento, senza ricadute sui salari e sull'inflazione (quella di fondo è diminuita dall'1,5 all'1,1 per cento). La Banca d'Inghilterra ha mantenuto il tasso di riferimento allo 0,5 per cento; nelle aspettative dei mercati l'avvio di una fase di rialzi si è allontanato nel tempo, con un primo aumento atteso a partire dalla seconda metà del 2016.

Il referendum del prossimo 23 giugno sulla permanenza del Regno Unito nell'Unione europea alimenta un clima di incertezza. La consultazione fa seguito a un complesso negoziato riguardante una serie di rivendicazioni del governo britannico volte, tra l'altro, a modificare la governance e il funzionamento dell'Unione in modo da preservare alcuni specifici interessi del Regno Unito e degli altri membri che non adottano la moneta unica. Il 19 febbraio scorso il Consiglio europeo ha raggiunto un accordo che prevede, in caso di esito del referendum favorevole alla permanenza nella UE, soluzioni di compromesso su ciascuna delle questioni sollevate. Un recesso dall'Unione potrebbe avere conseguenze rilevanti per i flussi commerciali[4], specialmente in assenza di un successivo accordo commerciale analogo, ad esempio, a quelli in essere con la Svizzera o con la Norvegia; i costi economici di lungo periodo per il Regno Unito potrebbero essere significativi (fino al 10 per cento del PIL secondo il Tesoro britannico, principalmente a causa di una ridotta competitività e di un minore dinamismo), benché di incerta valutazione.

Paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti alla UE. – Nel 2015 l'attività economica nei paesi della UE che non fanno parte dell'area dell'euro ha accelerato al 3,6 per cento (2,8 nel 2014), sospinta dai consumi e dalle esportazioni verso l'area dell'euro. L'inflazione è diventata negativa (-0,5 per cento), quella di fondo di poco positiva (0,5 per cento). I tassi di riferimento della politica monetaria in Polonia, Romania e Ungheria (paesi che non mantengono un regime di cambio fisso o di fluttuazione controllata nei confronti dell'euro) sono stati abbassati per valori compresi tra 50 e 100 punti base; quello della Repubblica Ceca è rimasto quasi nullo. In alcuni casi sono state introdotte misure non convenzionali. Nonostante politiche monetarie accomodanti, la dinamica del credito è stata complessivamente molto debole, continuando a risentire di condizioni di offerta stringenti da parte delle banche.

[3] R. Piazza, *Self fulfilling deflations*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[4] FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016.

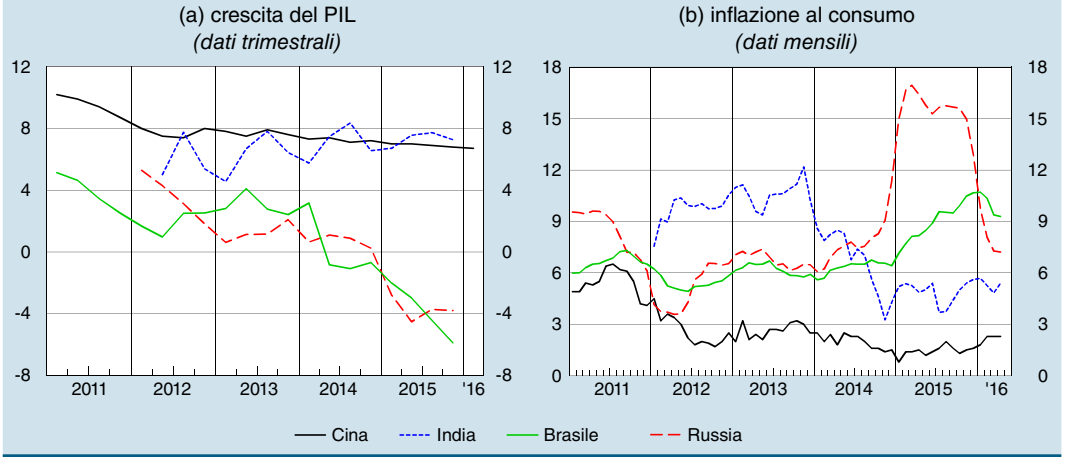
Le principali economie emergenti

Nel 2015 la crescita nell'insieme dei paesi emergenti e in via di sviluppo è scesa al 4 per cento (4,6 nel 2014), il valore più basso dal 2009. In Cina il rallentamento è proseguito in linea con le previsioni dell'FMI, ma timori di una frenata più intensa, affiorati a più riprese, hanno innescato tensioni sui mercati finanziari mondiali, confermando l'accresciuta importanza del paese per le dinamiche economiche e finanziarie globali (cfr. il riquadro: *Il rallentamento della Cina e le ripercussioni sull'economia mondiale*, in *Bollettino economico*, 4, 2015). L'ulteriore discesa dei prezzi delle materie prime ha aggravato la situazione nei paesi esportatori, tra cui il Brasile e la Russia, dove la recessione è stata più forte del previsto e le condizioni di finanza pubblica si sono nettamente deteriorate. Come nel 2014, l'andamento dell'attività in India è stato in controtendenza.

Cina. – La crescita nel 2015 è stata del 6,9 per cento (7,3 nell'anno precedente), sostanzialmente in linea con l'obiettivo del governo; l'inflazione al consumo è diminuita all'1,4 per cento (fig. 1.3). I consumi hanno mantenuto una relativa vivacità, sostenuti dall'aumento del reddito disponibile delle famiglie, mentre si è confermata la debolezza degli investimenti, soprattutto delle imprese del comparto immobiliare e del suo indotto. Dal lato della produzione, è proseguita la ricomposizione a favore dei servizi (il cui peso è salito al 51 per cento del PIL, dal 43 del 2010) e dell'industria leggera a scapito di quella pesante, che ancora presenta un eccesso di capacità produttiva.

Figura 1.3

PIL e inflazione nei principali paesi emergenti (1)



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

L'aumento del peso dei consumi nella domanda aggregata e di quello dei servizi nell'offerta rappresentano un aspetto della transizione, perseguita dal governo, verso un modello di sviluppo caratterizzato da una crescita più contenuta, equilibrata e sostenibile e da una più efficiente allocazione delle risorse[5]. Tale transizione è complicata dagli squilibri finanziari accumulati in passato, in particolare l'elevato indebitamento nei settori in cui

[5] E. Di Stefano e D. Marconi, *Structural transformation and allocation efficiency in China and India*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

l'accesso al credito è stato facilitato, e dall'esigenza di garantire una crescita sostenuta dell'occupazione. Per contrastare il rischio di un eccessivo rallentamento, l'orientamento delle politiche economiche è stato moderatamente espansivo. La Banca centrale ha tagliato i requisiti di riserva obbligatoria e abbassato più volte i tassi di riferimento; ha inoltre immesso liquidità per contrastare gli effetti restrittivi dei deflussi di capitali. Il disavanzo di bilancio è salito al 2,7 per cento del PIL (0,9 nel 2014), soprattutto per l'aumento delle spese del governo centrale. Nel maggio 2015 è stato avviato un piano di ristrutturazione del debito dei governi locali (i prestiti bancari in scadenza nell'anno sono stati convertiti in obbligazioni pluriennali) volto a sostenere la loro capacità di spesa, particolarmente significativa per la realizzazione delle infrastrutture.

È proseguito lo sforzo per dare maggiore spazio alle forze di mercato nell'allocazione del credito. In agosto le autorità hanno modificato l'assetto del regime di cambio (cfr. il paragrafo: *I mercati finanziari e valutari*). Un'altra riforma importante, auspicata da tempo, è stata l'eliminazione del tetto alla remunerazione dei depositi bancari, che in passato aveva consentito agli intermediari di concedere prestiti a tassi molto contenuti. Di ciò avevano beneficiato soprattutto le imprese statali (state-owned enterprises, SOE) operanti nei settori dell'industria pesante e delle costruzioni, poco efficienti anche perché vincolate al conseguimento degli obiettivi occupazionali a scapito della redditività. Nel 2015 lo stock di prestiti alle SOE, originati prevalentemente da banche pubbliche, è salito fino al 110 per cento del PIL, con un forte incremento di quelli deteriorati dovuto alla recente caduta dei profitti. Obiettivo delle autorità è risanare le SOE e il sistema bancario pubblico, limitando le ricadute negative sul sistema finanziario locale e sulla tenuta sociale.

India. – Il PIL ha accelerato al 7,3 per cento nel 2015, il tasso più elevato tra i principali paesi emergenti, trainato soprattutto dai consumi privati. L'inflazione è rimasta contenuta (4,9 per cento), anche per effetto del calo dei prezzi dei prodotti alimentari. Le politiche di bilancio sono rimaste prudenti; nell'anno fiscale 2015-16 l'indebitamento netto si è ridotto dal 4,5 al 3,9 per cento del PIL. È stata inoltre varata una riforma fiscale che accentua il carattere decentrato del bilancio, devolvendo più risorse agli Stati federali.

Il governo ha sfruttato il calo del prezzo del petrolio per dimezzare la spesa per sussidi ai carburanti e, nel contempo, innalzare le accise senza alimentare l'inflazione, il che ha consentito di programmare più investimenti senza pregiudicare il risanamento di bilancio. Questa prudenza ha reso più credibile l'obiettivo di inflazione della Banca centrale (tra il 2 e il 6 per cento), consentendo un orientamento lievemente espansivo della politica monetaria. In questo quadro complessivamente favorevole si osservano due principali fattori di debolezza: da un lato le difficoltà del sistema bancario, causate da un aumento dei crediti deteriorati; dall'altro la mancata attuazione delle riforme strutturali, tra cui soprattutto quella del mercato del lavoro, caratterizzato da un'accentuata frammentazione della normativa tra Stati e da un marcato dualismo tra lavoratori con contratti standard e atipici[6].

Brasile e Russia – In Brasile si è aggravata la recessione, con una contrazione del prodotto del 3,8 per cento che ha determinato un aumento della disoccupazione (10,9

[6] A. Borin e E. Di Stefano, *Economic reforms in China and India: past and future challenges*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

per cento lo scorso marzo). I consumi sono scesi del 4 per cento, gli investimenti di oltre il 14, risentendo anche dell'elevata incertezza politica. A causa del deprezzamento del cambio e del rialzo dei prezzi amministrati, l'inflazione al consumo è aumentata fino a quasi l'11 per cento lo scorso gennaio, ben oltre la soglia di tolleranza della Banca centrale (6,5 per cento). Si sono ristretti i margini per attuare politiche anticicliche. Per effetto dell'impennata della spesa per interessi il disavanzo di bilancio è quasi raddoppiato (al 10,4 per cento del PIL). Dopo aver innalzato il tasso di riferimento di 250 punti base nella prima metà dell'anno (al 14,25 per cento), la Banca centrale ha mantenuto un orientamento restrittivo per arginare le pressioni inflazionistiche e la fuoriuscita di capitali.

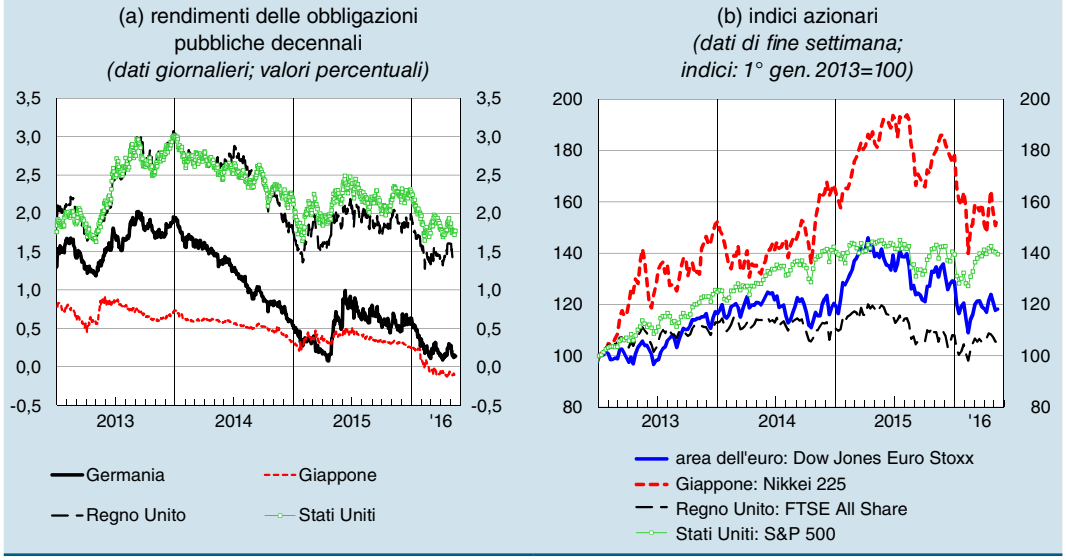
Il quadro macroeconomico si è ulteriormente deteriorato anche in Russia, a causa del crollo degli introiti dalle esportazioni di petrolio e degli effetti delle sanzioni internazionali (cfr. il riquadro: *I riflessi economici della crisi in Ucraina*, nella *Relazione annuale* sul 2014). Il PIL è diminuito del 3,7 per cento (era cresciuto dello 0,7 nell'anno precedente), risentendo di un calo della domanda interna. Per sostenere l'economia la Banca centrale ha più volte abbassato il tasso di riferimento (dal 17 all'11 per cento), nonostante l'inflazione, sospinta dal deprezzamento del rublo, sia salita fino a sfiorare il 16 per cento in agosto.

I mercati finanziari e valutari

Tra l'estate del 2015 e i primi mesi dell'anno in corso sui mercati finanziari globali si sono alternati periodi distesi e fasi di accesa turbolenza, con forti aumenti della volatilità e cali dei prezzi delle attività più rischiose (fig. 1.4.b). La prima fase di tensioni (tra i mesi di giugno e luglio), più lieve, è avvenuta in concomitanza con le trattative sulla proroga del sostegno finanziario alla Grecia e con una brusca correzione del mercato azionario in Cina. La seconda si è verificata in seguito alla decisione delle autorità cinesi, l'11 agosto, di modificare il meccanismo di determinazione del tasso di cambio e contestualmente di svalutare il renminbi nei confronti del dollaro.

Figura 1.4

Tassi di interesse a lungo termine e indici azionari nei principali paesi avanzati



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

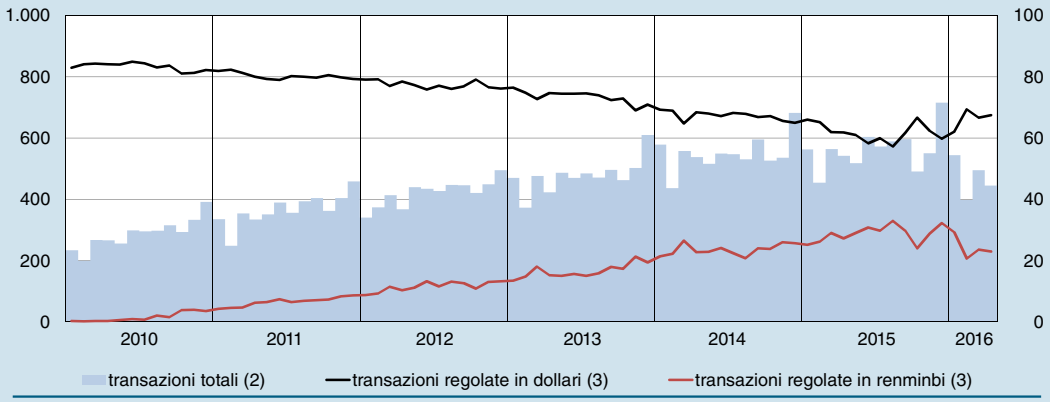
La decisione delle autorità cinesi, orientata a dare più spazio alle forze di mercato nel fissare la parità giornaliera con la valuta statunitense, ha alimentato il timore che fosse in atto una strategia volta a indebolire il renminbi per riguadagnare competitività ed evitare un eccessivo rallentamento dell'economia. Ciò ha innescato forti pressioni speculative, che la Banca centrale ha contrastato con interventi massicci sul mercato dei cambi. Tra l'11 agosto e la metà di maggio il renminbi si è deprezzato del 4,8 per cento nei confronti del dollaro; in questa fase si sono ridimensionati drasticamente anche i depositi offshore in renminbi, che in precedenza erano aumentati sulla spinta del processo di internazionalizzazione della valuta cinese (cfr. il riquadro: *Il nuovo ruolo internazionale del renminbi*).

IL NUOVO RUOLO INTERNAZIONALE DEL RENMINBI

L'uso internazionale della valuta cinese è cresciuto rapidamente nel quinquennio scorso. Nel 2015 circa il 30 per cento delle transazioni transfrontaliere della Cina sono state regolate in renminbi (da un valore nullo nel 2010), a scapito del ruolo del dollaro (figura). Secondo i dati della piattaforma SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications), il renminbi risulta oggi la quinta valuta più usata al mondo per i pagamenti internazionali (dopo il dollaro, l'euro, la sterlina e lo yen). Il suo peso nelle transazioni commerciali e finanziarie globali (meno del 3 per cento del totale) appare tuttavia ancora contenuto rispetto alla dimensione economica del paese[1], a causa non solo di fenomeni di inerzia nell'uso delle valute, ma anche della scarsa integrazione finanziaria della Cina con il resto del mondo. Secondo le stime dell'FMI, alla fine del 2014 appena l'1,1 per cento delle riserve mondiali di valuta estera erano detenute in attività denominate in renminbi. La scarsa diffusione della moneta cinese come valuta di riserva riflette i limiti alla sua convertibilità; solo dallo scorso autunno è consentito alle banche centrali estere di convertire liberamente il renminbi in altre valute sul mercato interbancario cinese.

Figura

Dollaro e renminbi nel regolamento delle transazioni internazionali della Cina (1)



Fonte: elaborazioni su dati People's Bank of China e State Administration of Foreign Exchange.
(1) Pagamenti transfrontalieri effettuati e ricevuti dalle banche cinesi in favore dei clienti. – (2) Valori espressi in miliardi di dollari; scala di sinistra. – (3) Valori percentuali; scala di destra.

[1] Sulla base di dati SWIFT, il dollaro è utilizzato nel 43 per cento delle transazioni globali, l'euro nel 23 per cento. Le esportazioni di beni e servizi della Cina rappresentano l'11,4 per cento di quelle mondiali, una quota superiore a quelle degli Stati Uniti (10,6) e della Germania (7,5 per cento).

Il renminbi si va affermando soprattutto come mezzo di pagamento nelle transazioni commerciali della Cina con i paesi della regione Asia-Pacifico[2]. Il 60 per cento dell'interscambio internazionale del paese e l'80 dei pagamenti transfrontalieri in renminbi avviene all'interno di questa regione. In prospettiva è verosimile che la valuta cinese possa acquisire una funzione regionale sempre più importante. Le evidenze disponibili indicano che dal 2005, all'aumentare della flessibilità del tasso di cambio del renminbi, le valute della regione hanno mostrato una crescente sincronia con quella cinese nei movimenti rispetto al dollaro statunitense[3].

L'utilizzo del renminbi nelle transazioni internazionali genera un volume di liquidità in questa valuta presso i non residenti, inclini ad accettarla e detenerla in base alle opportunità di investimento e all'esistenza di strumenti finanziari di copertura contro il rischio di cambio. Finora le limitazioni ai movimenti di capitali e lo scarso sviluppo del mercato finanziario cinese hanno scoraggiato la propensione a utilizzare il renminbi da parte dei non residenti. Per sostenere il processo di internazionalizzazione della propria moneta, le autorità cinesi hanno promosso la nascita di mercati offshore – attualmente se ne contano 16, di cui il principale è quello di Hong Kong[4] – dove la valuta posseduta dai non residenti è liberamente scambiabile, a un tasso di cambio flessibile, e investibile in prodotti finanziari denominati in renminbi emessi su questi mercati. I vincoli ai movimenti di capitale imposti dalla Cina determinano una segmentazione tra i mercati offshore e quello domestico, impedendo un pieno arbitraggio sui tassi di cambio e di interesse.

I mercati offshore poggiano su tre pilasti volti a garantirne la liquidità: (a) la designazione di una banca commerciale cinese come clearing bank, che effettua la compensazione delle posizioni interbancarie in renminbi e assicura la regolazione delle transazioni in tale valuta tra il mercato offshore e quello cinese; (b) un accordo bilaterale tra la banca centrale del paese ospitante e la Banca centrale cinese per lo scambio delle rispettive valute (linee di swap); (c) l'accesso al mercato finanziario cinese nei limiti di una quota fissata in renminbi (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor Program, R-QFII), assegnabile a investitori istituzionali qualificati che ne facciano richiesta.

In Europa esistono attualmente sei mercati offshore del renminbi: Londra, Francoforte, Lussemburgo, Parigi, Zurigo e Budapest, di cui gli ultimi due ancora in fase di avvio. L'interesse europeo riflette sia la crescente domanda della valuta, per regolare le transazioni commerciali con la Cina e per soddisfare le strategie di gestione della liquidità delle multinazionali europee che operano nel paese, sia la volontà di intensificare i rapporti bilaterali commerciali e finanziari con la Cina. I mercati europei, ancora di

---

[2] Gli esportatori cinesi sono incentivati a fatturare e ricevere pagamenti in renminbi per eliminare il rischio di cambio. Dal canto loro gli importatori dalla Cina che pagano nella stessa valuta possono ottenere sconti sul prezzo di listino. Gli esportatori esteri verso la Cina possono trovare conveniente fatturare in renminbi se questo facilita l'accesso al mercato.

[3] D. Marconi, *Currency co-movements in Asia-Pacific: the regional role of the renminbi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[4] L'utilizzo del renminbi nella provincia autonoma di Hong Kong era consentito per uso personale già dal 2004, in virtù dello speciale legame amministrativo ed economico con la Cina continentale.

modeste dimensioni nel segmento del renminbi, sono in concorrenza tra loro per attrarre un più ampio volume di affari, sfruttando i rispettivi vantaggi comparati[5].

Secondo l'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind), condotta dalla Banca d'Italia in marzo e aprile, solo il 5 per cento delle imprese italiane con più di 50 addetti che esportano in Cina utilizza anche il renminbi come valuta di fatturazione. Tenendo conto dell'elevata dimensione di queste imprese, si stima che nel 2015 circa il 10 per cento delle vendite italiane in Cina siano state fatturate nella valuta cinese. Tra le principali motivazioni indicate per tale scelta risultano: (a) l'esigenza di assecondare le richieste dei clienti cinesi (75 per cento); (b) l'esistenza di accordi nelle transazioni infragruppo (40 per cento); (c) la necessità di mantenere i prezzi allineati con quelli dei concorrenti sul mercato cinese (31 per cento). Al contrario, più dell'80 per cento delle imprese intervistate che esportano in Cina ha dichiarato di fatturare in euro; per queste aziende il rischio di cambio costituisce il principale freno all'impiego di altre valute.

Il processo di internazionalizzazione del renminbi è stato accompagnato in Cina da un graduale, ma ancora incompleto, allentamento dei vincoli ai movimenti di capitali, da numerose misure di liberalizzazione del sistema finanziario e da una maggiore flessibilità del tasso di cambio. Questa strategia ha avuto un'accelerazione nel corso del 2015, in linea con l'intento delle autorità cinesi di ottenere l'inclusione del renminbi nel paniere delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo (DSP), obiettivo raggiunto lo scorso novembre con la decisione dell'FMI di inserire il renminbi nel paniere DSP a partire dal prossimo ottobre. Nelle valutazioni dell'FMI, il renminbi ha conseguito il requisito di essere moneta liberamente utilizzabile a livello internazionale.

I mercati offshore del renminbi sono peraltro ancora poco spessi, soggetti a elevata volatilità. Gli episodi di instabilità finanziaria che hanno colpito la Cina dalla seconda metà del 2015 hanno ridotto la fiducia da parte degli investitori esteri (cfr. il paragrafo: *I mercati finanziari e valutari*), determinando un brusco calo dei depositi in renminbi detenuti nei mercati offshore (sulla piazza di Hong Kong la consistenza si è ridotta del 20 per cento nei dodici mesi terminanti in febbraio, scendendo a 800 miliardi di renminbi, pari a circa 110 miliardi di euro). Anche l'interesse degli investitori esteri qualificati ad attingere alle quote R-QFII ha subito una battuta d'arresto, probabilmente per le più incerte prospettive sulla direzione futura del cambio.

L'ulteriore sviluppo del processo di internazionalizzazione del renminbi e la sua affermazione come valuta di riserva globale dipenderanno dai tempi e dagli esiti della definitiva rimozione delle restrizioni ai movimenti di capitali. I recenti episodi hanno evidenziato i rischi derivanti da una maggiore permeabilità del mercato domestico al clima di fiducia degli investitori esteri; è verosimile pertanto che le autorità cinesi procederanno con cautela sul fronte delle liberalizzazioni e che i mercati offshore continueranno a svolgere un ruolo importante nel processo di integrazione finanziaria della Cina con il resto del mondo.

---

[5] D. Marconi, L. Bencivelli, A. Marra, A. Schiavone e R. Tartaglia-Polcini, *Offshore RMB markets in Europe: prospects for greater financial integration between Europe and China*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

La terza fase di instabilità, nelle prime settimane del 2016, è stata innescata dalla pubblicazione di dati macroeconomici cinesi peggiori delle attese ed è apparsa, più che in precedenza, connessa con l'indebolimento dell'economia mondiale. Questa fase

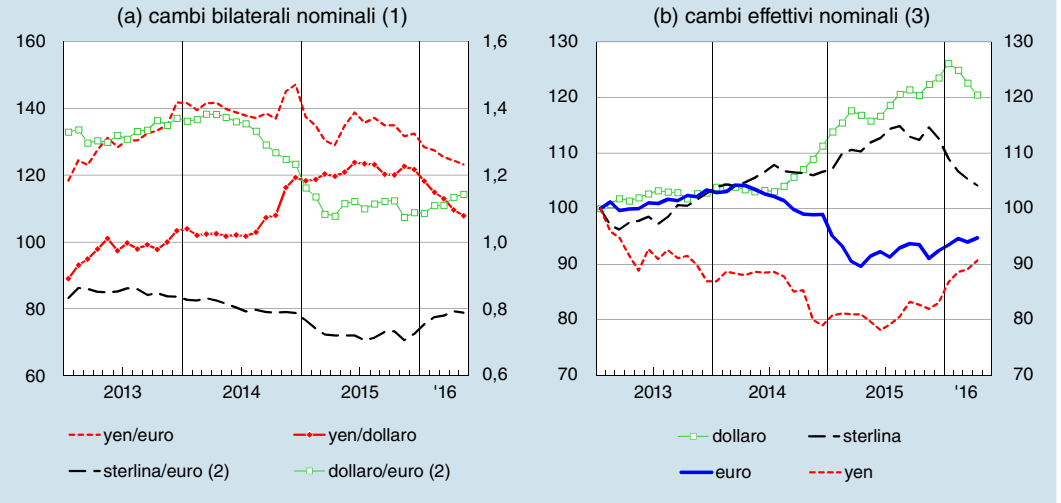
è stata aggravata da due fattori: da un lato la discesa dei prezzi del petrolio a nuovi minimi, considerata una rilevante fonte di rischio per i paesi e le imprese produttrici di materie prime energetiche; dall'altro una forte caduta delle quotazioni azionarie delle banche. Tale caduta è riconducibile non solo al peggioramento del quadro globale, ma anche a preoccupazioni più specifiche, tra cui le possibili conseguenze dei tassi negativi nonché, in Europa, il peso elevato dei prestiti deteriorati e l'incertezza su taluni aspetti della regolamentazione, incluse le modalità di applicazione delle nuove norme sul salvataggio interno (bail-in; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

Dalla metà dello scorso febbraio l'appetito per il rischio è risalito, anche per l'attenuarsi dei timori sulla Cina. A metà maggio gli indici azionari dei principali paesi avanzati erano tornati sui livelli di inizio 2015, pur restando ampiamente inferiori ai picchi dell'anno: di quasi il 20 per cento nell'area dell'euro e in Giappone, di oltre il 10 nel Regno Unito. Sempre rispetto ai massimi del 2015, gli indici relativi alle banche perdevano quasi il 20 per cento negli Stati Uniti, il 30 nel Regno Unito e il 40 in Giappone. I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie high yield, quasi raddoppiati tra l'estate e la metà di febbraio (a 9 punti percentuali), si sono ridimensionati (a 6,3 punti); gran parte di questi movimenti è spiegata dall'andamento dei titoli delle imprese del settore energetico, benché esse rappresentino solo un sesto di questo segmento di mercato.

Le nuove misure di espansione monetaria della BCE (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*) e della Banca del Giappone hanno favorito un calo dei rendimenti dei titoli di Stato; a metà maggio di quest'anno quelli decennali si collocavano attorno allo 0,1 per cento in Germania e a -0,1 in Giappone (fig. 1.5.a).

Figura 1.5

Tassi di cambio delle principali valute
(dati medi mensili)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) Unità della prima valuta per unità della seconda. – (2) Scala di destra. – (3) Indici: gennaio 2013=100; un aumento indica un apprezzamento.

L'aumento dei tassi ufficiali da parte della Riserva federale non ha generato tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a lunga scadenza, che, anzi, nei primi mesi del 2016 sono diminuiti (1,8 per cento a metà maggio; cfr. fig. 1.4.a). Oltre che all'assenza di pressioni inflazionistiche, questo calo può essere ricondotto

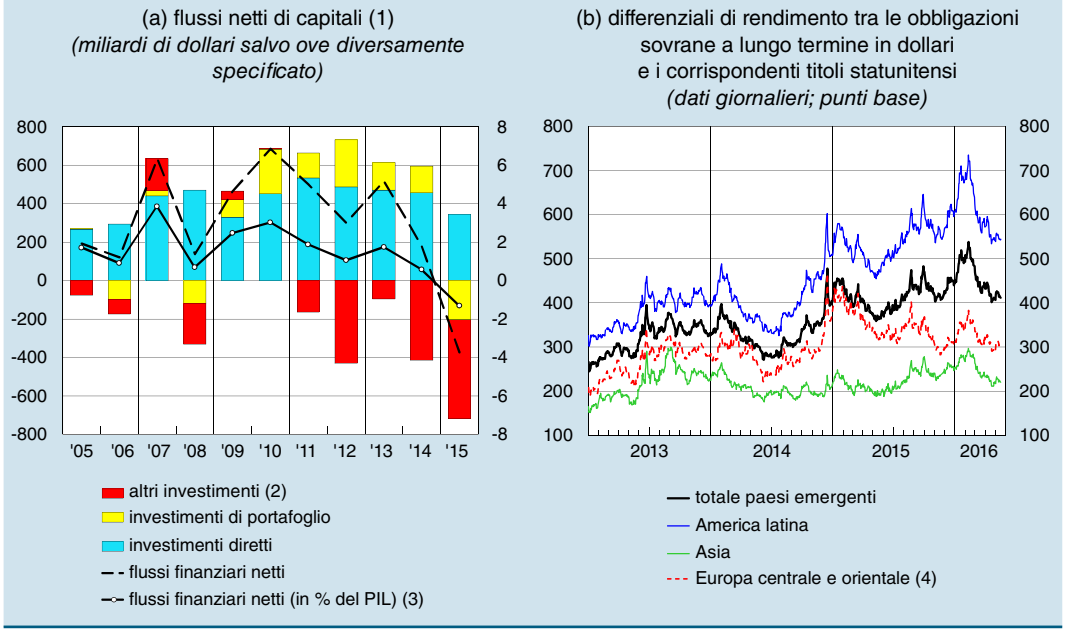
a tre ragioni principali. Innanzitutto i tassi statunitensi possono aver beneficiato della riduzione di quelli negli altri principali paesi, in virtù dell'elevata sincronia che caratterizza questi mercati. In secondo luogo la Riserva federale prefigurava da tempo l'avvio di una fase di rialzi, che di conseguenza era stata scontata dagli operatori con largo anticipo. Infine le proiezioni rese disponibili dalla Banca centrale hanno segnalato incrementi futuri sempre più graduali: lo scorso marzo il valore mediano dei tassi attesi dai membri del FOMC per la fine del 2017 era sceso di quasi due punti percentuali (all'1,9 per cento) rispetto a circa un anno prima. L'allontanarsi della possibilità di un'inversione dell'orientamento della Banca d'Inghilterra ha contribuito al calo dei tassi a lunga scadenza anche nel Regno Unito (1,4 per cento a metà maggio dell'anno in corso).

Dal marzo 2015 il dollaro si è stabilizzato nei confronti dell'euro, dopo essersi deprezzato del 25 per cento l'anno precedente (fig. 1.5). In estate si è interrotta la prolungata fase di debolezza dello yen, che da allora si è apprezzato di oltre il 10 per cento rispetto alla valuta statunitense. Da novembre la sterlina ha iniziato a deprezzarsi nei confronti dell'euro, risentendo dell'incertezza sull'esito del referendum del 23 giugno.

Nel 2015 le condizioni finanziarie dei paesi emergenti si sono complessivamente deteriorate. Per la prima volta dall'inizio del secolo nel 2015 vi sono stati deflussi netti di capitali (-374 miliardi di dollari; fig.1.6.a), a causa soprattutto di quelli di portafoglio (-200 miliardi circa) e della categoria altri investimenti (-615 miliardi), che comprende i movimenti bancari. Entrambi questi risultati sono riconducibili in larga misura al fatto che molte imprese cinesi con debiti in valuta hanno reagito ai timori di deprezzamento del renminbi rimborsando le proprie esposizioni debitorie.

Figura 1.6

Flussi di capitali e spread sovrani nei paesi emergenti e in via di sviluppo

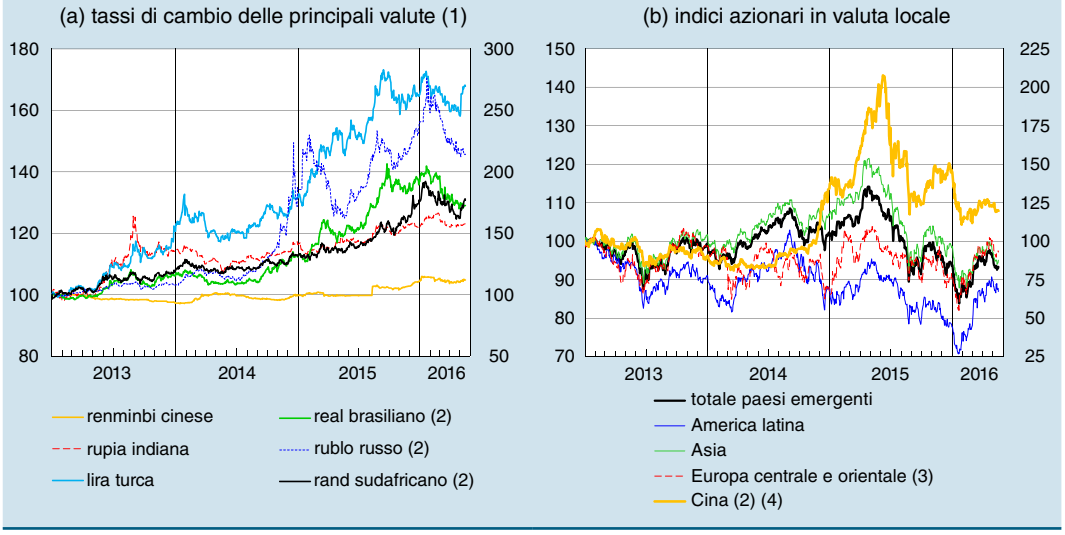


Fonte: elaborazioni su dati FMI, Thomson Reuters Datastream e JP Morgan Chase Bank.
(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area; esclude le variazioni delle riserve ufficiali, così come gli altri flussi riconducibili al settore ufficiale. – (2) Gli altri investimenti comprendono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

Le valute dei paesi che esportano materie prime (Brasile, Russia e Sudafrica) o che hanno squilibri esterni più accentuati (Turchia) si sono significativamente deprezzate nei confronti del dollaro (fig. 1.7.a). Dall'estate gli indici azionari hanno iniziato a scendere; quello cinese, più che raddoppiato tra la metà del 2014 e la metà dello scorso anno, ha perso in seguito oltre il 40 per cento (fig. 1.7.b). I premi per il rischio sul debito sovrano si sono ampliati (fig. 1.6.b), toccando all'inizio del 2016 i massimi da un quinquennio, con aumenti più marcati per i paesi in condizioni di instabilità politica e con crescenti difficoltà di finanza pubblica, come il Brasile e il Sudafrica. In Russia e in Turchia le tensioni finanziarie degli ultimi anni riflettono anche vulnerabilità strutturali e del quadro istituzionale[7].

Figura 1.7

Tassi di cambio e indici azionari dei paesi emergenti
(dati giornalieri; indici: media gennaio 2013=100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Morgan Stanley.
(1) Tassi di cambio rispetto al dollaro. Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento. – (2) Scala di destra. – (3) Inclusa la Russia. – (4) Indice composito dei mercati di Shanghai e Shenzhen.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale i mercati finanziari hanno invece beneficiato indirettamente del programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema[8] (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), risentendo in misura limitata delle turbolenze globali. I premi per il rischio sovrano, in lieve diminuzione rispetto all'inizio dello scorso anno, si sono attestati su valori contenuti (con l'eccezione della Croazia). Le valute di questi paesi sono rimaste sostanzialmente invariate nei confronti dell'euro.

Dalla metà dello scorso febbraio il ritorno dell'appetito per il rischio ha favorito un generale miglioramento, con una ripresa dei corsi azionari e un calo degli spread sovrani.

[7] S. Auer, E. Cocozza e A. Colabella, *The financial system in Russia and Turkey: recent developments and challenges*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[8] A. Ciarlone e A. Colabella, *Spillovers of the ECB's non-standard monetary policy on CESEE economies*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

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

La crescita del commercio mondiale è stata frenata dalla debolezza della domanda su scala globale e dal forte ridimensionamento dell'interscambio cinese. Nel 2015 la dinamica degli scambi di beni e servizi è risultata inferiore a quella del prodotto, un fenomeno con pochi precedenti negli ultimi cinquant'anni. L'indebolimento del commercio mondiale è proseguito nei primi mesi del 2016.

La ricomposizione dell'attività produttiva in Cina, che ha rallentato nell'industria pesante e nelle costruzioni mentre ha accelerato nei servizi e nell'industria leggera, ha accentuato il ribasso delle quotazioni delle materie prime non energetiche, già in corso dal 2011. Alla flessione assai pronunciata dei corsi petroliferi, scesi ai livelli più bassi dalla crisi finanziaria globale, non è corrisposto un altrettanto rapido adeguamento dell'offerta di greggio: agli aumenti della produzione statunitense da scisti rocciosi, protrattisi per buona parte dell'anno, si è accompagnata una maggiore offerta dei maggiori paesi OPEC, decisi a difendere le proprie quote di mercato.

Gli squilibri globali di parte corrente sono aumentati in misura modesta; il forte calo dei prezzi delle materie prime ne ha determinato una profonda ricomposizione. I paesi emergenti più dipendenti dalle esportazioni di questi beni, che erano strutturalmente in avanzo, hanno registrato disavanzi, il cui finanziamento ha richiesto l'utilizzo delle riserve ufficiali, anche per contrastare il deprezzamento delle valute. Per contro, le economie dei paesi importatori, emergenti e avanzati, hanno segnato un deciso miglioramento dei propri saldi correnti.

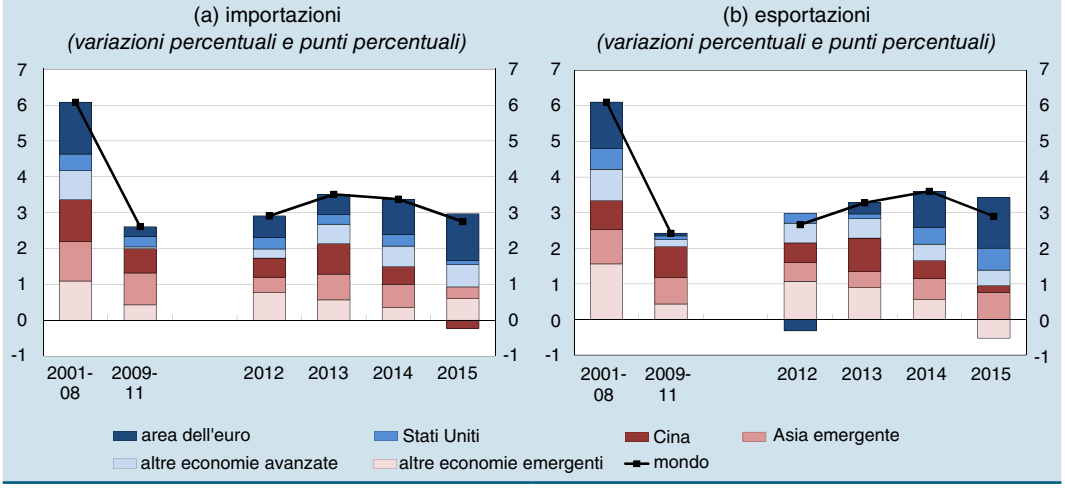
Le riserve valutarie cinesi sono scese marcatamente in seguito ai massicci interventi delle autorità per contrastare i deflussi di capitali innescati dalle aspettative di deprezzamento del cambio del renminbi e dai timori di un più marcato rallentamento dell'economia.

Il commercio internazionale

Il commercio mondiale di beni e servizi nel 2015 si è espanso a un ritmo inferiore al 3 per cento, circa un punto in meno rispetto alle previsioni formulate all'inizio dell'anno dalle istituzioni internazionali. L'accelerazione degli scambi dell'area dell'euro e la dinamica più sostenuta delle importazioni degli Stati Uniti hanno solo in parte compensato il minore contributo proveniente dalle economie emergenti (fig. 2.1), sulle quali ha pesato il netto ridimensionamento dell'interscambio estero cinese. L'indebolimento del commercio mondiale è proseguito nei primi mesi del 2016.

Figura 2.1

Crescita del commercio internazionale di beni e servizi in volumi e contributi delle principali aree geografiche



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016.

In Cina, per la prima volta dalla fine degli anni ottanta del secolo scorso, le importazioni di beni sono scese in volume (-0,7 per cento nel 2015) a causa del rallentamento dell'economia e della minore domanda di semilavorati destinati alla produzione per i mercati esteri. Sono diminuite anche le esportazioni di beni (-2,2 per cento), penalizzate dalla perdita di competitività connessa sia con l'apprezzamento del cambio in termini effettivi nominali, sia con l'esaurirsi della capacità di penetrazione nei settori tradizionali e nelle economie avanzate (cfr. il riquadro: *Il rallentamento della Cina e le ripercussioni sull'economia mondiale*, in *Bollettino economico*, 4, 2015).

In linea con quanto osservato durante lo scorso triennio, la crescita delle importazioni mondiali si è attestata su livelli prossimi a quella del PIL, a fronte di valori storici assai più elevati (nella media degli anni 1976-2011 il rapporto tra i due tassi di crescita è stato pari a 1,5). A moderare l'elasticità del commercio mondiale al PIL contribuiscono in uguale misura fattori ciclici, come la debolezza degli investimenti, caratterizzati da una più elevata intensità di prodotti intermedi, e fattori strutturali, connessi con l'esaurirsi degli effetti dei processi di frammentazione produttiva e degli accordi di liberalizzazione commerciale[1].

Le iniziative di liberalizzazione. – I più recenti negoziati commerciali di liberalizzazione hanno natura prevalentemente regionale. Oltre alla promozione degli scambi di beni e servizi, tali negoziati mirano anche ad agevolare la produzione e gli investimenti su scala internazionale, con possibili effetti positivi sulla produttività e sull'efficienza[2], che tuttavia richiedono una maggiore affinità normativa tra le economie coinvolte. Lo scorso ottobre si sono concluse le trattative per la Trans-Pacific Partnership, in corso dal 2010 tra i 12 maggiori paesi affacciati sul Pacifico, ad eccezione della Cina;

[1] A. Borin, V. Di Nino, M. Mancini e M. Sbracia, *The cyclicality of the income elasticity of trade*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[2] S. Formai e F. Vergara Caffarelli, *Quantifying the productivity effects of sourcing from global value chains*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

affinché l'accordo inizi a dispiegare i suoi effetti sarà necessaria la ratifica da parte dei singoli Stati, un processo che potrebbe rivelarsi lungo e non privo di difficoltà. È tuttora in fase negoziale la Transatlantic Trade and Investment Partnership tra Stati Uniti e Unione europea, che registra ancora significative divergenze tra le parti sui temi degli appalti pubblici, della tutela degli investitori esteri, della difesa dei diritti di proprietà intellettuale, della sicurezza alimentare e dei dazi nell'agricoltura (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti* nella *Relazione annuale* sul 2013).

Nel 2015, con la firma da parte di Stati Uniti, Cina e UE, si è estesa in misura rilevante la platea dei paesi aderenti al Trade Facilitation Agreement, promosso in seno all'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO) con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi connessi con gli scambi commerciali internazionali. Dall'attuazione dell'accordo, il primo raggiunto in un consesso multilaterale dal 1995, potrebbe scaturire un rilevante impulso al commercio internazionale.

I prezzi e i mercati delle materie prime

Il prezzo del petrolio. – La caduta del prezzo del petrolio, iniziata nel 2014, è proseguita anche nello scorso anno; nel gennaio 2016 i corsi erano scesi fino a 25 dollari al barile[3], un livello inferiore a quello raggiunto alla fine del 2008 in piena crisi finanziaria globale. Al calo hanno concorso da un lato il ridimensionamento delle attese sulla domanda mondiale (in special modo nella seconda metà dell'anno per i timori circa il rallentamento in Cina), dall'altro l'aumento dell'offerta effettiva del greggio sospinta dalla crescente produzione degli Stati Uniti, dei paesi OPEC e da quella attesa dell'Iran in seguito alla revoca delle sanzioni internazionali (cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio*, in *Bollettino economico*, 1, 2015).

Nel 2015, beneficiando di quotazioni molto basse, la domanda mondiale di petrolio stimata dall'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA) è aumentata di 1,8 milioni di barili al giorno (mbg), circa il 2 per cento in più rispetto al 2014. L'offerta è tuttavia cresciuta a un ritmo più vivace (3 per cento, pari a 2,7 mbg), per un terzo riconducibile alla maggiore produzione proveniente dagli Stati Uniti (0,9 mbg in più rispetto al 2014), dove il rapido progresso delle tecnologie di estrazione da fonti non convenzionali ha ridotto notevolmente il costo marginale del greggio[4]. Al contempo la decisione da parte dei principali paesi OPEC di difendere la propria quota di mercato ha impedito l'adeguamento dell'offerta globale di petrolio. Solo nella seconda metà del 2015 si è registrata una lenta flessione della produzione da scisti rocciosi negli Stati Uniti, frutto anche dei massicci tagli ai piani di investimento da parte delle compagnie petrolifere attive nell'estrazione non convenzionale (cfr. il capitolo 1: *Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali*). Ne è risultato un ampliamento dell'eccesso di produzione sul mercato, pari a circa 1,7 mbg nella media dell'intero anno, il doppio rispetto al 2014 (fig. 2.2.a): vi è corrisposto un aumento delle scorte di greggio, nei paesi avanzati come nelle economie emergenti; nei

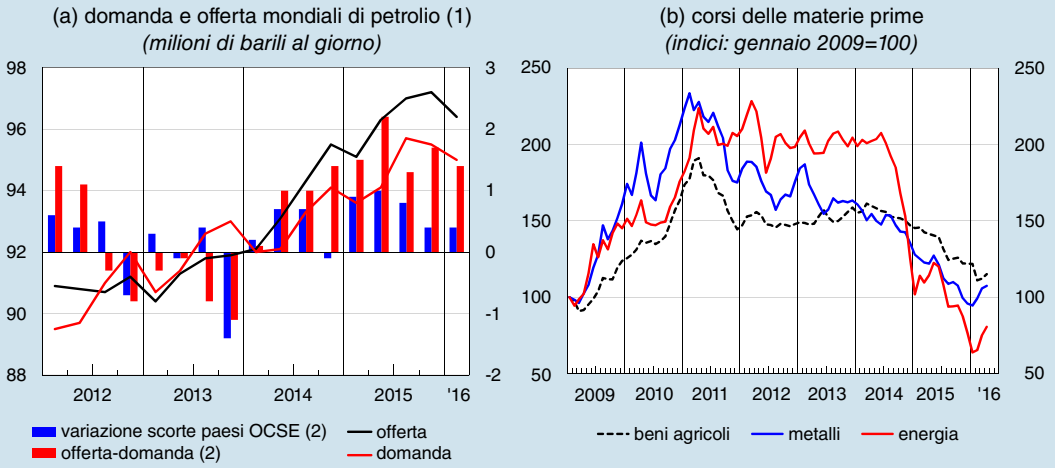
[3] Media di WTI, Brent e Dubai, le tre qualità di riferimento per il mercato mondiale.

[4] R. Cristadoro, V. Di Nino e L. Painelli, *Più greggio per tutti: la rivoluzione shale negli USA e la reazione dell'OPEC*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 296, 2015.

paesi OCSE, alla fine del 2015 le scorte hanno raggiunto i valori massimi storici (pari al consumo di 100 giorni, una settimana in più rispetto al 2014).

Figura 2.2

Domanda e offerta di petrolio e corsi delle materie prime



Fonte: elaborazioni su dati FMI e IEA.
(1) L'offerta è calcolata dalla IEA sommando al greggio di nuova estrazione la produzione delle raffinerie; la domanda, stimata dalla IEA, esclude la variazione delle scorte. Per l'aggregato mondiale, lo scarto fra offerta e domanda è riconducibile pertanto alla variazione delle scorte stesse e a discrepanze statistiche. Informazioni dirette sulla variazione delle scorte sono tuttavia disponibili solo per i paesi OCSE. – (2) Scala di destra.

Nei primi mesi dell'anno le quotazioni del petrolio hanno recuperato oltre 20 dollari al barile rispetto ai minimi segnati in gennaio, in connessione con il parziale riassorbimento dell'eccesso di offerta di greggio sul mercato mondiale.

I corsi delle altre materie prime. – Nel 2015 è proseguita la caduta dei corsi delle materie prime diverse dal petrolio, in atto dal 2011 (fig. 2.2.b). La diminuzione media nell'anno è stata pari al 23 per cento per i metalli industriali, con flessioni ancora più marcate per i minerali ferrosi, nickel e rame, che hanno risentito in misura maggiore del rallentamento in Cina nell'industria pesante e nelle costruzioni. I tagli alla produzione attuati da diverse compagnie minerarie nel corso dell'anno hanno fornito un sostegno alle quotazioni soltanto a partire dai primi mesi del 2016.

I corsi dei beni agricoli alla fine del 2015 si collocavano di circa il 36 per cento al di sotto dei picchi del 2011. Come per le altre materie prime, questa diminuzione è una conseguenza degli ingenti investimenti in capacità produttiva indotti dalle alte quotazioni degli anni precedenti; vi hanno contribuito anche abbondanti raccolti in molte aree del pianeta.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti

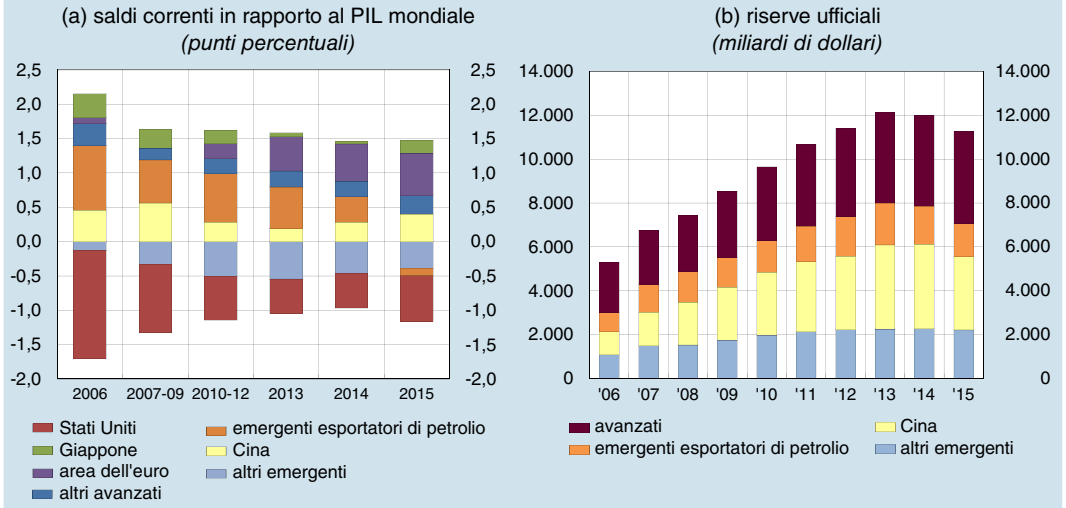
Il forte calo dei prezzi dei prodotti energetici ha determinato una profonda ricomposizione degli squilibri globali di parte corrente, nel complesso saliti leggermente nel 2015 (al 3,8 per cento del PIL mondiale, se calcolati come somma dei valori assoluti dei saldi correnti). Per la prima volta dalla crisi asiatica del 1998, i paesi emergenti esportatori di petrolio hanno registrato un disavanzo di parte corrente

(79 miliardi di dollari rispetto a un avanzo di 288 nel 2014), inducendo le autorità delle economie interessate ad avviare drastici piani di consolidamento fiscale. Per finanziare il disavanzo esterno in un regime di cambio fisso l'Arabia Saudita, che esporta circa un decimo del greggio mondiale, ha dovuto vendere riserve ufficiali e nello scorso aprile è ricorsa alla sua prima emissione di debito sovrano sui mercati finanziari internazionali.

Per contro, i paesi avanzati ed emergenti importatori di petrolio hanno migliorato i propri saldi di parte corrente (fig. 2.3.a). L'avanzo del Giappone è salito al 3,3 per cento del PIL; quello dell'area dell'euro ha toccato il 3,2 per cento del prodotto, sospinto prevalentemente dall'aumento registrato in Germania (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*). Il disavanzo degli Stati Uniti dopo un quinquennio è tornato ad ampliarsi, raggiungendo il 2,7 per cento del prodotto: il peggioramento dell'interscambio dei beni e del saldo dei redditi, dovuto all'apprezzamento del dollaro e alla debolezza della domanda esterna, è stato solo in parte compensato dalla riduzione del deficit energetico.

Figura 2.3

Saldi delle partite correnti e riserve valutarie



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016.

L'avanzo corrente della Cina è salito dal 2,1 al 2,7 per cento del PIL, grazie soprattutto alla minore contrazione delle esportazioni di beni e servizi (-4,1 per cento) rispetto alle importazioni (-8,4 per cento). Nonostante l'accresciuta domanda di prodotti energetici, finalizzata anche ad aumentare le scorte in un contesto di basse quotazioni, il disavanzo energetico si è ridotto di quasi 100 miliardi di dollari.

Le riserve valutarie. – Nel 2015 le riserve detenute dai paesi emergenti sono scese nettamente (del 10 per cento sull'anno precedente; fig. 2.3.b). I paesi esportatori di petrolio hanno fatto ampio ricorso alle riserve (220 miliardi di dollari) per contrastare le pressioni al deprezzamento delle proprie valute. Le riserve in Cina si sono ridotte per oltre 500 miliardi di dollari in relazione agli interventi per assorbire i crescenti deflussi di capitale innescati dall'annuncio inatteso della svalutazione del renminbi e dai timori per un rallentamento più marcato dell'economia. Nel primo trimestre dell'anno in corso,

a seguito di operazioni delle autorità sul mercato valutario domestico e offshore, e di controlli più stretti sui movimenti di capitale, il decumulo di riserve cinesi si è attenuato.

In prospettiva la progressiva liberalizzazione del conto capitale cinese e l'internazionalizzazione del renminbi (cfr. il riquadro: *Il nuovo ruolo internazionale del renminbi* del capitolo 1) favoriscono una ricomposizione delle attività estere cinesi, una riduzione dell'ancora elevato stock di riserve ufficiali e un aumento delle attività detenute dal settore privato[5].

L'incertezza sull'effettiva adeguatezza delle reti di sostegno multilaterali e regionali continua a incoraggiare la gran parte dei paesi emergenti a detenere e accumulare ampi stock di riserve, sia per fronteggiare eventuali crisi di liquidità sia per contrastare eccessive oscillazioni nei movimenti di capitale (cfr. il riquadro: *Efficacia e adeguatezza della rete globale di sostegno finanziario*). La Banca centrale indiana, ad esempio, nel 2015 ha accumulato riserve per oltre 30 miliardi di dollari, beneficiando di afflussi di capitale ancora sostenuti e di un minor disavanzo di parte corrente.

EFFICACIA E ADEGUATEZZA DELLA RETE GLOBALE DI SOSTEGNO FINANZIARIO

La rete globale di sostegno finanziario – espressione con cui si definisce l'insieme degli strumenti di prestito e garanzia dell'FMI, dei meccanismi di finanziamento regionale e bilaterale, delle linee di swap tra banche centrali e delle riserve valutarie detenute da ciascun paese – è uno degli elementi centrali del sistema monetario internazionale. L'ampio ricorso alle risorse disponibili durante la crisi finanziaria globale e quella del debito sovrano in Europa ha reso ancora più palese l'importanza di una rete di sostegno adeguata per fronteggiare situazioni di scarsa liquidità, la cui entità e configurazione sono fortemente condizionate dal processo di integrazione finanziaria internazionale.

Lo stock di credito erogato dall'FMI (che non tiene conto delle risorse rese disponibili, ma non erogate, in particolare attraverso le linee di credito precauzionali) raggiungeva nell'aprile 2012 un valore massimo pari a poco meno di 95 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), equivalenti a circa 145 miliardi di dollari; il credito complessivamente erogato dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e dallo European Stability Mechanism (ESM) a paesi europei ammonta attualmente a circa 244 miliardi di euro, equivalenti a quasi 279 miliardi di dollari; la liquidità complessivamente offerta dalla Riserva federale ad altre banche centrali attraverso le proprie linee di swap raggiungeva nel dicembre 2008, al culmine della crisi finanziaria globale, un picco pari a 586 miliardi di dollari.

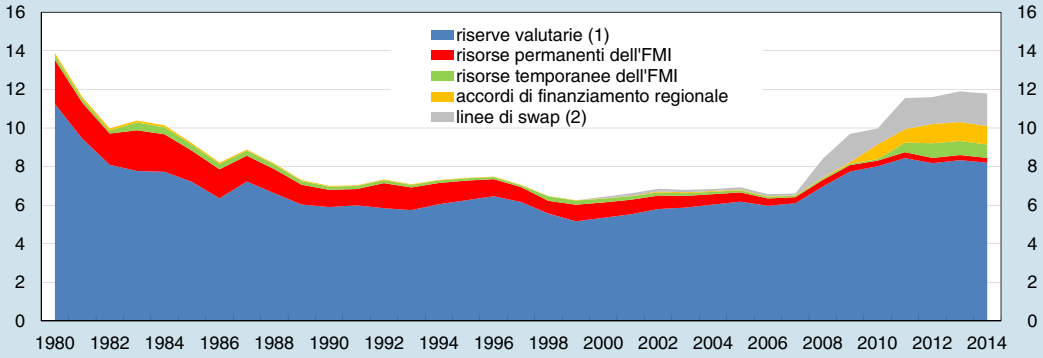
L'evoluzione della dimensione e della composizione della rete negli ultimi 35 anni – valutando ciascuna componente in rapporto allo stock complessivo delle passività finanziarie internazionali – mostra la forte accumulazione di riserve valutarie da parte delle economie emergenti dopo la crisi del 1997-98 e, più recentemente, il potenziamento dei meccanismi di finanziamento regionale nonché l'attivazione, nel rispetto dei propri mandati, di un'ampia rete di linee di swap tra

[5] E.S. Prasad, *China's efforts to expand the international use of the renminbi*, report prepared for the U.S.-China Economic and Security Review Commission, Brookings Institution, 2016.

banche centrali (figura). Le risorse permanenti dell'FMI hanno invece registrato un progressivo declino in termini relativi, in parte frenato dagli effetti della riforma del 2010 (ratificata dal Congresso statunitense solo nel dicembre 2015), in base alla quale si è avuto un raddoppio delle quote (da 238,5 a 477 miliardi di DSP) e un pressoché equivalente ridimensionamento delle risorse temporanee (cfr. il capitolo 4*: La cooperazione economica internazionale* nella *Relazione annuale* sul 2012).

Figura

La rete globale di sostegno finanziario in rapporto alle passività finanziarie internazionali
(punti percentuali)



Fonte: E. Denbee, C. Jung e F. Paternò, *Stitching together the global financial safety net*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 322, 2016.
(1) Non include le riserve auree. – (2) Il valore delle risorse conferite attraverso le linee di swap tra banche centrali è stimato assegnando: (a) il valore massimo raggiunto durante i periodi di attivazione a quelle attivate in passato; (b) una media dei valori (misurati in rapporto al PIL) assegnati alle linee di swap attivate a quelle che non sono mai state attivate.

L'adeguatezza della rete globale esistente va valutata in relazione alla sua capacità di far fronte a differenti tipi di shock sistemico, tenuto conto della non perfetta sostituibilità delle diverse componenti della rete stessa. Una valutazione di questo tipo può essere svolta ipotizzando, separatamente, tre tipi di shock: (a) un improvviso arresto dei flussi di capitale verso le economie emergenti; (b) una generalizzata incapacità dei sistemi bancari delle economie avanzate a rifinanziare sul mercato i propri attivi in valuta estera; (c) una crisi del debito sovrano che coinvolga le economie avanzate (con l'eccezione di Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e le economie dell'area dell'euro con rating AAA).

Da tale valutazione emerge un giudizio di sostanziale adeguatezza delle dimensioni complessive della rete, pur con alcune qualificazioni[1]. In particolare la copertura offerta dalla rete non riesce a proteggere tutti i paesi da potenziali shock sistemici, anche per la limitata diffusione di accordi di finanziamento regionale tra le economie emergenti. Inoltre la potenziale richiesta di finanziamenti all'FMI potrebbe in alcuni casi eccedere significativamente la quota del singolo paese; la recente decisione del Fondo di adottare in futuro un approccio più restrittivo riguardo all'attivazione di programmi di sostegno straordinario potrebbe far emergere altre insufficienze nel grado di copertura offerto dalla rete.

[1] E. Denbee, C. Jung e F. Paternò, *Stitching together the global financial safety net*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 322, 2016.

Il giudizio di sostanziale adeguatezza della rete su un orizzonte di medio termine poggia inoltre sull'ipotesi che le risorse dell'FMI rimangano invariate in valore assoluto. A partire dall'ottobre 2016 tuttavia due fattori potrebbero indebolire la capacità del Fondo di contrastare crisi sistemiche: da un lato, la progressiva estinzione dei prestiti bilaterali (tra cui quello concesso dall'Italia per un ammontare pari a 23,48 miliardi di euro; cfr. il capitolo 4*: La cooperazione economica internazionale* nella *Relazione annuale* sul 2013); dall'altro, un'eventuale decisione, in occasione della quindicesima revisione generale delle quote prevista per l'autunno 2017, di non procedere a un significativo incremento delle risorse permanenti. Ne potrebbe derivare una nuova spinta delle economie emergenti all'accumulazione di riserve valutarie a scopo precauzionale[2].

La centralità delle risorse del Fondo, derivante dal loro potenziale utilizzo per fare fronte a crisi che dovessero emergere in qualsiasi economia, è suffragata da studi empirici che mostrano come il costo del finanziamento sui mercati obbligazionari per le economie emergenti diminuisca all'aumentare dell'importo dei fondi potenzialmente erogabili nei successivi dodici mesi (forward commitment capacity).

Un maggiore coordinamento tra il Fondo e gli accordi di finanziamento regionale, un potenziamento di tali accordi o, più semplicemente, una loro accresciuta credibilità potrebbero contenere, almeno in parte, le conseguenze di un indebolimento della capacità di prestito dell'FMI. Nel medio periodo il rafforzamento della regolamentazione finanziaria potrebbe consentire un'attenuazione del legame tra l'integrazione finanziaria internazionale e la potenziale dimensione delle crisi di liquidità sistemiche.

---

[2] F. Corneli e E. Tarantino, *Sovereign debt and reserves with liquidity and productivity crises*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1012, 2015.

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

Nell'area dell'euro la ripresa è proseguita nel 2015, grazie al rafforzamento delle componenti interne della domanda, che ha compensato la decelerazione del commercio internazionale. Riflettendo soprattutto l'impulso della politica monetaria, l'espansione ciclica si è diffusa a quasi tutti i paesi della UEM; i divari di crescita fra le maggiori economie si sono ridotti. Nel primo trimestre del 2016 il PIL ha accelerato.

L'inflazione si è tuttavia collocata su livelli nulli nella media dell'anno, scendendo più volte sotto lo zero e tornando su valori negativi nel febbraio scorso. Al netto delle componenti più volatili è stata molto bassa, allo 0,8 per cento. La dinamica dei prezzi ha risentito sia dell'andamento dei corsi del petrolio sia degli ancora elevati margini di capacità produttiva e forza lavoro inutilizzati. Le aspettative di inflazione sugli orizzonti più lunghi desumibili dai mercati finanziari si attestano su livelli molto inferiori alla definizione di stabilità dei prezzi del Consiglio direttivo della BCE.

Nel 2015 l'area dell'euro ha fronteggiato ancora significative tensioni, tra cui quelle generate dalle difficili trattative tra la Grecia e i suoi creditori internazionali e, nella seconda parte dell'anno, dalle preoccupazioni relative al settore bancario, acuite dai lenti progressi nel necessario completamento del progetto di Unione bancaria. Inoltre, rischi derivano dal perdurare di squilibri macroeconomici e dall'assenza di sufficienti meccanismi comuni di assorbimento degli shock. A questi timori si sono aggiunti i rischi connessi con l'accentuata incertezza geopolitica e, soprattutto a partire dall'estate scorsa, con l'indebolimento del contesto esterno.

Nelle stime della Commissione europea, dopo il consolidamento realizzato negli anni 2011-13, la politica di bilancio ha avuto – nello scorso biennio – un orientamento sostanzialmente neutrale, che diverrebbe marginalmente espansivo nel 2016. Dopo il picco raggiunto nel 2014, lo scorso anno il rapporto tra il debito e il prodotto è diminuito di 1,5 punti percentuali, avviando un processo che continuerebbe quest'anno. Nel 2015 è proseguito il dibattito sulla costituzione di una fiscal capacity nell'area dell'euro.

La fase ciclica

Nel 2015 il prodotto dell'area dell'euro è cresciuto dell'1,6 per cento, accelerando rispetto all'anno precedente (tav. 3.1) grazie al rafforzamento della domanda interna, che ha compensato il progressivo peggioramento del contesto esterno (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, i prezzi delle materie prime*

e le bilance dei pagamenti). Alla ripresa della domanda nazionale e del PIL hanno contribuito le misure straordinarie di espansione monetaria introdotte dalla BCE[1] (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

Tavola 3.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)
(quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)

PAESI	2013	2014	2015	2015				2016
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Francia (2)	0,6	0,6	1,3	0,7	..	0,4	0,3	0,5
Germania	0,3	1,6	1,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,7
Italia	-1,7	-0,3	0,8	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3
Spagna (3)	-1,7	1,4	3,2	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8
Area dell'euro (4)	-0,3	0,9	1,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. la sezione: *Note metodologiche*.
(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 17 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.

La spesa delle famiglie è aumentata dell'1,7 per cento, consolidando il recupero in atto dal 2014. Vi ha influito il rialzo del reddito disponibile, sostenuto dai progressi dell'occupazione; la propensione al risparmio si è stabilizzata su livelli analoghi a quelli del biennio precedente. Le migliori condizioni generali di fiducia e le minori preoccupazioni delle famiglie circa le prospettive occupazionali hanno sospinto soprattutto gli acquisti di beni durevoli. Anche gli investimenti fissi lordi hanno accelerato grazie all'ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento, al progressivo recupero dei margini di profitto e al consolidarsi della fiducia delle imprese. Nel confronto storico tuttavia la ripresa dell'accumulazione complessiva è rimasta debole, scoraggiata dai margini di capacità produttiva inutilizzata, che restano superiori a quelli medi di lungo periodo, e dai rischi che pesano sulle prospettive della domanda, soprattutto estera.

Il contributo dell'interscambio commerciale alla crescita del PIL è stato lievemente negativo. A fronte di un'accelerazione dei flussi fra i paesi dell'area, le vendite di beni verso l'esterno sono cresciute dell'1,6 per cento, riflettendo la contenuta dinamica del commercio mondiale. Le esportazioni verso il resto del mondo hanno beneficiato del recupero di competitività riconducibile al deprezzamento dell'euro, superiore al 9 per cento in termini effettivi nominali nella media del 2015. Il saldo di conto corrente dell'area è nuovamente migliorato (3,2 per cento del PIL), in parte per effetto dell'ulteriore riduzione dei prezzi delle materie prime importate.

L'espansione del PIL, sospinta dal rialzo della spesa delle famiglie, è salita, rispettivamente, al 3,2 per cento in Spagna, all'1,3 in Francia e allo 0,8 in Italia. È rimasta pressoché stabile, all'1,7 per cento, in Germania, dove il consolidamento del consumo privato è stato compensato dal rallentamento degli investimenti e dal minore apporto dell'interscambio con l'estero.

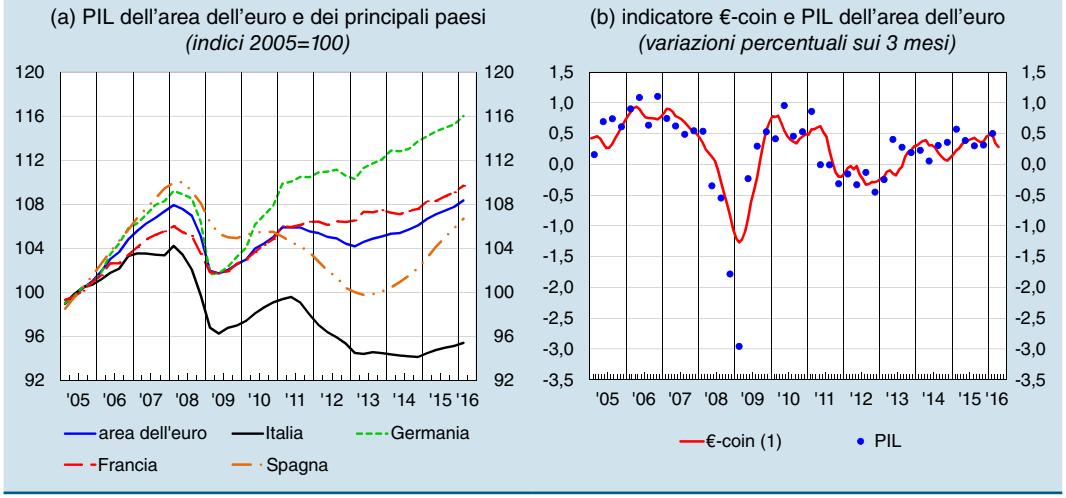
[1] BCE, *Rapporto annuale 2015*, 2016.

Nel primo trimestre del 2016 la crescita nell'area ha ripreso vigore, portandosi allo 0,5 per cento rispetto al periodo precedente; il prodotto è risalito per la prima volta al di sopra dei livelli raggiunti nel 2008 (fig. 3.1.a).

L'indicatore €-coin della Banca d'Italia, che fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, è progressivamente cresciuto dall'autunno dello scorso anno fino a raggiungere un massimo in gennaio (0,48 per cento); è poi sceso gradualmente, allo 0,28 per cento in aprile (fig. 3.1.b)[2].

Figura 3.1

PIL dell'area dell'euro e €-coin



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat.
(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche* e sul sito della Banca d'Italia la sezione dedicata all'*indicatore €-coin*. La stima dell'indicatore di aprile 2016 precede la diffusione del dato di PIL relativo al 1° trimestre.

Il tasso di disoccupazione nell'area è diminuito (da 11,6 a 10,9 per cento nel 2015, un valore ancora elevato rispetto all'8,6 per cento medio del decennio precedente il 2009). L'occupazione è aumentata dell'1,0 per cento, sostenuta da una crescita diffusa a tutti i paesi, più accentuata in quelli maggiormente esposti alla crisi dei debiti sovrani (2,9 per cento in Spagna, 2,6 in Irlanda, 1,9 in Grecia e 1,4 in Portogallo). In Germania gli occupati hanno raggiunto il massimo storico, toccando i 43 milioni.

I prezzi e i costi

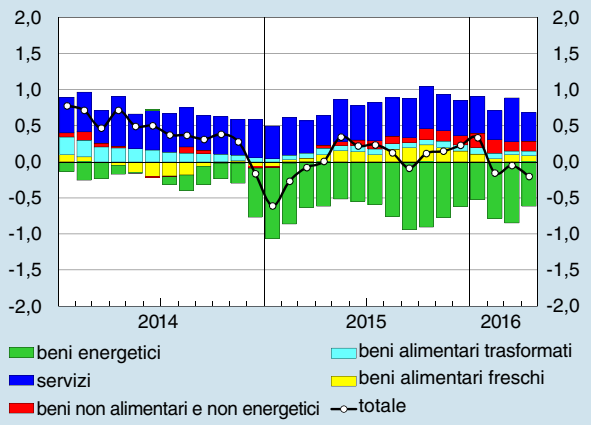
Nella media del 2015 l'inflazione nell'area dell'euro, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), si è collocata su valori nulli (0,4 per cento nel 2014). Dopo essere stata negativa nel primo trimestre, la dinamica dei prezzi al consumo è risalita su livelli generalmente appena positivi a partire da maggio, rimanendo comunque molto lontana da valori coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi adottata

[2] 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 Economics and Statistics", 92, 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, sui siti della Banca d'Italia e del CEPR.

dal Consiglio direttivo della BCE, che prevede il mantenimento del tasso d'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo. Nei primi mesi del 2016 la dinamica dei prezzi è tornata negativa (-0,2 per cento in aprile).

Figura 3.2

Inflazione nell'area dell'euro e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) IPCA.

Alla debolezza dell'inflazione hanno contribuito l'accentuarsi della caduta dei prezzi dei beni energetici (-6,8 per cento) ma anche, in misura considerevole, le componenti interne, in parte a seguito degli elevati margini di capacità produttiva e forza lavoro inutilizzati. L'inflazione di fondo, misurata al netto dei prodotti alimentari ed energetici, è rimasta su valori molto bassi (0,8 per cento, il livello minimo dall'avvio della UEM; fig. 3.2); vi ha influito la dinamica molto moderata (0,7 per cento) del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP).

Per valutare le tendenze dell'inflazione, la Banca d'Italia ha elaborato un indice sintetico fondato sulle principali variabili connesse con la dinamica dei prezzi (cfr. il riquadro: *Una misura delle tendenze dell'inflazione nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 2, 2016). Sulla base dei valori di recente assunti dall'indicatore, la probabilità che nei prossimi dodici mesi la variazione dei prezzi al consumo risalga intorno al 2 per cento appare molto modesta e vicina ai livelli minimi osservati in passato.

Nel 2015 la dispersione dei tassi di crescita dei prezzi fra le economie dell'area dell'euro si è ridotta. Fra i principali paesi l'inflazione armonizzata si è collocata allo 0,1 per cento in Germania, in Francia e in Italia, mentre è stata negativa (-0,6 per cento) in Spagna; la dinamica dei prezzi si è ovunque nuovamente indebolita all'inizio del 2016.

Le attese degli operatori professionali sull'inflazione per l'anno in corso, censite da Consensus Economics, sono rimaste poco superiori all'1 per cento nel 2015, per poi diminuire ancora, portandosi su valori appena maggiori di zero nel maggio del 2016. Indicazioni analoghe sono emerse dalle misure di attese di inflazione di più lungo periodo desumibili dai mercati finanziari (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), che hanno mostrato segnali di disancoraggio a partire dall'ultimo trimestre del 2014 (cfr. il riquadro: *Ancoraggio delle aspettative di inflazione ed effetti macroeconomici* del capitolo 4).

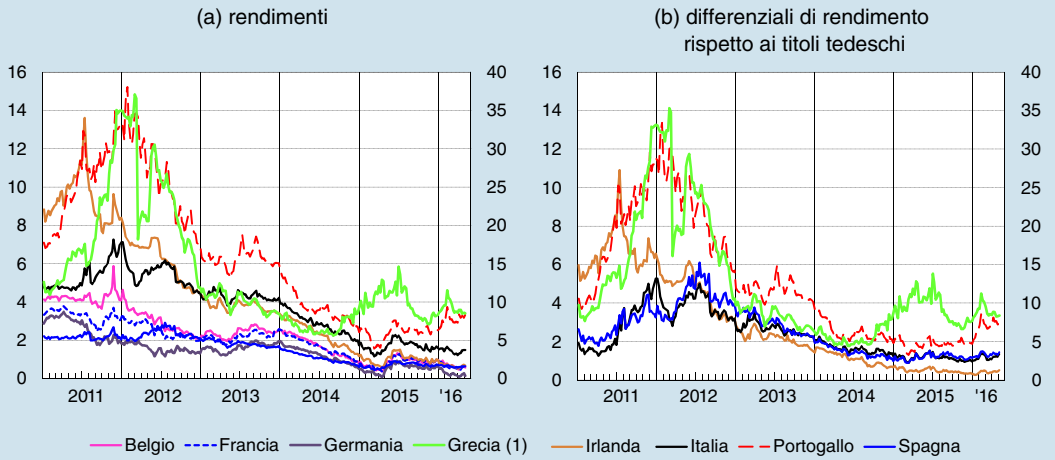
I mercati finanziari

Nello scorso anno le condizioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono nel complesso ulteriormente e significativamente migliorate, nonostante l'andamento dei corsi azionari sia stato contrassegnato da temporanei episodi di tensione che si sono nuovamente manifestati nel 2016.

I rendimenti dei titoli di Stato si sono mantenuti su livelli molto bassi, in media inferiori a quelli dell'anno precedente (fig. 3.3.a), grazie anche all'annuncio e al successivo avvio del piano di acquisto di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

Figura 3.3

Rendimenti e differenziali di rendimento dei titoli di Stato
(dati settimanali; punti percentuali)



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

I premi per il rischio sovrano sono rimasti bassi e relativamente stabili nella maggior parte dei paesi (fig. 3.3.b). La forte incertezza generata, intorno alla metà del 2015, dalle difficili trattative tra la Grecia e i suoi creditori internazionali (cfr. il paragrafo: *Le politiche di bilancio*) ha determinato un generalizzato innalzamento della volatilità sui mercati finanziari, ma ha prodotto effetti di contagio contenuti e limitati nel tempo sui titoli di Stato degli altri paesi dell'area dell'euro; questa maggiore resilienza dei mercati del debito sovrano è ascrivibile all'ampia gamma di strumenti a disposizione dell'Eurosistema per contrastare episodi di instabilità, ai progressi compiuti nella governance europea e alle riforme intraprese nei singoli paesi.

Il rendimento medio delle obbligazioni in euro emesse da società non finanziarie è aumentato lievemente nel comparto investment grade e in misura più marcata in quello high yield, a causa anche delle preoccupazioni circa l'impatto del calo dei corsi del greggio sul rischio di credito riferito a titoli emessi da società operanti nel settore petrolifero.

L'andamento dei corsi azionari nell'area dell'euro è stato contrassegnato da un'accentuata volatilità; vi hanno contribuito sia fattori di natura internazionale quali i timori di rallentamento dell'economia mondiale e gli inattesi deprezzamenti delle valute di alcune economie emergenti, compresa la Cina (cfr. il capitolo 1: *Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali*), sia fattori interni quali la crisi greca e le tensioni sul settore bancario europeo registrate verso la fine dell'anno. Le quotazioni sono state tuttavia sostenute dal consolidarsi della ripresa economica nell'area dell'euro e dall'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria; alla fine del 2015 l'indice delle principali società quotate dell'area era aumentato di circa il 10 per cento rispetto a un anno prima.

Le tensioni si sono riaccese all'inizio del 2016. I mercati finanziari dell'area dell'euro hanno risentito dei rinnovati timori sulla crescita delle economie emergenti, degli ulteriori cali dei prezzi delle materie prime e delle preoccupazioni relative al settore bancario (cfr. il riquadro: *Il recente andamento delle quotazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). Dalla metà di febbraio le condizioni dei mercati sono tornate a migliorare grazie soprattutto a un parziale recupero dei prezzi delle materie prime e al rafforzarsi delle attese di nuove misure espansive da parte della BCE poi effettivamente annunciate il 10 marzo scorso. L'estensione del programma di acquisti alle obbligazioni delle società non finanziarie ha determinato una significativa diminuzione dei loro rendimenti (di 25 punti base fra la data dell'annuncio e la fine di aprile; cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

Dall'inizio di maggio si sono verificati nuovi cali delle quotazioni azionarie, soprattutto nel comparto bancario; vi ha contribuito l'ulteriore significativo deterioramento della redditività corrente e attesa delle banche.

Le politiche di bilancio

L'orientamento delle politiche di bilancio. – Sulla base delle più recenti stime della Commissione europea[3], dopo il consolidamento realizzato nei tre anni precedenti, la politica di bilancio dell'area sarebbe stata pressoché neutrale nel biennio 2014-15 e diventerebbe marginalmente espansiva nell'anno in corso[4].

L'orientamento complessivo deriva dall'aggregazione di politiche di bilancio nazionali che, oltre a essere definite alla luce delle posizioni cicliche di ciascun singolo paese, sono condizionate dalle diverse situazioni dei conti pubblici. La Commissione ritiene che tale orientamento sia un ragionevole punto di equilibrio tra la funzione di stabilizzazione macroeconomica e la salvaguardia della sostenibilità delle finanze pubbliche[5].

Con riferimento alle maggiori economie, nel 2015 la politica di bilancio è stata lievemente restrittiva in Germania, sostanzialmente neutrale in Francia ed espansiva in Italia e Spagna. In questi ultimi due paesi il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico è peggiorato rispettivamente di 0,6 e 1,2 punti percentuali del PIL. Per il 2016 le stime della Commissione indicano un orientamento pressoché neutrale in Francia e Spagna ed espansivo in Italia e Germania (con una riduzione dell'avanzo di 0,7 e 0,5 punti percentuali del prodotto, rispettivamente).

I risultati di bilancio del 2015. – È proseguita anche nel 2015 la riduzione, avviata nel 2010, dell'indebitamento netto medio delle Amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area: il disavanzo è risultato pari al 2,1 per cento del PIL, inferiore di 0,5 punti

[3] Se non diversamente indicato, i dati considerati sono desunti da Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2016. Si fa riferimento all'attuale area dell'euro, composta da 19 paesi.

[4] L'orientamento della politica di bilancio è misurato in termini di variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico.

[5] Commissione europea, *Documenti programmatici di bilancio per il 2016: valutazione globale*, COM(2015) 800 final, 2015, pp. 14-15, e Commissione europea, *2016 European Semester: Country-specific Recommendations*, COM (2016) 321 final, 2016, p. 11.

percentuali al livello del 2014 e di 4,2 a quello del 2009. Al miglioramento rispetto al 2014 hanno contribuito in misura pressoché pari l'aumento dell'avanzo primario e la diminuzione della spesa per interessi, grazie a una riduzione dell'onere medio del debito di 0,3 punti percentuali. Un'ulteriore flessione del disavanzo è prevista per il 2016 (-0,2 punti percentuali).

Dopo il significativo aumento osservato a partire dall'inizio della crisi economico-finanziaria (dal 64,9 per cento del PIL del 2007 al 94,4 nel 2014), nel 2015 il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ha iniziato a ridursi. Il calo, pari a 1,5 punti percentuali, è stato determinato dalla maggiore dinamica nominale del prodotto rispetto all'onere medio del debito (0,3 punti percentuali), dall'avanzo primario (0,3 punti) e da fattori che riducono il debito ma non l'indebitamento netto (0,9 punti). Questi ultimi riflettono principalmente l'emissione sopra la pari di titoli nonché il parziale riassorbimento – in alcuni paesi – del sostegno finanziario in favore del sistema bancario. Il debito continuerebbe a ridursi nell'anno in corso (-0,7 punti percentuali del prodotto).

Il rispetto delle regole di bilancio europee. – Nel 2015 per il complesso dell'area il disavanzo strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è stato pari all'1,0 per cento del PIL, in linea con quello dell'anno precedente. Il saldo strutturale è rimasto sostanzialmente stabile in Germania, con un avanzo dello 0,8 per cento del PIL, e in Italia, con un disavanzo dell'1,0 per cento. L'indebitamento netto strutturale si è lievemente ridotto in Francia (dal 2,7 al 2,4 per cento), mentre è aumentato di un punto percentuale del PIL in Spagna (al 2,9 per cento del prodotto). Nel 2016, nel complesso dell'area, esso aumenterebbe di 0,3 punti percentuali del PIL.

È diminuito il numero di paesi dell'area sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi o esposti al rischio di non rispettare il Patto di stabilità e crescita. Nel 2015 sette paesi rimanevano soggetti alla Procedura, a seguito della chiusura di quella nei confronti di Malta. Lo scorso 18 maggio la Commissione europea ha raccomandato la chiusura di quelle riguardanti Cipro, Irlanda e Slovenia. Resterebbero ancora sottoposti alla Procedura Francia, Grecia, Portogallo e Spagna. In particolare, in Francia l'indebitamento netto è risultato inferiore a quanto richiesto nell'ambito della Procedura (3,5 per cento del PIL contro 4,0). In Portogallo, diversamente da quanto raccomandato dal Consiglio della UE nel luglio dello scorso anno, il disavanzo è risultato ampiamente superiore al 3 per cento (4,4 per cento del PIL). Lo scorso aprile la Commissione europea, nell'ambito della sorveglianza post-programma, ha sottolineato come in Portogallo il piano di riforme strutturali e di bilancio abbia subito un rallentamento e, in alcune aree, una revisione. In particolare, la riforma del sistema pensionistico non è più prevista ed è programmato il venire meno di interventi riguardanti la Pubblica amministrazione.

Nel novembre del 2015, sulla base dei Documenti programmatici di bilancio per il 2016, la Commissione aveva indicato rischi di violazione delle regole europee nel biennio 2015-16 in quattro paesi: Austria, Italia, Lituania (per la parte preventiva del Patto) e Spagna (per la parte correttiva del Patto). In febbraio la Commissione ha segnalato l'esistenza di rischi di violazione della parte preventiva del Patto per il Portogallo, che non aveva inviato il suo documento programmatico entro i termini previsti.

Nelle valutazioni rese note lo scorso 18 maggio la Commissione ha affermato che i piani di bilancio di Belgio, Finlandia e Italia sono in linea con la regola del debito, tenuto conto di fattori rilevanti quali il sostanziale rispetto della parte preventiva del Patto, la congiuntura macroeconomica sfavorevole e l'attuazione di riforme strutturali. Per l'Italia è stata annunciata una nuova valutazione in autunno (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

La Commissione ha inoltre raccomandato che il disavanzo eccessivo di Portogallo e Spagna venga corretto rispettivamente nel 2016 e nel 2017 (un anno dopo rispetto a quanto finora previsto), adottando adeguate misure strutturali e utilizzando eventuali risultati di bilancio migliori delle attese ai fini del consolidamento dei conti pubblici. La posizione di questi due paesi sarà nuovamente esaminata il prossimo luglio.

Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà. – Nella prima parte del 2015 l'incertezza sull'esito delle trattative sul programma di assistenza finanziaria alla Grecia è rimasta elevata. Il secondo programma si sarebbe dovuto concludere nel 2014 ma, su richiesta del governo greco, nel febbraio 2015 è stata concessa una proroga fino al successivo mese di giugno per realizzare le misure previste. Dopo lunghe trattative, che hanno aumentato le tensioni sul debito greco (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2015), nell'agosto del 2015 è stato approvato il terzo programma di assistenza finanziaria che rende disponibili da parte dello European Stability Mechanism (ESM) risorse fino a 86 miliardi nell'arco di tre anni (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2015).

L'Eurogruppo riunitosi il 9 maggio scorso ha valutato positivamente i progressi compiuti nell'ambito di alcune riforme e l'impegno da parte del governo greco a definire misure volte a compensare eventuali scostamenti rispetto agli obiettivi di bilancio; ha inoltre dichiarato di essere disponibile a considerare interventi eventualmente necessari per mantenere il fabbisogno di rifinanziamento su livelli sostenibili nel lungo termine.

Nel 2015 le erogazioni a favore della Grecia sono state pari a 21,4 miliardi[6], di cui 5,4 concessi per la ricapitalizzazione del sistema bancario (a fronte di 10 miliardi stanziati a tale fine). Le erogazioni sono state vincolate a una serie di riforme volte a rafforzare la stabilità del sistema finanziario (con particolare enfasi sulla gestione dei crediti deteriorati), liberalizzare il mercato dell'energia, rendere più efficiente il sistema di riscossione fiscale e accrescere la sostenibilità del sistema pensionistico. Complessivamente, nell'ambito dei tre programmi di assistenza, la Grecia ha finora ricevuto aiuti pari a circa il 135 per cento del PIL del 2015.

Per quanto riguarda i risultati di bilancio della Grecia, nel 2015 l'indebitamento netto è raddoppiato, al 7,2 per cento del prodotto, per effetto dell'adozione di misure di supporto alle istituzioni finanziarie nazionali (4,1 punti percentuali del PIL). Al netto di queste ultime il disavanzo sarebbe diminuito di circa mezzo punto, raggiungendo un livello su cui sostanzialmente rimarrebbe nel 2016 secondo le previsioni della Commissione europea.

[6] Le erogazioni nette sono pari a 10,5 miliardi in quanto nel febbraio del 2015 vi è anche stata la restituzione allo European Financial Stability Facility (EFSF) di fondi stanziati nell'ambito del secondo programma di aiuti e mai utilizzati (10,9 miliardi).

Come già previsto il governo di Cipro ha chiesto la chiusura del programma di aiuti lo scorso marzo. Non sono stati utilizzati per intero i finanziamenti disponibili nell'ambito del programma (in particolare 2,7 miliardi stanziati dall'ESM). Nel 2015 è stato erogato un miliardo (di cui 0,4 miliardi dall'FMI e 0,6 dall'ESM). L'importo complessivo dei prestiti a favore di Cipro è pari a circa il 42 per cento del PIL del paese nel 2015.

L'ammontare dei nuovi prestiti erogati nel 2015 ai paesi in difficoltà è stato contenuto (11,5 miliardi), in linea con la tendenza registrata già nel biennio precedente e riflettendo la riduzione del numero di paesi ancora sotto programma[7]. Nei primi tre mesi del 2016 sono stati erogati 0,1 miliardi a favore di Cipro. Il totale delle risorse corrisposte dal 2010 è pari a circa 430 miliardi (tav. 3.2).

Tavola 3.2

Sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (1)
(miliardi di euro)

PAESI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Totale fino a maggio 2016 (2)	Totale del piano di sostegno
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)(4)	237,1 (3)	330,6
Spagna	–	–	39,5	1,9	–	–	41,3	41,3
Cipro	–	–	–	4,9	1,3	1,0	7,3	10,0
Totale	**31,5**	**110,2**	**197,9**	**59,7**	**18,9**	**11,5**	**429,8**	**527,4**

Fonte: per i prestiti bilaterali all'Irlanda, National Treasury Management Agency; per i prestiti concessi dall'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*, marzo 2012; per i prestiti dell'FMI non inclusi in tale piano, comunicati stampa diffusi in occasione di ogni erogazione.
(1) I programmi di sostegno consistono di risorse finanziarie messe a disposizione dai paesi dell'Unione europea su base bilaterale, nonché dall'EFSF, dall'EFSM, dall'ESM e dall'FMI in favore di paesi dell'aera dell'euro in difficoltà finanziarie; l'erogazione di tali risorse è vincolata a una precisa condizionalità in termini di politiche economiche da attuare per ripristinare un ordinato funzionamento del sistema economico nazionale. 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 19 maggio 2016. – (3) Il dato tiene conto della restituzione all'EFSF, nel febbraio 2015, di fondi stanziati e non utilizzati (10,9 miliardi). – (4) Nel luglio 2015 la Grecia ha ricevuto un prestito transitorio per 7,2 miliardi erogato dall'EFSM e restituito il mese successivo.

La governance europea

Nell'ambito delle possibili revisioni della governance europea, il rapporto dei cinque Presidenti[8], pubblicato nel giugno 2015, prospetta una serie di riforme per salvaguardare e far progredire la UEM, attraverso una crescente integrazione in ambito politico, economico, finanziario e di politica di bilancio.

Con riguardo all'unione finanziaria, il rapporto auspica il completamento del progetto di Unione bancaria e la realizzazione di quella dei mercati dei capitali.

[7] Nel 2014 erano già chiusi i programmi in favore di Irlanda, Portogallo e Spagna. 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. L'ESM monitora inoltre eventuali rischi di inadempienza fino al completo rimborso degli aiuti erogati dall'EFSF o dall'ESM stesso.

[8] 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*, 22 giugno 2015.

Il primo pilastro dell'Unione bancaria è stato reso operativo nel novembre 2014 con l'avvio del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM), composto dalla BCE, che vigila direttamente sulle banche definite significative, e dalle autorità nazionali degli Stati membri partecipanti, che vigilano sulle banche meno significative. Il sistema prevede la collegialità delle decisioni, proposte dal Consiglio di vigilanza e approvate dal Consiglio direttivo della BCE (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari e la tutela della stabilità finanziaria* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2015).

Il Meccanismo di risoluzione unico delle banche (Single Resolution Mechanism, SRM), che costituisce il secondo pilastro dell'Unione, è stato avviato all'inizio di quest'anno; le banche dei paesi partecipanti hanno già iniziato a versare i contributi al Fondo di risoluzione unico che, dopo una fase di transizione, realizzerà la piena mutualizzazione delle risorse nel 2023. Manca tuttavia ancora un accordo su un sistema di sostegno finanziario comune (backstop) al Fondo di risoluzione in caso di insufficienza delle risorse a disposizione. Nel novembre 2015 è stata recepita nell'ordinamento italiano la direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche e delle imprese di investimento (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD). La direttiva permette alle autorità di vigilanza di intervenire quando emergono i primi segni di deterioramento della situazione finanziaria degli intermediari; in caso di crisi mira a proteggere la continuità delle funzioni essenziali, limitare il ricorso alle risorse dei contribuenti, proteggere i depositanti e gli investitori. La direttiva prevede inoltre la piena ripartizione dei costi con gli azionisti e alcune categorie di creditori (salvataggio interno o bail-in) secondo un preciso ordine di intervento; i depositi fino a 100.000 euro sono in ogni caso salvaguardati. Il ricorso alle risorse pubbliche è limitato a circostanze straordinarie e di regola condizionato all'applicazione di un bail-in minimo (cfr. il capitolo 4: *La gestione delle crisi* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2015).

Il rapporto dei cinque Presidenti considera imprescindibile anche l'adozione di uno schema comune di garanzia dei depositi (terzo pilastro dell'Unione); alla fine del 2015 la Commissione ha avanzato una proposta che prevede un'applicazione graduale di tale meccanismo e la sua piena operatività a partire dal 2024. Questa proposta non incontra tuttavia il favore di alcuni paesi che, prima di ulteriori mutualizzazioni di risorse, chiedono una riduzione dei rischi bancari, tra cui quelli derivanti dalle esposizioni verso debitori sovrani, alle quali attualmente si applica un trattamento prudenziale di favore.

Secondo il rapporto l'unione dei mercati dei capitali – il cui progetto è stato lanciato nel 2015 dalla Commissione europea con un ambizioso piano di azione esteso a tutti i paesi membri – è un complemento necessario dell'Unione bancaria. Mercati dei capitali integrati consentono un'offerta diversificata di risorse finanziarie a vantaggio delle imprese, soprattutto quelle piccole e medie, nonché una più ampia condivisione del rischio rispetto a sistemi fondati sulla sola intermediazione bancaria. È in fase di negoziazione in ambito comunitario una proposta per la definizione di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, che sarebbero quindi assoggettate a requisiti prudenziali meno gravosi di quelli attuali, per riattivare questo importante mercato. È in discussione anche una proposta di modernizzazione della direttiva sui prospetti informativi per la quotazione sui mercati regolamentati, che prevede semplificazioni, soprattutto per le emissioni da parte delle imprese di minore dimensione.

Il rapporto auspica inoltre una maggiore convergenza e integrazione economica tra le economie dei paesi europei, affinché possano rispondere meglio agli shock, sfruttare i loro vantaggi comparati e accrescere la competitività (cfr. il riquadro: *Evoluzione recente degli squilibri macroeconomici nell'Unione europea*). In tal senso, la Commissione ha raccomandato l'istituzione di comitati nazionali per la competitività, incaricati di monitorare le politiche e le riforme messe in atto a livello nazionale.

EVOLUZIONE RECENTE DEGLI SQUILIBRI MACROECONOMICI NELL'UNIONE EUROPEA

Nell'ambito del sistema di sorveglianza multilaterale dell'Unione europea, la Procedura per gli squilibri macroeconomici (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) identifica le vulnerabilità presenti nei paesi membri e propone misure specifiche per la loro correzione[1]. La procedura prevede la pubblicazione ogni anno di un rapporto che analizza gli andamenti economici di tutti i paesi dell'Unione sulla base di alcuni indicatori, identifica i paesi che presentano rischi meritevoli di un'analisi più approfondita (In-Depth Review, IDR), avviando così la fase preventiva. Le IDR valutano i progressi realizzati nell'attuazione delle misure di correzione eventualmente indirizzate ai governi nell'esercizio precedente, prestando un'attenzione crescente negli anni recenti anche alle possibili esternalità negative per il complesso della UE.

Da quest'anno i giudizi si articolano su tre livelli: (a) assenza di squilibri; (b) presenza di squilibri; (c) presenza di squilibri eccessivi. In febbraio la Commissione ha diffuso le IDR dei 19 paesi che erano stati precedentemente ritenuti più esposti a vulnerabilità macroeconomiche: l'Italia, insieme a Bulgaria, Cipro, Croazia, Francia e Portogallo, continua a registrare squilibri eccessivi (livello 3); la Germania e la Spagna sono incluse nel livello 2, mentre nel livello 1 rientrano alcuni paesi (Belgio, Regno Unito, Romania e Ungheria) che hanno migliorato la loro posizione rispetto all'esercizio precedente.

Secondo la Commissione le principali fonti di rischio per l'economia italiana si confermano essere l'elevato debito pubblico e la bassa competitività, entrambi condizionati dalla deludente dinamica della produttività. Costituiscono inoltre fattori di rischio l'accumulo di uno stock considerevole di crediti deteriorati detenuti dalle banche e l'andamento del mercato del lavoro caratterizzato da un elevato livello di disoccupazione di lunga durata. La Commissione ha valutato positivamente la riforma del mercato del lavoro e gli interventi relativi al governo societario nel settore bancario. Ha tuttavia sottolineato come l'abolizione dell'imposta sulla prima casa, introdotta con la legge di stabilità per il 2016 (L. 208/2015), non sia in linea con la raccomandazione del Consiglio di spostare la tassazione dai fattori della produzione ai consumi e alla proprietà immobiliare; ha inoltre evidenziato le mancate riforme del catasto e delle agevolazioni fiscali. La Commissione ha richiamato anche la necessità di riformare l'organizzazione delle Amministrazioni pubbliche e di migliorare il capitale umano, puntando ad aumentare le iscrizioni a corsi universitari e a ridurre la dispersione scolastica.

[1] I documenti pubblicati dalla Commissione europea nelle varie fasi della Procedura sono disponibili in inglese nel sito della UE (http://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/publications).

Gli squilibri eccessivi della Francia derivano dalla bassa competitività, legata in particolare al forte aumento del costo del lavoro, in un contesto di elevato e crescente debito pubblico e di insufficienti interventi di controllo della spesa. Secondo la Commissione la Spagna, classificata nel livello 2, ha ridotto sostanzialmente gli squilibri, anche se gli elevati livelli di indebitamento (pubblico e privato) e del tasso di disoccupazione rimangono significativi fattori di vulnerabilità.

Per il secondo anno consecutivo la Germania è stata inclusa tra i paesi caratterizzati da squilibri macroeconomici a causa dell'ampio e crescente avanzo delle partite correnti, non imputabile, nella valutazione della Commissione, solo a fattori temporanei come la riduzione del prezzo dei prodotti petroliferi. Sono giudicati insufficienti sia il livello degli investimenti pubblici, in particolare in ambito locale, sia quelli privati, frenati da una regolamentazione troppo restrittiva in alcuni comparti dei servizi.

Con riferimento alla politica di bilancio, l'innovazione principale della governance europea nel 2015 ha riguardato l'istituzione del Comitato europeo per le finanze pubbliche (European Fiscal Board, EFB), raccomandata dal rapporto dei cinque Presidenti e definita con una decisione della Commissione europea dello scorso ottobre. L'EFB svolge tre compiti principali. In primo luogo, il Comitato contribuisce alla sorveglianza multilaterale sulle politiche di bilancio fornendo alla Commissione una valutazione sulla coerenza di applicazione delle regole ai diversi paesi e sui casi di significativo mancato rispetto delle regole. In secondo luogo, l'EFB si esprime, in chiave anche prospettica, in merito all'adeguatezza dell'orientamento della politica di bilancio a livello dell'area dell'euro e dei singoli paesi; nel caso di rischi per il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria l'EFB può fare proposte, nel rispetto del Patto di stabilità e crescita. Il Comitato infine collabora con i Consigli nazionali per le finanze pubbliche allo scopo di favorire lo scambio delle migliori prassi e il raggiungimento di un consenso sulle questioni relative alle regole di bilancio europee.

In caso di crisi grave, gli stabilizzatori automatici di bilancio nazionali possono rivelarsi insufficienti, comportando danni per l'area dell'euro. Secondo il rapporto è pertanto opportuno che in prospettiva l'area si doti di strumenti di bilancio comuni per assorbire gli shock che non si possono gestire a livello nazionale, come già avviene nelle unioni monetarie mature (fiscal capacity; cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro* nella *Relazione annuale* sul 2014). Nelle indicazioni dei cinque Presidenti la fiscal capacity dovrebbe essere definita in modo da non determinare trasferimenti permanenti di risorse tra Stati membri e, per mantenere adeguati incentivi alla disciplina di bilancio dei singoli paesi, il suo operare dovrebbe essere vincolato al rispetto dell'insieme delle regole della governance europea. Tuttavia la partecipazione dei paesi alla fiscal capacity sarebbe subordinata a significativi progressi nel processo di convergenza economica. Il rapporto argomenta infine che un'ulteriore condivisione del processo decisionale sui bilanci pubblici nazionali è un presupposto della fiscal capacity.

4. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

In un quadro caratterizzato da forti pressioni al ribasso sull'inflazione effettiva e attesa, il Consiglio direttivo della BCE ha allentato con determinazione le condizioni monetarie, riducendo i tassi ufficiali ed espandendo il proprio bilancio.

È stato avviato il programma di acquisto di titoli pubblici (Public Sector Purchase Programme, PSPP). All'annuncio della decisione, nel gennaio 2015, le condizioni finanziarie nell'area dell'euro sono diventate immediatamente più espansive, il cambio dell'euro si è deprezzato, si è accentuata la riduzione del costo del credito.

Dalla metà dell'anno sono aumentati i rischi connessi con l'andamento dell'economia globale. Il ridimensionamento delle prospettive di crescita mondiale e il nuovo calo dei prezzi delle materie prime hanno indebolito la ripresa dell'attività economica e accresciuto i rischi di disancoraggio delle attese di inflazione sugli orizzonti di lungo periodo.

Ulteriori misure espansive sono state introdotte in dicembre e nel marzo di quest'anno. Il programma di acquisto di titoli è stato ampliato nella dimensione e nella composizione; i tassi ufficiali sono stati ridotti; sono state introdotte nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a condizioni estremamente vantaggiose, con l'obiettivo di sostenere l'afflusso del credito all'economia.

L'azione di politica monetaria

All'inizio del 2015 la dinamica dei prezzi al consumo dell'area dell'euro si è mantenuta su valori negativi, in un contesto di debole ripresa dell'attività economica (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*); l'inflazione attesa si è ulteriormente allontanata dai livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi (inferiori, ma prossimi, al 2 per cento) anche sugli orizzonti più lontani (cfr. il paragrafo: *I tassi di interesse e il cambio dell'euro*).

In gennaio il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato un sostanziale ampliamento del programma di acquisto di attività finanziarie, includendovi i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro, nonché le obbligazioni denominate in euro emesse da agenzie situate nell'area e da istituzioni europee. Il programma ampliato di acquisto di titoli approvato in gennaio (Expanded Asset Purchase Programme, APP) prevedeva acquisti complessivi pari a 60 miliardi di euro al mese almeno sino alla fine di settembre del 2016, e comunque fino a quando l'inflazione nell'area non si fosse riportata in modo durevole su livelli coerenti con la definizione di

stabilità dei prezzi; rimanevano in capo alle singole BCN i rischi connessi con eventuali perdite sui titoli di Stato acquistati dalle medesime. Gli effetti sui mercati finanziari e valutari, in parte già manifestatisi dopo l'annuncio dell'avvio dei lavori preparatori all'adozione dell'APP nel novembre del 2014, sono stati significativi e si sono propagati anche ai prezzi delle attività finanziarie non incluse nel programma (cfr. il riquadro: *Gli effetti del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*, in *Bollettino economico*, 1, 2016), senza tuttavia determinarne un disallineamento dai loro valori fondamentali (cfr. il riquadro: *Disallineamenti fra i prezzi delle attività finanziarie e i loro valori fondamentali*).

DISALLINEAMENTI FRA I PREZZI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE E I LORO VALORI FONDAMENTALI

Un prolungato periodo di espansione monetaria potrebbe indurre un aumento eccessivo dei prezzi delle attività rischiose quali le azioni e le obbligazioni delle imprese, portandoli al di sopra dei livelli coerenti con le condizioni di fondo degli emittenti. L'effetto potrebbe essere particolarmente marcato nel caso in cui l'orientamento espansivo sia perseguito attraverso programmi di acquisto di titoli, che influenzano i prezzi di un ampio spettro di attività finanziarie.

Tale rischio può essere valutato stimando gli scostamenti fra i prezzi delle azioni e delle obbligazioni e i loro valori fondamentali, coerenti con gli importi dei flussi di cassa dalle stesse generati (dividendi nel caso delle azioni, cedole e rimborsi di capitale nel caso delle obbligazioni) e con i rendimenti richiesti da investitori che hanno un orizzonte di lungo periodo. La determinazione del valore fondamentale di un'attività è soggetta a notevole incertezza, sia perché è difficile prevederne accuratamente i flussi di cassa, sia in quanto le principali determinanti dei rendimenti richiesti dagli investitori non sono osservabili e possono variare nel tempo.

Un recente lavoro[1] tiene conto di tale incertezza stimando la distribuzione dei valori fondamentali plausibili per le azioni e le obbligazioni societarie[2] e confrontandola con i prezzi effettivamente osservati. Dal raffronto non emerge evidenza a supporto della tesi che i prezzi delle azioni delle società quotate dell'area dell'euro si discostino dai rispettivi valori fondamentali (figura, pannello a). Sebbene le attuali quotazioni implichino rendimenti reali attesi delle azioni leggermente inferiori ai loro livelli medi di lungo periodo, i differenziali tra tali rendimenti e quelli dei titoli di Stato a lunga scadenza (premi al rischio) rimangono assai ampi nel confronto storico. Anche per le obbligazioni societarie denominate in euro non emergono segnali di disallineamento nel periodo più recente (figura, pannello b), benché i prezzi si pongano in prossimità del limite superiore della distribuzione stimata dei corrispondenti valori fondamentali.

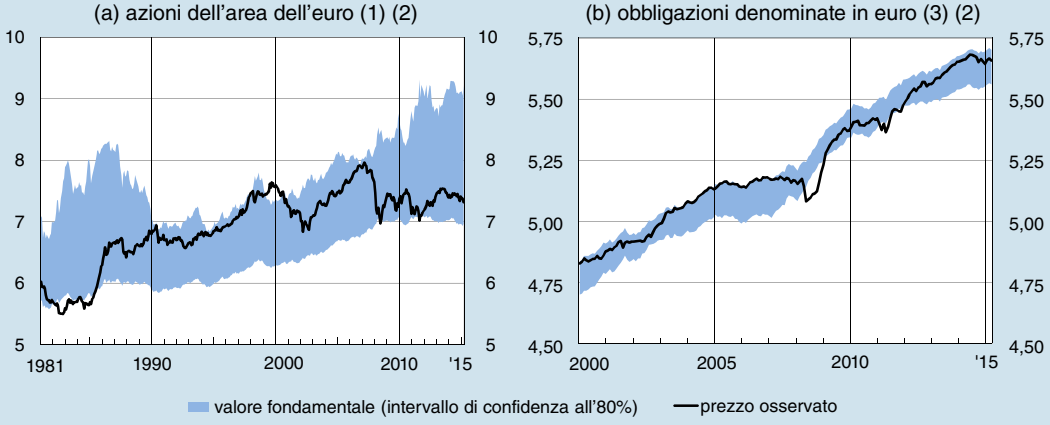
---

[1] S. Cecchetti e M. Taboga, *Assessing the risks of asset overvaluation: models and challenges*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[2] Nel calcolo dell'intervallo di confidenza si utilizzano metodi bayesiani, con distribuzioni a priori non informative sui flussi di cassa previsti e sui rendimenti richiesti dagli investitori.

Figura

Prezzi delle attività finanziarie per i loro valori fondamentali



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Indice generale del mercato azionario dell'area dell'euro. – (2) La linea nera rappresenta il prezzo dell'indice in scala logaritmica; l'area azzurra rappresenta l'intervallo di confidenza, posto al livello dell'80 per cento, per il rispettivo valore fondamentale. – (3) Indice obbligazionario Bank of America Merrill Lynch relativo alla classe di merito di credito BBB.

Durante l'estate le condizioni finanziarie sono peggiorate a seguito sia delle accresciute incertezze sull'esito dei negoziati tra la Grecia e i creditori ufficiali (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*) sia di nuovi timori sulle prospettive di crescita di alcune delle principali economie emergenti (cfr. il capitolo 1: *Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali*). In ottobre il Consiglio direttivo ha ribadito la propria determinazione a ricorrere a tutti gli strumenti disponibili, inclusa la possibilità di variare dimensione, composizione e durata dell'APP, qualora ciò fosse stato necessario.

Nell'ultima parte dell'anno il rallentamento della domanda estera e il calo dei prezzi delle materie prime hanno frenato la risalita dell'inflazione. In dicembre il Consiglio ha ridotto il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema (deposit facility), che era già su valori negativi, di dieci punti base, portandolo a -0,30 per cento (fig. 4.1); ha esteso di sei mesi la durata dell'APP, almeno fino a marzo del 2017, e ampliato la gamma di titoli ammissibili alle obbligazioni emesse da Amministrazioni pubbliche regionali e locali dell'area; ha deciso che il capitale rimborsato alla scadenza dei titoli acquistati sarà reinvestito finché necessario.

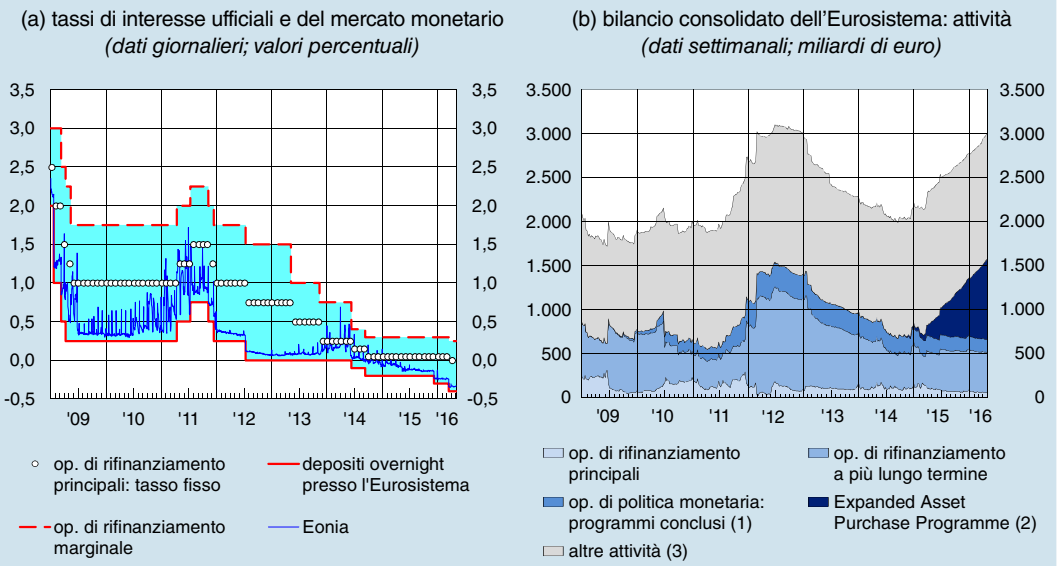
All'inizio di quest'anno si sono accentuati i rischi derivanti dall'indebolimento del quadro congiunturale internazionale e dal peggioramento delle condizioni finanziarie (cfr. il capitolo 1: *Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali*).

Il Consiglio è intervenuto lo scorso marzo con un articolato pacchetto di misure espansive: ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di cinque punti base (rispettivamente allo 0,0 e 0,25 per cento) e quello sulla deposit facility di dieci punti base (a -0,40 per cento); nell'ambito dell'APP, ha ampliato gli interventi mensili a 80 miliardi, a partire da aprile; ha deciso di includere tra gli acquisti, dalla fine del secondo trimestre, le obbligazioni emesse da società non bancarie dell'area (Corporate Sector Purchase

Programme, CSPP); ha introdotto nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2) a condizioni molto vantaggiose, che saranno effettuate dalla fine di giugno del 2016.

Figura 4.1

Tassi di interesse ufficiali nell'area dell'euro e bilancio consolidato dell'Eurosistema



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.
(1) Covered Bond Purchase Programme (CBPP, CBPP2) e Securities Markets Programme (SMP). – (2) Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3), Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) e Public Sector Purchase Programme (PSPP). – (3) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera.

Vi è evidenza che le misure adottate dal Consiglio direttivo possano dispiegare i loro effetti sull'attività economica attraverso molteplici canali; oltre a garantire alle banche certezza su disponibilità e costo della raccolta, tali misure favoriscono la flessione dei rendimenti e l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e reali, che possono trasmettersi: ai consumi attraverso effetti ricchezza; agli investimenti complessivi mediante il rafforzamento dei corsi azionari e la riduzione del costo del capitale; agli investimenti residenziali attraverso il supporto ai prezzi delle abitazioni (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*, in *Bollettino economico*, 2, 2016).

IMPLICAZIONI DISTRIBUTIVE DELLA POLITICA MONETARIA ESTREMAMENTE ESPANSIVA

La riduzione della disuguaglianza economica esula dal mandato delle banche centrali, i cui obiettivi sono la stabilità dei prezzi e il mantenimento della crescita su livelli prossimi al potenziale. Nel dibattito sviluppatosi a seguito della crisi finanziaria globale e a quella del debito sovrano, è stata tuttavia avanzata l'ipotesi che gli effetti sulla disuguaglianza di politiche monetarie estremamente espansive potrebbero essere rilevanti e che di conseguenza le banche centrali dovrebbero tenere conto delle implicazioni distributive delle proprie decisioni.

In particolare è stato sostenuto che la riduzione dei tassi di interesse su livelli molto contenuti e l'adozione di programmi di acquisto di titoli avrebbero aumentato

la disuguaglianza, favorendo i più ricchi attraverso l'aumento del valore delle loro attività finanziarie. D'altra parte, tassi di interesse molto bassi implicherebbero a lungo andare una "espropriazione del risparmio".

Una recente analisi empirica[1] studia l'impatto di breve periodo dell'adozione di politiche monetarie estremamente espansive su varie misure di disuguaglianza per l'Italia e fornisce una stima dell'importanza relativa dei diversi canali: quello dei redditi da lavoro e dell'occupazione, che esercita effetti più marcati sugli individui le cui condizioni lavorative sono maggiormente esposte al ciclo economico; quello della remunerazione del risparmio e del costo del debito, che influenza le famiglie in base alla struttura del loro bilancio; quello dei guadagni in conto capitale, che è associato alla detenzione di attività finanziarie o immobiliari.

Il lavoro si avvale delle informazioni tratte dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia, che permettono di valutare le ripercussioni della politica monetaria sui singoli nuclei familiari in base alla composizione del reddito e della ricchezza e alla diversa elasticità ciclica dei redditi da lavoro dei suoi membri in funzione del livello di istruzione, dell'età, del sesso, della classe di reddito e di altre caratteristiche.

I risultati non indicano che le misure monetarie non convenzionali – come quelle adottate dall'Eurosistema durante la crisi del debito sovrano o, in prospettiva, l'APP – abbiano l'effetto di aumentare gli indici di disuguaglianza, né che i loro effetti distributivi siano significativamente diversi da quelli di un'espansione tradizionale basata sulla sola manovra dei tassi ufficiali. Secondo questa analisi, gli effetti distributivi di politiche monetarie convenzionali o non convenzionali discendono principalmente dall'impatto sull'attività economica e sul mercato del lavoro.

Il principale effetto distributivo, nel breve periodo, della politica monetaria espansiva è quello derivante dal sostegno all'occupazione e ai salari, che si ripercuote favorevolmente soprattutto sulle fasce più deboli della popolazione, le cui prospettive di impiego e salariali sono più sensibili all'andamento dell'attività economica. Questo effetto prevale su quelli finanziari; è infatti solo parzialmente compensato dall'effetto sui redditi di capitale. L'impatto delle politiche monetarie espansive sulla ricchezza netta delle famiglie non è peraltro associato in modo crescente al patrimonio, ma segue un profilo a "U": l'aumento è più forte per le famiglie più ricche, che detengono una quota maggiore di attività finanziarie interessate dai guadagni in conto capitale, ma anche per quelle meno abbienti, che vedono ridursi l'onere sui debiti.

L'analisi suggerisce inoltre che una politica monetaria fortemente espansiva non sfavorisce necessariamente i risparmiatori: poiché questi ultimi sono al tempo stesso lavoratori o detentori di attività, gli effetti negativi dei bassi tassi di interesse sulla

[1] M. Casiraghi, E. Gaiotti, L. Rodano e A. Secchi, *A "reverse Robin Hood"? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

remunerazione del risparmio possono essere, in media, compensati dal sostegno ai redditi da lavoro per le famiglie meno abbienti e dai guadagni in conto capitale per quelle più benestanti.

Le operazioni di politica monetaria

Nel corso del 2015 e nella prima parte del 2016 l'Eurosistema ha continuato a offrire liquidità alle banche mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento principali e in quelle a più lungo termine. Lo scorso dicembre il Consiglio ha stabilito che tale regime rimarrà in vigore almeno sino alla fine del 2017. La liquidità fornita mediante operazioni di rifinanziamento con durata fino a tre mesi è diminuita di 80 miliardi (a circa 90 alla fine dello scorso aprile); quella erogata attraverso operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine è invece aumentata di 213 miliardi (a 425).

Nell'ambito dell'APP l'Eurosistema ha acquistato attività finanziarie per un ammontare che alla fine dello scorso aprile era pari a 918 miliardi, di cui 19 miliardi di asset-backed securities, 172 di obbligazioni bancarie garantite e 727 di titoli pubblici (118 di titoli italiani, di cui circa 108 acquistati dalla Banca d'Italia). Alla stessa data la durata residua media del portafoglio PSPP era pari a otto anni; quella del comparto composto da titoli di Stato italiani era di poco superiore a nove anni. 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; alla fine di aprile era pari a 784 miliardi. La dimensione del bilancio dell'Eurosistema si è accresciuta del 40 per cento, portandosi in prossimità dei valori massimi osservati a metà del 2012 (circa 3.000 miliardi alla fine dello scorso aprile; fig. 4.1).

I tassi di interesse e il cambio dell'euro

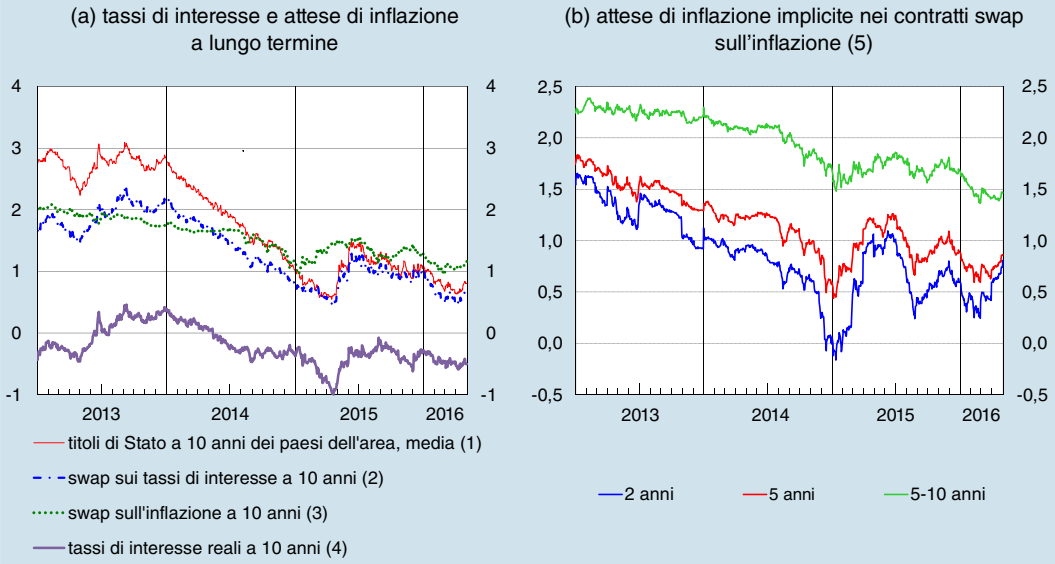
Le riduzioni dei tassi ufficiali e l'ampliamento della liquidità in eccesso hanno determinato una progressiva riduzione dei tassi di interesse a breve termine, che si sono avvicinati a quello negativo sulla deposit facility. Il tasso overnight (Eonia) si è mantenuto su valori negativi (-0,34 per cento nella media dello scorso mese di aprile; fig. 4.1); il tasso sui depositi interbancari a tre mesi (Euribor) è progressivamente diminuito nel corso del 2015, stabilizzandosi lo scorso aprile a circa -0,25 per cento.

Nel corso del 2015 i tassi nominali a lungo termine sono rimasti su livelli storicamente molto contenuti. Alla fine di aprile di quest'anno i rendimenti misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni erano prossimi allo 0,7 per cento (fig. 4.2), quelli sui titoli di Stato a dieci anni allo 0,8, nella media dei principali paesi dell'area.

Le aspettative di inflazione, risalite dopo l'annuncio e l'avvio dell'APP, sono tornate a diminuire a partire dall'estate su tutti gli orizzonti. Nell'aprile 2016 quelle a due e a cinque anni, desunte dai contratti swap sull'inflazione, erano pari rispettivamente allo 0,7 e 0,8 per cento; le aspettative a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni sono scese ai livelli minimi dall'introduzione dell'euro, attorno all'1,4 per cento (cfr. il riquadro: *Ancoraggio delle aspettative di inflazione ed effetti macroeconomici*).

Figura 4.2

Tassi di interesse a lungo termine e attese di inflazione nell'area dell'euro
(dati giornalieri; valori percentuali)



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 2015. – (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 swap sull'inflazione a 2 anni, 5 anni e 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

ANCORAGGIO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE ED EFFETTI MACROECONOMICI

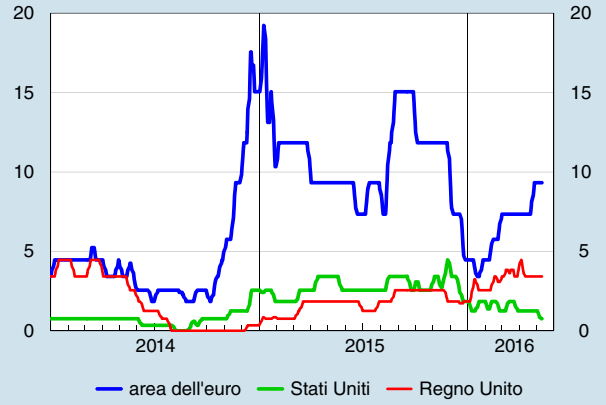
Un prolungato periodo di bassa inflazione accresce il rischio che le aspettative a lungo termine si allontanino dal livello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi (disancoraggio). Segnali di questo rischio si hanno quando ad ampie variazioni al ribasso delle attese di inflazione a breve termine, che dovrebbero essere le sole influenzate da shock temporanei, si associano analoghi movimenti di quelle relative agli orizzonti più lontani[1]. Un indicatore del grado di coincidenza di tali variazioni per l'area dell'euro, calcolato sulla base delle aspettative implicite nelle quotazioni dei contratti swap sull'inflazione, è aumentato fortemente tra ottobre del 2014 e la metà di gennaio 2015, segnalando un elevato rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione (figura; cfr. il riquadro: *Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro e le misure di politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 1, 2016).

[1] F. Natoli e L. Sigalotti, *An indicator of inflation expectations anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Nello stesso periodo non sono stati invece osservati aumenti negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Dopo l'annuncio dell'Expanded Asset Purchase Programme questo indicatore è sceso a livelli inferiori rispetto a quelli prevalenti alla fine del 2014, rimanendo tuttavia molto volatile.

Figura

Comovimento delle aspettative di inflazione a breve e a lungo termine (1)
(dati giornalieri)



(1) L'indicatore è basato sulla probabilità di comovimento delle aspettative di inflazione a lungo termine e di quelle a breve. Tale misura (calcolata tecnicamente come odds ratio su una finestra mobile di 250 giorni lavorativi) varia tra zero e infinito: un aumento segnala l'intensificarsi del legame tra forti ribassi delle attese a breve termine e di quelle a lungo; bassi valori suggeriscono un più forte ancoraggio delle aspettative a lungo termine.

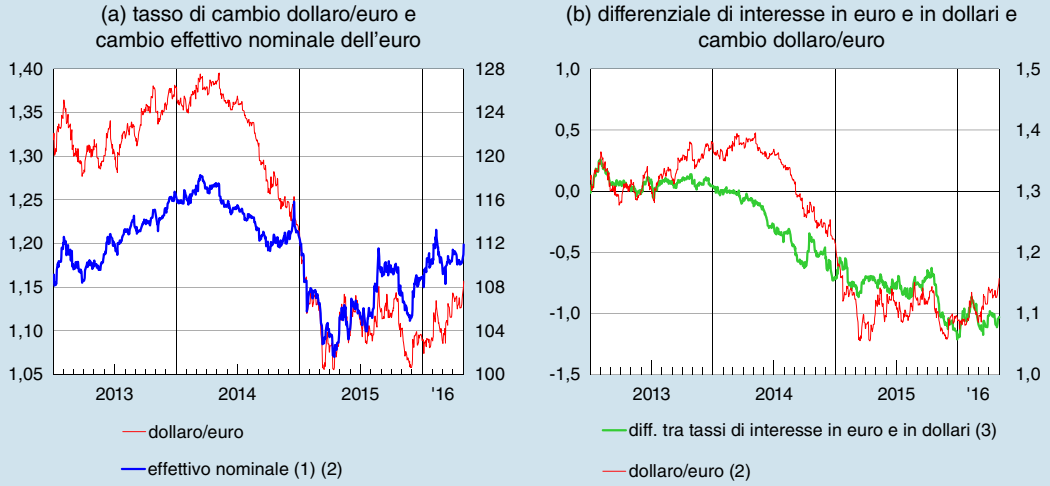
Analisi empiriche mostrano che le aspettative di inflazione nell'area dell'euro differiscono tra agenti economici e risentono della dinamica osservata dei prezzi al consumo. Le implicazioni che tali caratteristiche possono avere per gli andamenti macroeconomici e per l'efficacia della politica monetaria possono essere analizzate con un modello di equilibrio economico generale, in cui si ipotizza che, nel formulare le proprie aspettative di inflazione, famiglie e imprese tengano conto sia dell'inflazione passata sia dell'obiettivo della banca centrale, riducendo il peso attribuito a quest'ultimo nel caso in cui la dinamica dei prezzi se ne discosti in modo persistente[2]. Le simulazioni basate su questo modello indicano come una sequenza di shock negativi all'inflazione, simili a quelli che hanno interessato l'area dell'euro nell'ultimo biennio, possa determinare un disancoraggio delle aspettative e avere ripercussioni negative significative sull'attività economica e sui prezzi. Per evitare che la politica monetaria perda efficacia è quindi necessario che la banca centrale risponda in maniera pronta e decisa a deviazioni prolungate dell'inflazione dal suo valore obiettivo.

[2] F. Busetti, D. Delle Monache, A. Gerali e A. Locarno, *Trust, but verify. De-anchoring of inflation expectations under learning and heterogeneity*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Il cambio dell'euro ha registrato ampie oscillazioni. Nella prima parte del 2015 l'euro si è indebolito, riflettendo l'effetto dell'adozione dell'APP; dalla fine di aprile si è apprezzato, a seguito dell'aumento dell'avversione al rischio a livello globale, di attese di una più graduale normalizzazione delle condizioni monetarie negli Stati Uniti e delle incertezze riguardanti la crescita nelle economie emergenti (fig. 4.3). Fra l'inizio del maggio 2015 e la fine dello scorso aprile, l'apprezzamento in termini nominali effettivi è stato del 4,8 per cento; quello nei confronti del dollaro statunitense del 2,3; rispetto all'inizio del 2014, prima del significativo allentamento delle condizioni monetarie avviato nel giugno di quell'anno, il cambio dell'euro è ancora deprezzato di circa il 5 per cento in termini nominali effettivi e di circa il 17 nei confronti del dollaro.

Figura 4.3

Tassi di cambio dell'euro
(dati giornalieri)



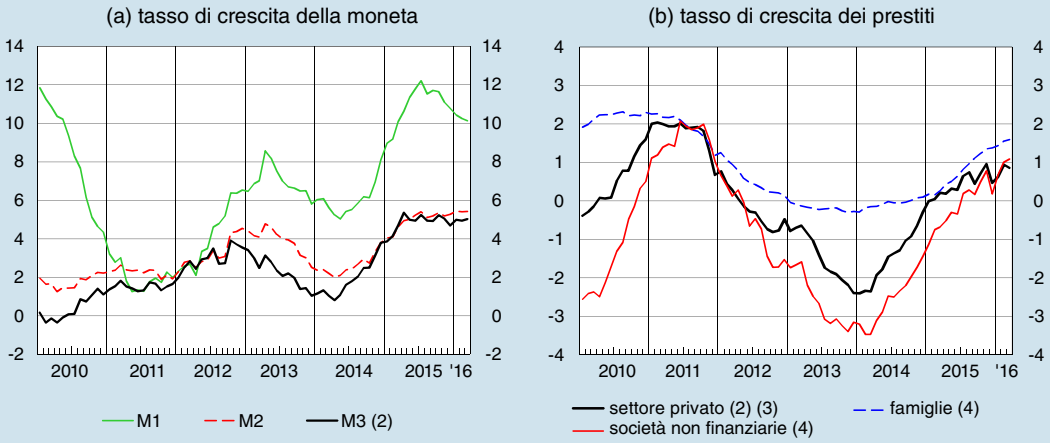
Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento. – (2) Scala di destra. – (3) Differenziale tra il tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro e in dollari a 2 anni; valori percentuali.

La moneta e il credito

Nel 2015 e nella prima parte di quest'anno la crescita sui dodici mesi della moneta M3 è rimasta prossima al 5 per cento (fig. 4.4), continuando a riflettere principalmente la ricomposizione dei portafogli verso le attività più liquide indotta dall'appiattimento della struttura a termine dei tassi di interesse.

Figura 4.4

Aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi) (1)



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.

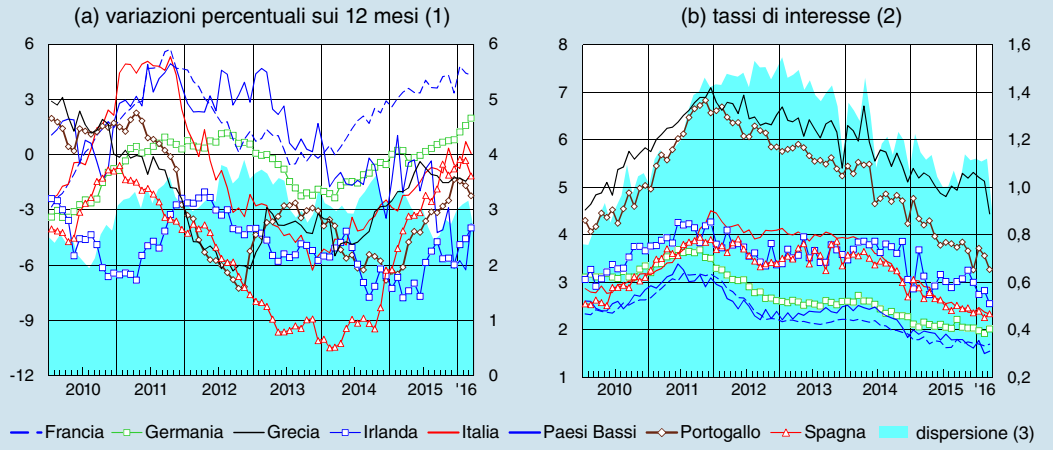
Nel 2015 i prestiti bancari al settore privato hanno registrato una graduale ripresa, che è proseguita anche nei primi mesi dell'anno in corso (0,9 per cento sui dodici mesi in marzo, da -0,3 alla fine del 2014); la dinamica creditizia ha beneficiato delle misure espansive di politica monetaria, nonostante la debolezza del quadro macroeconomico globale e il rischio di credito ancora elevato. La crescita dei prestiti alle società non finanziarie è tornata positiva dalla metà del 2015 (1,1 per cento nello scorso marzo); i finanziamenti alle famiglie hanno accelerato moderatamente (1,6 per cento).

Il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese e quello dei nuovi mutui alle famiglie si sono ulteriormente ridotti, attestandosi nel marzo scorso su livelli minimi nel confronto storico (intorno al 2,0 per cento).

Nel corso del 2015 e nei primi mesi di quest'anno è diminuito il grado di eterogeneità tra paesi degli andamenti e del costo del credito alle società non finanziarie (fig. 4.5). La minore frammentazione delle condizioni creditizie riflette il miglioramento delle condizioni di finanziamento per le banche, a seguito degli ulteriori stimoli di politica monetaria.

Figura 4.5

Prestiti alle società non finanziarie nei paesi dell'area dell'euro
(*dati mensili*)



Fonte: BCE.
(1) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie, 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.

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), la graduale ripresa dei prestiti nel corso del 2015 e nel primo trimestre di quest'anno è stata sostenuta sia dall'allentamento dei criteri di offerta, sia da un moderato incremento della domanda, sospinto soprattutto dal basso livello dei tassi di interesse.

L'ECONOMIA ITALIANA

5. IL QUADRO DI INSIEME

Nel complesso del 2015 l'economia italiana è tornata a crescere, per la prima volta dall'avvio della crisi del debito sovrano, anche se a ritmi ancora moderati (0,8 per cento); vi hanno contribuito la forte espansione monetaria, una politica di bilancio favorevole alla crescita e la caduta delle quotazioni petrolifere (cfr. il riquadro: *Le determinanti della ripresa*). Nel corso dell'anno al rafforzamento della domanda nazionale si è però contrapposto il progressivo peggioramento del contesto esterno all'area dell'euro. La crescita del PIL, che si era indebolita nella seconda metà del 2015, è tornata a rafforzarsi nel primo trimestre di quest'anno. L'attività economica resta tuttavia al di sotto, per circa otto punti percentuali, dei livelli precedenti la crisi, che sono stati invece superati in Germania, Francia e, seppure di poco, nella media dell'area.

LE DETERMINANTI DELLA RIPRESA

La ripresa dell'attività economica in Italia, che si è avviata nel 2015 e si rafforzerebbe quest'anno, resta ancora fortemente dipendente dallo stimolo impresso dalle politiche economiche espansive, che hanno compensato, assieme all'effetto favorevole indotto dal calo dei corsi petroliferi, il minore impulso proveniente dall'economia mondiale.

L'andamento del prodotto nel 2015 è stato lievemente superiore a quanto ipotizzato nelle nostre previsioni formulate all'inizio di quell'anno (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2015); si è tuttavia modificato in misura sostanziale il contributo dei fattori sottostanti. Pur con le inevitabili incertezze insite nell'elaborazione di scenari controfattuali, sulla base del modello trimestrale dell'economia italiana, principale strumento impiegato per la realizzazione delle previsioni della Banca d'Italia[1], è possibile valutare come le variazioni intervenute dal dicembre 2014 nelle condizioni finanziarie, nel cambio, nello scenario internazionale (quotazioni del greggio, domanda estera, pressioni deflazionistiche)[2] e nella politica di bilancio (l'insieme delle misure contenute nelle leggi di stabilità per il 2015 e per il 2016) abbiano contribuito alla crescita del prodotto, all'inflazione e alla dinamica

[1] Per una descrizione delle caratteristiche e proprietà del modello econometrico, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Modelli macroeconomici*.

[2] I contributi sono stimati in termini di effetti delle revisioni delle variabili esogene intercorse a partire da gennaio del 2015. Queste stime si basano sulla realizzazione di scenari controfattuali, seguendo l'approccio indicato in 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 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.

dell'occupazione nell'anno appena trascorso e si riflettano sulle previsioni per quello in corso.

L'andamento dei tassi di interesse e del cambio è riconducibile all'effetto delle nuove misure espansive di politica monetaria (riduzioni dei tassi ufficiali, operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, acquisto dei titoli) annunciate o adottate dal gennaio 2015, ma anche a quello, di segno opposto, degli andamenti dei mercati finanziari e valutari globali. Le riduzioni dei tassi di interesse e il deprezzamento del cambio osservati dall'inizio del 2015 sostengono, complessivamente nel biennio 2015-16, la crescita del prodotto di circa un punto percentuale, il livello dei prezzi al consumo di 0,6 punti percentuali, la dinamica dell'occupazione di 0,4 punti percentuali (tavola).

Tavola

Principali contributi alla crescita, all'inflazione e all'occupazione: revisioni rispetto alle previsioni formulate nel gennaio 2015 (1)
(differenze nei tassi di crescita annuali; valori percentuali)

VOCI	PIL		Inflazione		Occupazione	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Tassi di interesse e di cambio	0,3	0,6	0,3	0,3	0,1	0,3
Prezzo del petrolio	0,0	0,2	-0,1	-0,8	0,0	0,1
Domanda estera	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,2
Pressioni deflazionistiche internazionali	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Politica di bilancio (2) (effetto netto)	0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,4	0,1
di cui: IRAP e sgravi contributivi	0,2	0,2	-0,1	-0,2	0,4	0,1
Incentivi agli investimenti	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) I contributi alle revisioni di PIL, inflazione e occupazione derivano dalle variazioni negli andamenti di ciascun fattore indicato in riga rispetto a quanto ipotizzato nello scenario previsivo formulato in *Bollettino economico*, 1, 2015. – (2) Per la politica di bilancio si riporta l'effetto dell'insieme delle misure contenute nelle leggi di stabilità per il 2015 e per il 2016.

L'effetto complessivo delle misure di politica monetaria, considerando tutte quelle adottate dal Consiglio direttivo dal 2014, è valutabile, sulla base delle simulazioni del modello dell'economia italiana[3] per ciascun anno nel biennio 2015-16, in circa un punto percentuale di maggior crescita del PIL e in una maggiore inflazione di oltre mezzo punto[4].

La politica di bilancio è tornata a sostenere la ripresa, pur con i limiti posti dalla situazione delle finanze pubbliche, dopo l'inevitabile effetto restrittivo del consolidamento fiscale operato nella fase più acuta della crisi del debito sovrano.

[3] 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, e i riquadri: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema,* in *Bollettino economico*, 2, 2015, e *Gli effetti del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema,* in *Bollettino economico*, 1, 2016. La stima riportata nel testo aggiorna queste valutazioni tenendo conto delle misure più recenti.

[4] Parte di questi effetti era già nota nel dicembre 2015; la tavola include solo quelli riconducibili alle revisioni dei tassi di interesse e di cambio successive a tale data.

Secondo le simulazioni del modello trimestrale[5] i provvedimenti di sostegno alla domanda di lavoro si sono tradotti in uno stimolo rilevante all'occupazione, valutabile intorno a 0,4 punti percentuali nel 2015: vi è evidenza che un apporto apprezzabile, ancorché a oggi inferiore a quello attribuibile alla riduzione dell'IRAP e agli sgravi contributivi a favore delle imprese, sia imputabile anche alla revisione della disciplina dei rapporti di lavoro (cfr. il riquadro: *Il Jobs Act: alcune valutazioni preliminari* del capitolo 8).

A questi effetti si sono contrapposti quelli di segno contrario derivanti dai provvedimenti varati per finanziare tali misure. Nel complesso, al netto delle coperture, l'insieme delle misure contenute nella legge di stabilità avrebbe sostenuto la crescita del prodotto nel 2015 per circa 0,1 punti percentuali, l'occupazione per circa 0,4 punti; l'inflazione sarebbe marginalmente diminuita, per via della riduzione del costo del lavoro. Gli effetti espansivi della politica di bilancio si rafforzerebbero quest'anno, riflettendo in particolare le misure di sostegno agli investimenti (che potrebbero fornire un apporto positivo compreso tra 2 e 3 punti percentuali all'accumulazione di capitale in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto nell'anno in corso, corrispondente a una crescita del prodotto di 0,2 punti) e di riduzione del carico fiscale.

All'orientamento espansivo delle politiche economiche si è contrapposto un progressivo indebolimento delle prospettive di crescita globali, connesso in particolare con il rallentamento delle economie emergenti e con la caduta del prezzo del petrolio (cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio e la crescita globale,* in *Bollettino economico*, 2, 2016).

La riduzione delle quotazioni petrolifere ha contribuito a rafforzare il recupero del potere d'acquisto delle famiglie, pur se, a seguito delle modifiche strutturali nell'economia italiana, le conseguenze dirette sul reddito disponibile sono oggi minori che in passato[6]. All'inizio del 2015 si ipotizzava che il prezzo del greggio fosse pari a 58,5 dollari a barile (qualità Brent) nella media di quell'anno (oltre il 10 per cento in più dell'andamento effettivo) e a 66,3 dollari nel 2016. Rispetto alle valutazioni formulate all'inizio del 2015 si stima che le minori quotazioni del greggio possano fornire un'ulteriore spinta alla crescita soprattutto nel 2016; hanno tuttavia ulteriormente accentuato le pressioni al ribasso sui prezzi al consumo (per 0,1 punti percentuali nel 2015 e 0,8 nel 2016)[7], aumentando i rischi di effetti sfavorevoli sulle aspettative di inflazione (cfr. il riquadro: *Ancoraggio delle aspettative di inflazione ed effetti macroeconomici* del capitolo 4).

---

[5] Nel modello dell'economia italiana gli effetti delle misure fiscali dipendono dalle diverse voci del bilancio pubblico; per evidenze sui moltiplicatori fiscali del modello della Banca d'Italia, cfr. J. Henry, P. Hernández de Cos e S. Momigliano, *The impact of government budgets on prices: evidence from macroeconometric models*, "Journal of Policy Modeling", 30, 2008, pp. 123-143. Valutazioni basate su modelli di equilibrio generale dinamico forniscono indicazioni simili; cfr. A. Locarno, A. Notarpietro e M. Pisani, *Sovereign risk, monetary policy and fiscal multipliers: a structural model-based assessment*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 943, 2013. In media gli effetti netti sul PIL riportati nella tavola corrispondono a un moltiplicatore fiscale implicito pari a circa 0,7 al secondo anno.

[6] I. Faiella e A. Mistretta, *Gli effetti della riduzione delle quotazioni del greggio sulla spesa energetica e sull'attività economica*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 279, 2015.

[7] L'effetto della riduzione complessiva delle quotazioni petrolifere accumulata dall'estate 2014 (quando erano pari a circa 100 dollari a barile) è più ampio, e valutabile attorno a 1,5 punti percentuali per la crescita del PIL e a 2 punti percentuali per l'andamento dei prezzi al consumo complessivamente nel biennio 2015-16; tenendo conto del concomitante deprezzamento dell'euro tali effetti si ridurrebbero di oltre un terzo.

Il freno all'attività economica determinato dall'indebolimento delle economie emergenti è stato rilevante: le ripetute revisioni al ribasso della domanda estera succedutesi dall'inizio del 2015 fornirebbero un apporto negativo di circa mezzo punto percentuale alla crescita del PIL in Italia nel biennio. All'andamento degli scambi mondiali inferiore alle attese si è inoltre accompagnato un aumento delle pressioni deflazionistiche su scala internazionale, che ha avuto un impatto negativo sulla competitività di prezzo delle imprese italiane. Secondo le simulazioni del modello dell'economia italiana, a parità di tutte le altre condizioni il calo dei prezzi praticati dai nostri principali concorrenti avrebbe frenato la crescita del PIL nel 2015 per 0,2 punti percentuali e l'occupazione per 0,1 punti, e avrebbe contribuito a contenere l'inflazione per 0,1 punti; gli effetti sarebbero ancora più marcati per l'anno in corso.

La domanda nazionale, che aveva sottratto 9,5 punti percentuali alla dinamica del PIL nel quadriennio precedente, nel 2015 ha fornito il principale contributo alla crescita (tav. 5.1). La spesa delle famiglie si è ulteriormente rafforzata; la ripresa si è estesa anche alle componenti diverse dai beni durevoli. Al recupero del reddito disponibile, favorito dal miglioramento del mercato del lavoro e dalle misure di sostegno rese permanenti dal Governo, si è aggiunto il lieve rialzo della ricchezza immobiliare, che negli anni precedenti si era nettamente ridotta, verosimilmente contribuendo a frenare i piani di consumo delle famiglie.

Tavola 5.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia

VOCI	Peso in % del PIL nel 2015 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2014			2015		
		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	
Risorse							
PIL	–	-0,3	0,8	–	0,8	0,8	–
Importazioni di beni fob e servizi (1)	28,0	3,2	-2,5	-0,8	6,0	-2,7	-1,6
di cui: beni	22,8	3,4	-3,5	-0,7	8,1	-4,8	-1,7
Impieghi							
Domanda nazionale	97,4	-0,4	0,2	-0,4	1,1	0,1	1,1
Spesa delle famiglie (2)	61,5	0,6	0,2	0,4	0,9	0,1	0,5
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	19,1	-1,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,1	-0,1
Investimenti fissi lordi	16,6	-3,4	0,1	-0,6	0,8	0,2	0,1
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	5,6	-2,7	-0,2	-0,2	3,4	0,4	0,2
prodotti di proprietà intellettuale	2,6	0,4	0,9	..	-0,4	1,4	..
costruzioni	8,4	-5,0	..	-0,5	-0,5	-0,3	..
Variazione delle scorte (3)	–	–	–	..	–	–	0,5
Esportazioni di beni fob e servizi (4)	30,6	3,1	-0,3	0,9	4,3	-0,4	1,3
di cui: beni	25,1	3,4	-0,4	0,8	4,4	-0,4	1,1
Domanda estera netta	–	–	–	0,1	–	–	-0,3

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(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.

L'accumulazione di capitale produttivo è gradualmente ripartita, con il sostegno sia delle migliori condizioni di finanziamento indotte dall'orientamento espansivo della politica monetaria, sia del marcato recupero della fiducia delle imprese. La dinamica della spesa in mezzi di trasporto è stata particolarmente elevata, in parte beneficiando degli ecoincentivi per il rinnovo dei veicoli commerciali ancora in vigore nei primi mesi dell'anno. Anche gli investimenti in macchinari e attrezzature hanno ripreso a crescere, pur continuando a essere frenati da margini ancora significativi di capacità produttiva inutilizzata. La contrazione degli investimenti in costruzioni, che dura pressoché ininterrotta dal 2007, si è decisamente ridimensionata sia nella componente residenziale sia in quella produttiva; quest'ultima ha beneficiato anche dei primi segnali di recupero della spesa in opere pubbliche.

Le esportazioni hanno risentito, nella seconda metà dell'anno, del rallentamento del commercio mondiale; nel complesso del 2015 sono tuttavia cresciute del 4,3 per cento, in misura maggiore della domanda potenziale rivolta alle nostre imprese, come avvenuto quasi sistematicamente dal 2010. Vi hanno influito i guadagni di competitività di prezzo, pari al 3 per cento nella media del 2015, riconducibili al deprezzamento nominale dell'euro. Le importazioni hanno segnato un rialzo accentuato, sospinto anche dall'avvio del processo di ricostituzione delle scorte oltre che dalla forte ripresa degli acquisti di mezzi di trasporto, ugualmente caratterizzati da un'elevata componente estera, da parte delle famiglie e delle imprese italiane.

L'avvio della fase espansiva si è accompagnato a una lieve diminuzione della propensione al risparmio nel settore privato, in particolare tra le imprese, riflettendo soprattutto l'aumento dei dividendi distribuiti dalle società che avevano subito una decisa flessione nel triennio precedente. Il risparmio nazionale, valutato in rapporto al reddito lordo disponibile, è salito al 19,1 per cento, interamente per il rialzo registrato dalle Amministrazioni pubbliche (tav. 5.2). L'incidenza sul reddito nazionale della spesa per investimenti lordi, che includono le giacenze di magazzino, è aumentata al 17,0 per cento, interrompendo la prolungata flessione avviatasi con la crisi finanziaria; tuttavia si attesta ancora su valori storicamente molto bassi. Il saldo delle partite correnti con l'estero è risultato positivo per il terzo anno consecutivo, salendo al 2,2 per cento del reddito nazionale (-1,3 nella media del decennio precedente).

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	2011	2012	2013	2014	2015
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,7	-0,4	0,7	0,1	0,3	1,2
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,4	18,0	17,0	18,0	18,1	17,9
di cui: famiglie consumatrici (1)	20,0	14,0	7,9	5,6	4,6	5,8	5,5	5,5
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	20,0	17,7	17,7	18,1	18,4	19,1
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,4	20,8	18,1	17,2	16,5	17,0
Per memoria:								
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,3	-3,1	-0,4	0,9	1,9	2,2

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

La ripresa dell'attività produttiva è stata accompagnata da andamenti fortemente eterogenei tra settori e imprese. Il valore aggiunto ha segnato un primo recupero nella manifattura, sulla spinta della produzione di mezzi di trasporto, si è espanso nei servizi, in particolare nel comparto del commercio, mentre si è ulteriormente contratto, anche se a un ritmo assai inferiore a quello del 2014, nelle costruzioni. Grazie alla ripresa della domanda interna si è annullato il divario di crescita del fatturato, sempre positivo nella fase recessiva, tra le imprese esportatrici e quelle orientate al mercato domestico.

Nel 2015 la crescita dell'occupazione, avviatasi l'anno precedente, è stata pari allo 0,6 per cento; al suo rafforzamento hanno contribuito il miglioramento delle condizioni cicliche, l'introduzione di sgravi contributivi sui nuovi contratti a tempo indeterminato e, in misura inferiore ma comunque significativa, l'aumento della flessibilità in uscita introdotto dal Jobs Act. Il numero degli occupati è aumentato nei servizi, mentre è diminuito, ma a un ritmo meno intenso rispetto a quello del 2014, nell'industria. La dinamica positiva dell'occupazione ha determinato un calo del tasso di disoccupazione, sceso in media d'anno all'11,9 per cento per il totale delle forze di lavoro e al 40,3 per cento per i giovani fino a 24 anni; nei primi mesi del 2016 la disoccupazione è ulteriormente diminuita.

Dopo sette anni consecutivi di calo, in base alle stime preliminari di Svimez e Prometeia nel 2015 il PIL del Mezzogiorno avrebbe interrotto la sua caduta, ma i divari territoriali avrebbero continuato ad ampliarsi, data la crescita del prodotto più intensa al Centro Nord. Le esportazioni del Mezzogiorno, che rappresentano però soltanto un decimo del totale nazionale, sono aumentate in valore del 4 per cento, nonostante il contributo negativo del comparto petrolifero; l'occupazione è cresciuta dell'1,6 per cento (0,6 al Centro Nord, dove la ripresa era iniziata già nel 2014).

L'inflazione al consumo è rimasta estremamente bassa, risentendo anche dell'elevata quota di capacità produttiva e di forza lavoro ancora inutilizzate. Nel 2015 si è collocata sul minimo storico dello 0,1 per cento, frenata sia dalla caduta dei prezzi dei prodotti energetici sia dalla dinamica molto contenuta delle componenti di fondo, stabilizzatasi allo 0,7 per cento in media d'anno. Nei primi mesi del 2016 la variazione dell'indice generale ha nuovamente toccato valori negativi; dovrebbe segnare un modesto recupero solo nella parte finale dell'anno.

La prolungata debolezza dell'inflazione ha comportato un progressivo peggioramento delle aspettative che, insieme al livello ancora elevato della disoccupazione, potrebbe frenare ulteriormente la dinamica dei salari. In alcuni settori, che in primavera riguardavano complessivamente il 60 per cento del monte salari, il mancato rinnovo dei contratti nazionali ha azzerato la crescita nominale delle retribuzioni; in prospettiva, pressioni al ribasso sull'inflazione potrebbero derivare anche dalle clausole, inserite in alcuni dei contratti siglati di recente, che prevedono più frequenti adeguamenti delle retribuzioni all'effettiva variazione dei prezzi (cfr. il riquadro: *Dinamica delle retribuzioni, disoccupazione e aspettative di inflazione*, in *Bollettino economico*, 2, 2016).

In un contesto in cui il livello dell'attività economica era ancora molto inferiore a quello potenziale, nel 2015 la politica di bilancio è stata moderatamente espansiva. Tenendo conto delle regole di bilancio europee il Governo ha in particolare operato una significativa riduzione del cuneo fiscale sul lavoro. Nel 2015 il disavanzo delle

Amministrazioni pubbliche è diminuito dal 3,0 per cento del PIL del 2014 al 2,6, riflettendo il calo della spesa per interessi; il rapporto tra il debito e il PIL, pur frenato dalla riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro, è aumentato marginalmente.

Il processo di riforma volto a innalzare l'efficienza e l'efficacia dell'azione pubblica è proseguito con i provvedimenti in materia di Pubblica amministrazione e contratti pubblici e con le numerose modifiche alla legge fallimentare. In molti casi il loro impatto sul potenziale di crescita sarà però inevitabilmente lento e dipendente dall'effettiva qualità della loro attuazione. Effetti positivi più immediati sono dovuti alle riforme in tema di lavoro, cui si contrappongono i limitati interventi finalizzati a favorire una maggiore concorrenza, bassa soprattutto in alcuni comparti dei servizi.

La contrazione del credito bancario al settore privato si è arrestata. La ripresa dei prestiti avviatasi la scorsa estate è proseguita nei primi mesi dell'anno in corso, beneficiando delle misure espansive di politica monetaria in un contesto di rischio di credito ancora elevato, anche se in graduale diminuzione.

Il progressivo miglioramento delle condizioni di finanziamento nei primi mesi del 2016 dovrebbe alimentare un'accelerazione della spesa di famiglie e imprese. Segnali favorevoli emergono dagli indicatori di fiducia, che in tutti i principali comparti rimangono su livelli ciclicamente elevati. Nelle valutazioni delle imprese i piani di investimento dovrebbero accelerare, beneficiando delle agevolazioni fiscali relative all'ammortamento di macchinari e attrezzature, nonché del consolidarsi delle prospettive della domanda. Le favorevoli condizioni di finanziamento di famiglie e imprese dovrebbero contribuire alla graduale ripresa del mercato immobiliare.

In prospettiva, il rafforzamento della domanda nazionale si confronta con la persistente debolezza del contesto esterno, che potrebbe frenare l'intensità della ripresa anche al di là degli effetti diretti sull'interscambio, determinando un rallentamento degli investimenti. Se ne trova conferma nelle indagini condotte dalla Banca d'Italia, dalle quali emerge che le imprese più esposte ai rischi geopolitici manifestano maggiore cautela nei propri piani di spesa.

6. LE IMPRESE

La produzione industriale ha ripreso a crescere nel 2015, per la prima volta dalla crisi del debito sovrano, ma è ancora inferiore di oltre 20 punti percentuali rispetto al livello del primo trimestre del 2008. Si sono riavviati anche gli investimenti, pur rimanendo su un valore basso in rapporto al PIL.

Le dinamiche settoriali non sono state uniformi: nella manifattura sono cresciuti in misura sostenuta il valore aggiunto e la produttività del lavoro; nei servizi l'attività si è espansa moderatamente, ma la significativa ripresa dell'input di lavoro ne ha ridotto la produttività. Le differenze tra settori risentono anche del grado di efficienza allocativa che, secondo nostre analisi, è inferiore in Italia rispetto agli altri principali paesi europei; tuttavia il suo aumento negli anni di recessione segnala un rafforzamento del processo di selezione tra le imprese.

L'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria ha favorito la distensione delle condizioni di offerta dei finanziamenti: dopo tre anni di marcata contrazione, nel corso del 2015 la riduzione dei prestiti erogati alle imprese si è pressoché arrestata. La dinamica del credito è risultata fortemente eterogenea, riflettendo soprattutto la diversa rischiosità dei debitori.

Con il progressivo miglioramento della congiuntura, si è ridotta la vulnerabilità finanziaria delle imprese. Il calo del debito e il rafforzamento patrimoniale hanno contribuito al graduale riequilibrio della struttura finanziaria: resta elevata la dipendenza dal finanziamento bancario, soprattutto per le imprese di piccola e media dimensione.

Gli andamenti economici

La demografia di impresa. – Dopo il punto di minimo toccato nel 2013, la natalità netta di impresa sta tornando sui livelli osservati prima della crisi. Secondo i dati del registro delle imprese delle Camere di commercio nel 2015 il saldo tra imprese iscritte e cessate è stato di oltre 45.000 unità, lo 0,88 per cento dello stock di aziende esistenti (0,62 per cento nel 2014). Vi ha contribuito la forte diminuzione della mortalità di impresa, scesa per il secondo anno consecutivo, al 6,3 per cento.

Il calo delle cessazioni è stato più forte tra le aziende di media dimensione, che si sono nel complesso dimostrate più pronte a cogliere la ripresa ciclica. Si è rafforzata la ricomposizione delle imprese italiane in favore della forma giuridica delle società di capitali, che facilita l'accesso al credito e agli incentivi pubblici messi a disposizione di start-up e piccole e medie imprese (PMI), mentre si è fermata, per la prima volta dal 2010, la flessione delle ditte individuali.

Durante la crisi l'uscita definitiva di aziende dal mercato e l'indebolimento dei processi di natalità e di sviluppo delle nuove imprese nei primi anni di vita hanno prodotto effetti negativi persistenti sulla domanda di lavoro, sull'attività di accumulazione e sul potenziale di crescita (cfr. il riquadro: *La demografia di impresa negli anni della crisi e l'impatto sulla crescita*).

LA DEMOGRAFIA DI IMPRESA NEGLI ANNI DELLA CRISI E L'IMPATTO SULLA CRESCITA

La prolungata recessione avviatasi nel 2008, attraverso i suoi effetti sulla demografia di impresa, può essersi tradotta in Italia in una caduta del prodotto potenziale e nei ritmi ancora moderati della ripresa (cfr. il riquadro: *Il prodotto potenziale e l'output gap in Italia* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2014).

Durante la crisi il tasso di natalità netto delle imprese è peggiorato: una recente analisi relativa al settore manifatturiero stima che ne sarebbe derivata una perdita di capacità produttiva nell'ordine di cinque punti percentuali, pari a circa un terzo della flessione complessivamente stimata tenendo anche conto del ridimensionamento delle imprese rimaste attive[1]. Sebbene le aziende che escono dal mercato siano tipicamente quelle meno produttive e dotate di minore output potenziale, l'intensità e il perdurare della crisi avrebbero coinvolto tra le uscenti anche quelle relativamente più efficienti. Le imprese hanno cominciato a ridimensionare l'input di lavoro e di capitale prima dell'uscita, in maniera più incisiva rispetto a quanto osservato sino al 2007. Tali dinamiche sarebbero state comuni a vari settori, risultando tuttavia attenuate in quelli orientati ai mercati esteri e all'innovazione, verosimilmente anche in virtù di una più efficace selezione in atto prima della crisi.

Secondo un recente studio, anche le più deboli dinamiche di sviluppo nei primi anni di vita delle imprese nate durante la crisi hanno sottratto vigore alla crescita del fatturato, del capitale e dell'occupazione aggregati[2]. Le imprese costituite durante la recessione, più selezionate ma in numero minore, si sono infatti caratterizzate per un tasso di accumulazione di capitale e per una crescita dimensionale inferiori rispetto sia a quelle dello stesso settore, sia alle aziende della stessa età nate in fasi cicliche meno avverse.

Questo fenomeno può essere ricondotto a due fattori legati al funzionamento del mercato del credito durante la crisi. Da un lato, il minore livello di capitale alla nascita, riducendo le garanzie che l'impresa può impegnare per accedere al credito, avrebbe determinato, anche a causa di una più elevata selettività dell'erogazione di finanziamenti, una minore capacità di indebitamento negli anni successivi. Dall'altro, l'aumentata incertezza sul quadro macroeconomico potrebbe avere indotto banche e imprenditori a selezionare progetti meno rischiosi, che forniscono rendimenti più sicuri, a discapito delle potenzialità di crescita futura.

---

[1] A. Mistretta, L. Monteforte e G. Zevi, *Manufacturing capacity in Italy and demography of firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[2] F. Manaresi e F. Scoccianti, *Battle scars. New firms' capital, labor, and revenue growth during the double-dip recession*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Il valore aggiunto e la produzione. – Dall'inizio dello scorso anno l'attività produttiva ha ripreso a crescere, per la prima volta dal 2011. Il valore aggiunto nel complesso dell'economia italiana è aumentato dello 0,6 per cento, con andamenti fortemente eterogenei tra settori. Nella manifattura si è realizzato un recupero (1,5 per cento), sospinto dalle produzioni di mezzi di trasporto, che hanno beneficiato del buon andamento del mercato automobilistico, del significativo incremento degli acquisti da parte delle imprese, nonché della domanda estera. Nei settori del tessile e della metallurgia è proseguita la contrazione del valore aggiunto, in linea con una tendenza di più lungo termine di riallocazione delle produzioni su scala globale.

La produzione industriale nel 2015 è tornata ad aumentare, favorita dalle componenti dei beni strumentali e, in minore misura, dei beni di consumo. L'attività è cresciuta dall'inizio del 2015; all'indebolimento di fine anno hanno contribuito fattori statistici di calendario. Nel primo trimestre del 2016 il ciclo si è riavviato, soprattutto grazie alla produzione di beni strumentali.

La flessione del valore aggiunto nelle costruzioni si è decisamente attenuata nel complesso dell'anno (-0,7 per cento, da -4,6 nel 2014); dall'estate il settore ha ripreso a crescere. Il calo, iniziato nella primavera del 2007, era stato molto persistente, coerentemente con la relativa lunghezza del ciclo nelle costruzioni. Il settore aveva pesantemente risentito delle restrizioni del credito alle imprese, specialmente quelle la cui struttura finanziaria era meno solida.

Il valore aggiunto dei servizi privati è aumentato in linea con l'intera economia; la dinamica è stata particolarmente favorevole per le imprese del commercio, che si sono avvantaggiate dell'incremento dei consumi privati (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*), e per quelle dei servizi di alloggio e ristorazione, in ragione anche dell'aumento dei flussi turistici di residenti e non residenti. I servizi alle imprese, che avevano pesantemente risentito della lunga fase di recessione, hanno ripreso a espandersi.

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 2015 il fatturato in termini reali ha accelerato (3,8 per cento, dallo 0,3 dello scorso anno). Grazie alla ripresa della domanda interna si è annullato il divario nella crescita delle vendite tra le imprese esportatrici e quelle maggiormente orientate al mercato domestico.

La struttura produttiva fortemente frammentata dell'Italia, con oltre il 97 per cento di imprese con meno di 20 addetti, è risultata particolarmente vulnerabile alla crisi: tra il 2007 e il 2013 il valore aggiunto delle aziende più piccole si è ridotto del 18 per cento, ben nove punti percentuali in più rispetto alla media complessiva.

L'innovazione. – Nel 2015 la spesa per investimenti in ricerca e sviluppo ha continuato a crescere, seppure a ritmi modesti, recuperando parzialmente la caduta osservata durante la crisi. Gli investimenti nel complesso dei prodotti della proprietà intellettuale sono lievemente scesi, a causa delle minori spese in software e basi di dati. L'indebolimento appare coerente con la tendenza di tali spese a riflettere con ritardo gli acquisti di impianti e macchinari, che negli ultimi anni si erano fortemente

contratti. La quota degli acquisti in prodotti della proprietà intellettuale sul totale degli investimenti è rimasta pressoché stabile, di poco superiore al 15 per cento, tre punti in meno rispetto alla media dell'area dell'euro.

L'attività innovativa in Italia continua a essere meno intensa nel confronto con la media europea, mostrando un ritardo generalizzato nella maggior parte delle componenti dell'innovation index elaborato dalla Commissione europea[1], che combina misure di contesto, di input e di output innovativo; negli ultimi anni risultano in sensibile miglioramento i fattori di contesto relativi alla disponibilità di capitale umano e alla qualità della ricerca pubblica, mentre il divario con gli altri paesi si è ampliato per la modesta disponibilità di venture capital.

La minore propensione all'innovazione delle imprese può essere associata ai diversi fattori che, con riferimento all'Italia, possono rendere meno desiderabile per le imprese un aumento dimensionale; tra questi, vi sono un'elevata pressione fiscale e alti livelli di evasione (cfr. il riquadro: *Tassazione e dinamiche di impresa*).

TASSAZIONE E DINAMICHE DI IMPRESA

L'Italia ha registrato, anche nel decennio antecedente la crisi globale, un consistente ritardo di crescita rispetto ai principali partner dell'area dell'euro. Vi hanno concorso numerosi fattori, alcuni interni al sistema delle imprese, altri connessi con il contesto istituzionale e normativo. Numerosi studi hanno posto in luce la rilevanza di: (a) una struttura produttiva sbilanciata verso imprese di piccola e piccolissima dimensione; (b) una ridotta capacità di allocare le risorse verso i settori e le imprese più produttive; (c) una bassa attività innovativa da parte delle imprese.

Sulla base di un modello di equilibrio economico generale che tiene conto dell'eterogeneità di impresa, un recente lavoro[1] mostra come un'elevata pressione fiscale e alti livelli di evasione possano contribuire a spiegare tali tratti strutturali e la debole crescita economica. Nell'ipotesi che le opportunità di evasione diminuiscano al crescere della dimensione aziendale, le imprese più piccole sono meno incentivate a investire in attività innovative e a espandere il perimetro aziendale, mantenendo in tal modo il vantaggio competitivo legato all'evasione fiscale. La concorrenza sleale esercitata da queste imprese riduce il rendimento atteso dell'innovazione per tutte le altre, che quindi intraprendono progetti con un minore potenziale di crescita.

A livello aggregato il più contenuto tasso di innovazione che discende dalle scelte delle singole imprese comporta una minore pressione selettiva, che si riflette nella permanenza sul mercato di aziende piccole, meno produttive e meno innovative, e in un aumento dell'incidenza del sommerso.

[1] E. Bobbio, *Tax evasion, firm dynamics and growth*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[1] Commissione europea, *Innovation Union Scoreboard*, 2015.

Utilizzando stime ufficiali di fonte Istat sull'incidenza del sommerso per l'Italia[2], questo modello implicherebbe 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; vi avrebbero contribuito sia l'aumento del numero di imprese innovative sia un'accresciuta propensione all'innovazione. La struttura produttiva si sarebbe caratterizzata anche per un maggiore dinamismo: a fronte di una mortalità più elevata, sarebbe stato più intenso il processo di crescita dimensionale delle imprese.

Poiché il vantaggio competitivo connesso con l'evasione aumenta con il livello delle aliquote fiscali, una loro riduzione può determinare un marcato aumento del tasso di crescita quando l'incidenza del sommerso è elevata. Tale risultato suggerisce che un graduale recupero dell'evasione accompagnato da una contestuale riduzione delle aliquote possa tradursi, anche a parità di gettito fiscale, in un significativo impulso alla crescita.

[2] Istat, *La misura dell'occupazione non regolare nelle stime di contabilità nazionale. Anni 1980-2010*, settembre 2011.

Le scelte strategiche delle imprese, in particolare quelle più innovative, incidono sui risultati aziendali: secondo l'indagine Invind, nel 2015 la crescita del fatturato è stata più elevata per le imprese, circa il 10 per cento, che utilizzano nuove tecnologie come la robotica avanzata e l'intelligenza artificiale, anche nei comparti più tradizionali.

Gli investimenti. – Lo scorso anno si è interrotta la prolungata contrazione dell'accumulazione di capitale, in atto dall'avvio della crisi finanziaria globale. Gli investimenti fissi lordi, che non includono le scorte, sono aumentati dello 0,8 per cento; in quota del PIL – anch'esso in crescita di analogo ammontare (cfr. il capitolo 5: *Il quadro di insieme*) – si sono stabilizzati al valore minimo storico del 16,6 per cento (tav. 6.1). La ripresa dell'accumulazione nel nostro paese è più moderata rispetto a quella dell'area dell'euro. Lo stock di capitale al netto delle abitazioni è ancora sceso: l'ammortamento resta infatti su livelli prossimi a quelli del 2008, mentre i flussi di investimento lordo si sono ridotti fortemente in seguito alla crisi.

Secondo l'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia, l'espansione degli investimenti dello scorso anno ha riguardato soprattutto le imprese più grandi dei servizi privati non finanziari (tav. 6.2). Nell'industria in senso stretto la ripresa dell'accumulazione è stata nel complesso contenuta, ma è risultata marcata per le aziende esportatrici, seppure inferiore ai programmi, e per quelle di grande dimensione che stanno ristrutturando le linee di produzione.

I fattori che avevano pesato sull'attività di accumulazione durante la recessione, quali la debolezza della domanda corrente e di quella attesa, l'elevata capacità produttiva inutilizzata e le tensioni sul mercato del credito, si sono attenuati nel 2015 (cfr. il capitolo 6: *Le imprese* nella *Relazione annuale* sul 2014 e il riquadro: *Le determinanti della ripresa* del capitolo 5). L'aumento della domanda ha contribuito in misura rilevante alla ripresa degli investimenti, in un contesto di miglioramento del clima di fiducia. Secondo l'indagine coordinata dalla Commissione europea lo scorso anno, sono venuti

meno gli ostacoli agli investimenti delle imprese connessi con la domanda e con la disponibilità di finanziamenti[2].

Gli investimenti in mezzi di trasporto, che hanno beneficiato della ripresa ciclica oltre che di alcuni incentivi fiscali, sono stati particolarmente sostenuti (tav. 6.1). Si è avviato un moderato recupero della spesa in altri impianti e macchinari, che incide direttamente sulla capacità produttiva e che durante la recessione aveva risentito della minore domanda da parte delle imprese dei servizi.

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia
(quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)

VOCI	Composizione % nel 2015 (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2013	2014	2015	2000	2015
Costruzioni	50,4	-8,0	-5,0	-0,5	9,8	8,4
abitazioni (2)	28,2	-4,4	-2,9	0,2	4,7	4,7
altre costruzioni (2)	22,2	-11,8	-7,5	-1,3	5,1	3,7
costi per trasferimento di proprietà	3,8	-14,1	-2,7	6,2	0,8	0,6
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	33,6	-8,2	-2,7	3,4	7,9	5,6
di cui: mezzi di trasporto	4,8	-23,0	0,7	19,7	1,6	0,8
Prodotti di proprietà intellettuale	15,9	2,1	0,4	-0,4	2,5	2,6
Totale investimenti fissi lordi	**100,0**	**-6,6**	**-3,4**	**0,8**	**20,2**	**16,6**
Totale escluse le abitazioni	–	-7,4	-3,6	1,1	15,4	11,9
Totale escluse le costruzioni	–	-5,1	-1,7	2,2	10,4	8,2

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

Nel 2015 le imprese hanno accresciuto gli acquisti di beni strumentali, soprattutto mezzi di trasporto, dall'estero (cfr. il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*). Secondo il sondaggio congiunturale svolto dalle Filiali della Banca d'Italia in autunno, l'aumento della domanda di forniture straniere rispetto al triennio precedente ha interessato solo il 15 per cento delle imprese e ha riguardato soprattutto le aziende manifatturiere esportatrici. Tra le motivazioni il sondaggio indica in prevalenza ragioni di costo, ma anche l'indisponibilità di analoghi input sul mercato nazionale.

La dinamica degli investimenti in costruzioni è stata ancora negativa, ma in forte attenuazione rispetto al recente passato (tav. 6.1). L'edilizia residenziale ha mostrato segni di miglioramento, grazie alla ripresa delle compravendite e alla stabilizzazione delle quotazioni (cfr. il riquadro: *Tendenze e determinanti dei prezzi degli immobili residenziali in Italia* del capitolo 7). Vi hanno contribuito le condizioni meno sfavorevoli

[2] Commissione europea, *Business and Consumer Survey Results*, aprile 2016.

di accesso al credito e la stabilizzazione dei margini di profitto, dopo la prolungata contrazione in atto dall'inizio del 2008. La domanda di altre costruzioni tarda invece a recuperare, nonostante la caduta degli investimenti pubblici si sia arrestata (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). Secondo la rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia nei primi mesi del 2016 su un campione di oltre 400 imprese edili, lo scorso anno la produzione di opere pubbliche si è riavviata, sebbene a ritmi moderati; le imprese si attendono per quest'anno livelli di attività sostanzialmente invariati.

Tavola 6.2

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato
(variazioni percentuali a prezzi 2015, salvo diversa indicazione) (1)

VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta
Industria in senso stretto									
Consuntivo per il 2015	3,3	1,8	5,7	8,4	1,0	6,6	-0,2	-0,1	7,1
Tasso di realizzo (4)	97,7	105,9	105,0	105,9	89,1	97,1	98,4	99,1	96,4
Programmi per il 2016	2,6	-2,9	-3,4	1,1	8,6	4,2	0,7	-1,8	7,1
di cui: manifattura									
consuntivo per il 2015	2,9	1,2	4,8	9,5	-0,1	8,7	-0,8	-0,8	6,6
tasso di realizzo (4)	98,2	106,5	107,5	107,7	85,8	97,3	98,7	100,7	96,0
programmi per il 2016	1,8	-3,6	-3,4	-0,8	9,8	3,8	0,5	-3,3	6,3
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2015	8,9	3,1	5,3	-0,2	14,7	....	....	8,8	9,1
Tasso di realizzo (4)	104,0	106,8	100,5	105,1	104,1	....	....	103,7	104,6
Programmi per il 2016	2,1	2,8	-2,6	-10,4	6,3	....	....	4,8	-1,9
Totale									
Consuntivo per il 2015	6,4	2,6	5,6	4,0	8,9	6,6	-0,2	5,2	8,1
Programmi per il 2016	2,4	0,2	-3,0	-4,3	7,2	4,2	0,7	2,2	2,6

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti. Il deflatore degli investimenti è calcolato sulla base dei deflatori individuali forniti dalle 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 2015 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, alle previsioni per il 2016 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 2015. – (5) Servizi privati non finanziari.

Per il 2016 le aziende pianificano un'espansione degli investimenti complessivi di oltre il 2 per cento sia nell'industria sia nel terziario; le attese sono migliori per le imprese grandi e con buone prospettive di fatturato. Una spinta all'attività di accumulazione potrà giungere, oltre che dal rafforzamento dell'orientamento espansivo della politica monetaria (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), anche dall'agevolazione sull'ammortamento fiscale. Circa un quarto delle imprese intervistate nell'indagine Invind segnala un impatto positivo di tale incentivo; solo per un terzo di queste l'aumento degli investimenti riflette un anticipo temporale. I giudizi positivi sul provvedimento sono concentrati tra le grandi aziende manifatturiere orientate all'innovazione e che riportano utili di bilancio. I piani di spesa risentono comunque delle incertezze sul contesto esterno; secondo le indagini trimestrali della Banca d'Italia, all'inizio del 2016 il saldo fra le attese di incremento e quelle di decremento degli investimenti di quest'anno, seppure positivo, era per le imprese più sensibili ai rischi geopolitici circa la metà del saldo segnalato dalle altre aziende.

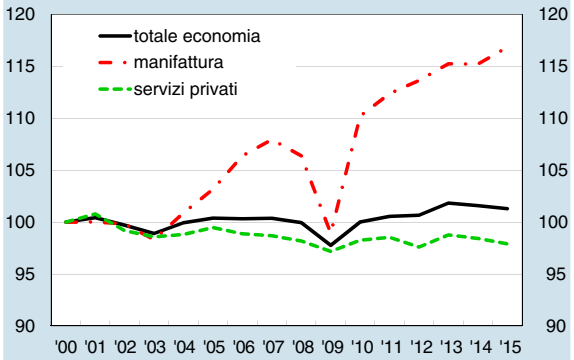
La domanda di lavoro. – Nel 2015 le imprese hanno aumentato l'impiego di lavoro. Nei conti nazionali il monte ore lavorate dai dipendenti nel settore privato non agricolo è cresciuto dell'1,7 per cento (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). La ripresa è stata più intensa nei servizi, in particolare in quelli alle imprese e in quelli di alloggio e ristorazione. Nella manifattura il numero degli occupati dipendenti è rimasto sostanzialmente stabile, mentre sono cresciute le ore lavorate, soprattutto nel comparto della fabbricazione di mezzi di trasporto.

La produttività. – Nel 2015 la produttività oraria del lavoro del complesso dell'economia ha mostrato un ulteriore lieve calo (-0,3 per cento; -0,2 nel 2014). La flessione deriva da dinamiche fortemente differenziate che risentono soprattutto del diverso andamento ciclico dell'attività nell'anno: nella manifattura la produttività ha accelerato in misura marcata, all'1,4 per cento; i servizi hanno invece registrato un ulteriore peggioramento (-0,6 per cento).

Nell'industria manifatturiera la tendenza favorevole del 2015 è in linea con i dati, ripetutamente rivisti dall'Istat al rialzo, degli anni precedenti. Nonostante il brusco, ma temporaneo crollo del biennio 2008-09, la crescita cumulata dal 2004 è del 15,6 per cento (fig. 6.1); essa riflette un miglioramento dell'efficienza allocativa (cfr. il riquadro: *La riallocazione delle risorse durante la recessione*).

Figura 6.1

Produttività oraria del lavoro in Italia (1)



Fonte: Istat, *Conti economici nazionali.*
(1) Indice 2000=100.

LA RIALLOCAZIONE DELLE RISORSE DURANTE LA RECESSIONE

La dinamica della produttività aggregata di un'economia beneficia non solo dei guadagni di efficienza realizzati dalle singole imprese ma anche della capacità di convogliare risorse produttive verso quelle più efficienti (efficienza allocativa).

All'interno dei singoli settori economici, una misura dell'efficienza allocativa può essere approssimata con la covarianza tra dimensione e produttività di impresa[1] o, alternativamente, con la dispersione della produttività marginale dei fattori di produzione tra le imprese. In un sistema economico efficiente si dovrebbe osservare nel primo caso una covarianza elevata in quanto sono le imprese più produttive a crescere maggiormente, nel secondo una ridotta dispersione a seguito della riallocazione dei fattori di produzione verso gli usi che ne garantiscono una più elevata remunerazione[2].

[1] G.S. Olley e A. Pakes, *The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry*, "Econometrica", 64, 6, 1996, pp. 1263-1297.

[2] C.T. Hsieh e P.J. Klenow, *Misallocation and manufacturing TFP in China and India*, "Quarterly Journal of Economics", 124, 4, 2009, pp. 1403-1448.

Analisi su dati dell'OCSE indicano che, in Italia, il contributo dell'efficienza allocativa alla produttività aggregata è inferiore rispetto agli altri principali paesi avanzati, a causa di una più restrittiva regolamentazione dei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori produttivi e di un contesto istituzionale meno favorevole all'attività imprenditoriale[3].

Le dinamiche più recenti segnalano un incremento dell'efficacia dei processi di riallocazione in tutti i principali paesi europei[4]; questo miglioramento ha interessato anche il nostro paese. Secondo uno studio basato sull'universo delle imprese italiane, tra il 2005 e il 2013 la crescita della produttività del lavoro nel settore manifatturiero ha beneficiato soprattutto di un progressivo rafforzamento dell'efficienza allocativa, misurata con la covarianza tra dimensione e produttività di impresa[5]; nella seconda parte della recessione, l'efficienza è migliorata anche nei servizi privati non finanziari, dove rimane comunque su livelli molto più contenuti.

La differenza nell'intensità dei processi di riallocazione delle risorse verso gli usi più produttivi tra la manifattura e i servizi riflette in parte le diverse pressioni concorrenziali: secondo un'analisi basata su una più fine disaggregazione settoriale, il miglioramento dell'efficienza allocativa risulta infatti positivamente correlato con il grado di concorrenza[6].

---

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

[4] 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, di prossima pubblicazione.

[5] A. Linarello e A. Petrella, *Productivity and reallocation. Evidence from the universe of Italian firm level data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[6] E. Adamopoulou, E. Bobbio, M. De Philippis e F. Giorgi, *Allocative efficiency and aggregate wage dynamics in Italy, 1990-2013*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Nel settore dei servizi privati non finanziari la produttività oraria si è ridotta dello 0,4 per cento in media nel corso degli ultimi quindici anni, soprattutto per effetto delle dinamiche registrate nel comparto delle attività professionali, scientifiche e tecniche di supporto alle imprese.

Alla più debole produttività dell'Italia nel confronto con gli altri principali paesi europei contribuisce anche una struttura produttiva sbilanciata verso le piccole e piccolissime imprese. La produttività delle imprese italiane con almeno 250 addetti è più del doppio di quella delle aziende con meno di 10 addetti; tale divario è solo del 48 per cento in Germania. Queste differenze si sono ampliate durante la recessione per effetto di un calo maggiore della produttività delle piccole imprese italiane rispetto a quelle tedesche. Per contro le aziende italiane di media dimensione (50-249 addetti), la cui produttività era già lievemente più elevata prima della crisi, tra il 2007 e il 2013 hanno registrato incrementi maggiori di quelli osservati in Germania.

Le aree di localizzazione costituiscono un'importante determinante della produttività aziendale: le imprese operanti all'interno di agglomerazioni urbane presentano, a parità di altre caratteristiche, livelli di efficienza mediamente superiori (cfr. il riquadro: *Agglomerazione urbana e produttività*).

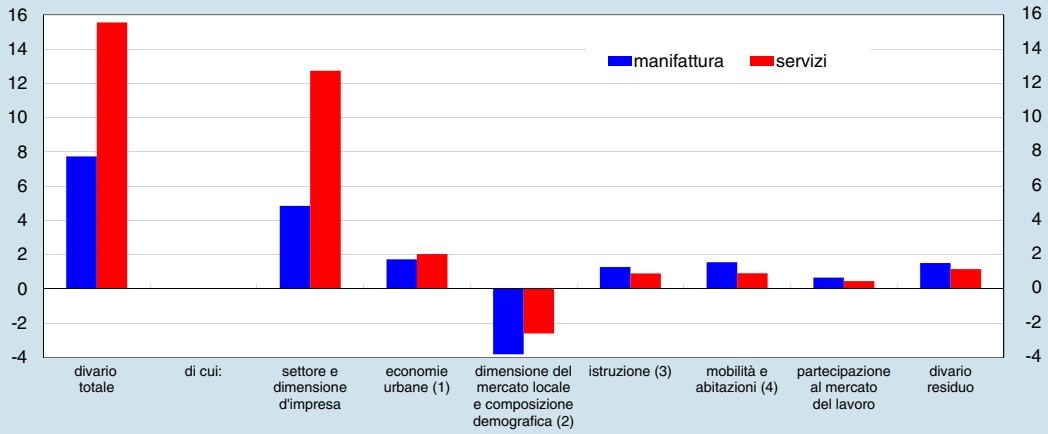
AGGLOMERAZIONE URBANA E PRODUTTIVITÀ

Nei principali paesi avanzati le agglomerazioni urbane concentrano una parte significativa dell'attività economica. In Italia le aree urbane dei 12 maggiori comuni producevano, nella media del quinquennio 2001-05, un terzo del valore aggiunto, mentre la quota di popolazione era pari a poco più di un quarto[1].

Le imprese localizzate nelle 73 aree urbane italiane[2] sono mediamente più produttive delle altre: secondo nostre stime[3], al netto degli effetti delle fluttuazioni cicliche, il loro vantaggio in termini di produttività del lavoro è di 7,7 punti percentuali nella manifattura e di 15,6 nei servizi (figura).

Figura

Contributi ai divari di produttività fra imprese localizzate nelle aree urbane e non urbane
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Archivio statistico delle imprese attive (ASIA).
(1) Approssimate dalla composizione settoriale (quote di valore aggiunto in termini reali) dell'area, dalla dimensione media di impresa nell'area e dalla specializzazione (indice di Herfindahl-Hirschman calcolato sul fatturato in termini reali). – (2) Approssimate dalla densità della popolazione, dalla popolazione, dall'indice di dipendenza degli anziani, dall'incidenza di residenti stranieri, dall'indice di mobilità residenziale straniera e dall'indice di frequenza scolastica straniera. – (3) Approssimata dai differenziali di genere per l'istruzione superiore, dall'incidenza di analfabeti, dal tasso di uscita precoce dal sistema di istruzione e formazione, dall'incidenza di adulti con diploma o laurea e il livello di istruzione dei giovani di età compresa tra 15 e 19 anni. – (4) Contiene variabili che approssimano la qualità delle infrastrutture (incidenza della popolazione che: (a) si sposta giornalmente fuori dal comune di residenza per ragioni di lavoro; (b) usa mezzi di trasporto pubblici; (c) affronta spostamenti per studio e lavoro superiori a 60 minuti di percorrenza) e variabili che approssimano l'offerta di abitazioni (incidenza delle abitazioni in proprietà, potenzialità d'uso abitativo nei centri abitati, indice di espansione edilizia nei centri e nuclei abitati, mobilità residenziale).

Tale divario risente delle caratteristiche sia delle imprese sia delle aree di localizzazione. Tra le prime spicca, oltre al settore di specializzazione, la dimensione aziendale che spiega buona parte del vantaggio di efficienza delle imprese urbane, in particolare di quelle che operano nei servizi. Quanto alle caratteristiche delle aree di

---

1 *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 43, 2015.

2 La definizione di area urbana qui utilizzata adatta quella dell'Urban Audit dell'OCSE e dell'Eurostat (cfr. sul sito dell'Eurostat: *European cities. The EU-OECD functional urban area definition*) ai sistemi locali del lavoro (SLL) individuati dall'Istat. Si identificano così 73 aree urbane che rappresentano gli SLL che insistono su comuni o aggregati di comuni limitrofi caratterizzati da una densità almeno pari a 1.500 abitanti per km^2; le aree non urbane sono i rimanenti SLL.

3 A. Lamorgese e A. Petrella, *An anatomy of Italian cities: evidence from firm level data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

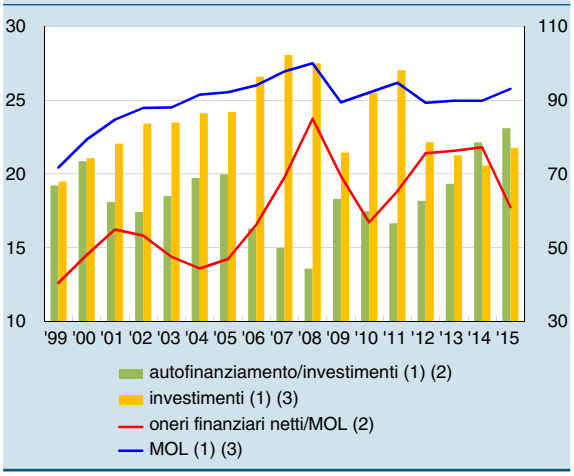
localizzazione, la produttività delle imprese è innalzata dai livelli medi di istruzione e di partecipazione al mercato del lavoro, da una più elevata mobilità all'interno dell'area e dalla reattività dell'offerta di abitazioni residenziali. Altre caratteristiche che influenzano positivamente la produttività sono una più elevata disponibilità di servizi ad alta intensità di conoscenza, una minore specializzazione complessiva, una maggiore dimensione media delle imprese residenti nell'area, una più ampia dimensione del mercato locale e una più elevata quota di stranieri e di giovani.

La redditività e il saldo finanziario. – In un quadro congiunturale caratterizzato da una ripresa economica ancora moderata, la redditività delle imprese mostra segnali di recupero, ma resta su livelli contenuti: nel 2015 il margine operativo lordo (MOL) delle società non finanziarie è aumentato del 3,6 per cento, recuperando solo in parte la riduzione registrata dall'inizio della crisi economica globale (fig. 6.2). Il calo dei tassi di interesse ha determinato una forte contrazione degli oneri finanziari netti, che hanno assorbito una quota meno rilevante del MOL (17,7 per cento). Sulla base dell'indagine Invind il miglioramento dei risultati economici, diffuso a tutte le classi dimensionali, è stato significativo: la quota di aziende in utile ha raggiunto quasi il 70 per cento, sette punti percentuali in più rispetto al 2014.

Gli investimenti, in lieve crescita, sono stati effettuati ricorrendo più che in passato a risorse interne; il saldo finanziario ha così raggiunto l'1,8 per cento del PIL. Tale dinamica si è associata a una consistente riduzione dei debiti finanziari e a un significativo incremento della liquidità delle imprese, pari rispettivamente a 31 e 26 miliardi (tav. 6.3).

Figura 6.2

Redditività e copertura degli investimenti
(valori percentuali; numeri indice)



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Scala di destra. – (2) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati dei *Conti economici nazionali* del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1995-2015. – (3) Indici 2008=100.

Le fonti di finanziamento

La struttura finanziaria. – La graduale contrazione del livello di indebitamento delle imprese è proseguita anche nel 2015: i debiti finanziari sono scesi al 78 per cento del PIL, anche per effetto dell'ulteriore calo dei prestiti bancari (tav. 6.3).

La leva finanziaria si è ridotta di oltre sei punti percentuali dal 2011 (era pari al 43,3 per cento alla fine dello scorso anno; fig. 6.3.a), favorendo il graduale riequilibrio della struttura finanziaria. Sulla base dell'indagine Invind, circa un quarto delle imprese ha dichiarato di aver ridotto la leva nel 2015; al calo avrebbe contribuito, per oltre la metà di esse, l'aumento del patrimonio netto, realizzato in larga parte attraverso il reinvestimento di utili. La leva è particolarmente elevata per le aziende di minore dimensione (fig. 6.3.b),

per le quali la dipendenza dal credito bancario resta un tratto strutturale: nonostante la crescita osservata negli anni della crisi finanziaria, le obbligazioni si confermano una fonte di finanziamento rilevante solo per le grandi imprese.

Tavola 6.3

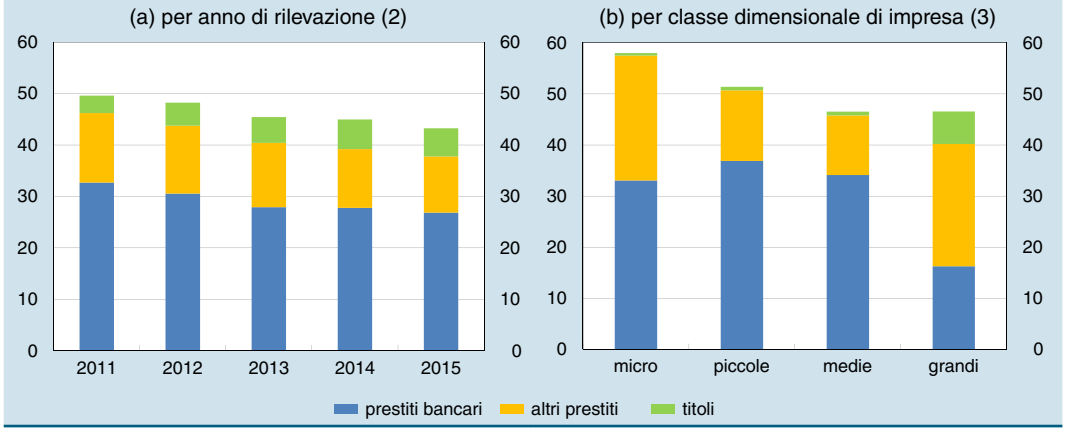
Attività e passività finanziarie delle imprese (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2015	composizione percentuale		2014	2015
		2014	2015		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	313.502	17,4	18,7	13.764	26.250
Titoli	61.214	3,9	3,6	-4.267	1.707
di cui: pubblici italiani	49.365	3,1	2,9	2.614	-1.041
Azioni e partecipazioni	566.326	34,0	33,7	49.571	11.791
Crediti commerciali	580.835	35,0	34,6	-38.864	15.515
Altre attività (2)	158.327	9,7	9,4	4.854	-2.509
Totale attività	**1.680.204**	**100,0**	**100,0**	**25.058**	**52.754**
di cui: sull'estero	455.420	27,5	27,1	20.518	1.811
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.278.915	36,4	34,8	2.344	-31.215
Prestiti bancari	793.495	22,5	21,6	-7.768	-11.629
Altri prestiti (3)	322.920	9,2	8,8	6.232	-17.795
Titoli	162.500	4,7	4,4	3.880	-1.791
Azioni e partecipazioni	1.677.040	44,5	45,7	29.560	27.937
Debiti commerciali	518.427	13,8	14,1	-36.117	20.272
Altre passività (4)	198.471	5,3	5,4	1.072	4.312
Totale passività	**3.672.853**	**100,0**	**100,0**	**-3.140**	**21.306**
di cui: sull'estero	590.278	15,3	16,1	19.619	15.148
SALDO	**-1.992.649**			**28.199**	**31.448**

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. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. 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

Leva finanziaria e composizione dei debiti finanziari (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari, e Cerved. Per la definizione delle modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto. – (2) Elaborazioni sui conti finanziari; dati a valori di mercato. – (3) Elaborazioni su bilanci Cerved relativi all'anno 2014 per un campione di circa 700.000 imprese; dati a valori contabili.

Il credito. – Dopo tre anni di marcata contrazione, nel corso del 2015 la riduzione dei prestiti erogati alle imprese da banche e società finanziarie si è pressoché arrestata: la stabilizzazione è proseguita nei primi mesi dell'anno (-0,7 per cento nel marzo 2016; tav. 6.4). La dinamica creditizia è risultata ancora fortemente eterogenea: i finanziamenti hanno ripreso a crescere per le imprese in condizioni finanziarie solide, mentre hanno continuato a contrarsi per quelle più rischiose (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). Permane un elevato divario a sfavore delle piccole imprese, che dipende soprattutto dalla situazione finanziaria, tipicamente più fragile, e dalla specializzazione settoriale.

Tavola 6.4

Credito alle imprese (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali)

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2013	2014	2015	marzo 2016	marzo 2016
			Banche		
Attività economica					
Manifattura	-6,1	0,0	1,6	1,4	22,0
Costruzioni	-4,5	-3,0	-3,1	-3,2	15,0
Servizi	-6,8	-2,1	0,3	0,3	33,6
Attività immobiliari	-3,2	-3,1	-1,8	-1,8	11,6
Altro	-4,7	-2,1	-4,1	-2,1	9,3
Dimensione					
Imprese piccole (2)	-4,0	-2,3	-2,5	-2,5	17,2
Imprese medio-grandi	-5,3	-1,8	-0,3	-0,1	74,3
Totale	**-5,1**	**-1,9**	**-0,7**	**-0,5**	**91,5**
			Società finanziarie		
Leasing	-4,2	-2,8	-3,8	-3,5	6,0
Factoring	-6,2	-4,1	4,0	3,7	1,8
Altri finanziamenti	4,4	-0,4	-8,9	-10,5	0,7
Totale	**-4,2**	**-3,1**	**-2,7**	**-2,7**	**8,5**
			Banche e società finanziarie		
Totale	**-5,0**	**-2,2**	**-0,9**	**-0,7**	**100,0**

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati delle società finanziarie si riferiscono agli intermediari ex art. 107 del TUB. I dati del marzo 2016 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

L'andamento del credito ha continuato a risentire della debolezza della domanda di finanziamenti, che ha riflesso la dinamica ancora discontinua degli investimenti e la contenuta richiesta di capitale circolante: secondo l'indagine Invind, il saldo tra le imprese che hanno aumentato la domanda di prestiti e quelle che l'hanno ridotta è sceso nella seconda metà del 2015 al livello minimo dall'inizio della crisi finanziaria (5,2 punti percentuali).

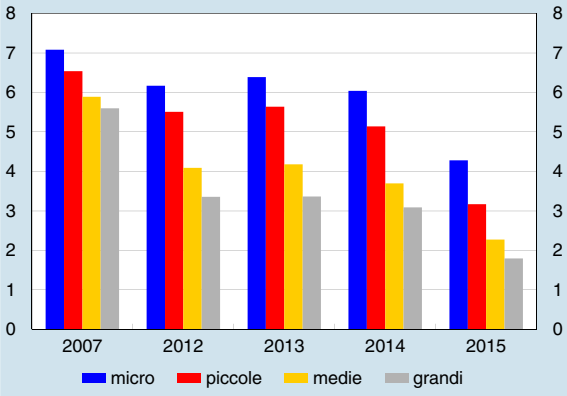
L'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria ha favorito un calo generalizzato del costo del credito, che si colloca su livelli particolarmente contenuti: nel corso dell'anno il differenziale di tasso sui nuovi finanziamenti rispetto alla media dell'area dell'euro si è pressoché annullato.

La progressiva distensione delle condizioni di offerta ha attenuato le difficoltà di accesso al credito: sulla base dell'indagine Invind, la quota di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto, in tutto o in parte, i finanziamenti richiesti è ulteriormente

diminuita nel 2015 rispetto al picco osservato nel 2012 (6 e 12 per cento, rispettivamente). La dispersione del costo del credito si è ridotta, ma rimane elevata: il differenziale tra i tassi applicati alle microimprese e a quelle più grandi è sceso nel 2015 a 2,5 punti percentuali (3,0 nel 2014), circa un punto in più rispetto all'inizio della crisi (fig. 6.4).

Figura 6.4

Costo del credito per dimensione di impresa (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Valori mediani.

Gli ostacoli incontrati dalle aziende minori continuano a essere mitigati dalle misure finalizzate al loro sostegno finanziario. Tra il 2009 e il 2015 gli interventi del Fondo centrale di garanzia e della Cassa depositi e prestiti, nonché gli accordi di sospensione parziale del rimborso dei prestiti hanno indirizzato verso le imprese di piccola e media dimensione oltre 110 miliardi, circa un decimo delle erogazioni di importo inferiore a un milione di euro effettuate dalle banche nello stesso periodo. Secondo uno studio comparato dell'OCSE[3], durante la crisi il ricorso a programmi pubblici di garanzia dei prestiti – lo strumento più adottato per agevolare il finanziamento delle piccole e medie imprese – è stato in Italia particolarmente ampio. Con la ripresa ciclica e il ritorno della rischiosità del credito su livelli fisiologici, vi sono le condizioni affinché l'intervento pubblico nel mercato del credito si concentri verso le aziende con maggiori difficoltà di accesso ai finanziamenti, come le microimprese, per limitare gli effetti distorsivi nell'allocazione delle risorse.

Le obbligazioni. – Nel 2015 il volume delle emissioni obbligazionarie lorde delle imprese italiane e delle loro controllate estere è lievemente cresciuto, raggiungendo i 30 miliardi. La recente decisione della BCE di estendere il programma di acquisto di titoli a quelli delle società non bancarie ha contribuito al miglioramento delle condizioni di mercato osservato nello scorso mese di aprile (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*). Il numero degli emittenti, dopo la crescita registrata nei due anni precedenti, è tornato a ridursi. La convenienza del ricorso al mercato obbligazionario risente dell'incerta ripresa economica, del progressivo miglioramento delle condizioni del credito bancario e della scarsa domanda di titoli di aziende italiane da parte degli investitori nazionali (cfr. il riquadro: *Il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese italiane*).

IL RICORSO AL MERCATO OBBLIGAZIONARIO DA PARTE DELLE IMPRESE ITALIANE

In Italia le obbligazioni rappresentano il 13 per cento dei debiti finanziari delle imprese, un valore in linea con la media dell'area dell'euro, ma inferiore a quelli di Regno Unito e Stati Uniti (26 e 41 per cento, rispettivamente). L'incidenza del debito obbligazionario tra le aziende piccole e medie è del tutto marginale.

[3] OCSE, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016. An OECD Scoreboard*, 2016.

Lo sviluppo di questo mercato nel nostro paese risente in primo luogo delle caratteristiche del tessuto imprenditoriale: la limitata presenza di società quotate e di grande dimensione, un indebitamento mediamente elevato, la ridotta propensione a investire nella crescita dell'azienda. Un'analisi del mercato italiano[1] mostra, in linea con i risultati della letteratura internazionale, che il ricorso delle imprese al mercato obbligazionario dipende essenzialmente da tre fattori: la reputazione e la trasparenza dell'azienda nei confronti degli investitori, l'equilibrio delle sue condizioni economiche e patrimoniali e le esigenze di finanziare nuovi investimenti. Attualmente in Italia il numero di imprese che soddisfano queste condizioni è molto contenuto.

Nel caso di aziende di piccola o media dimensione, il ricorso al mercato è ostacolato, oltre che dalla minore disponibilità di informazioni sull'impresa, anche dagli elevati costi fissi di emissione. La recente estensione di vantaggi fiscali ai titoli delle società non quotate (minibond) ha contribuito a ridurre tali costi, favorendo un aumento dei collocamenti. Tra il 2012 e il 2015 gli emittenti di minibond, in gran parte aziende di media dimensione, sono stati circa 100. La scarsa conoscenza da parte delle imprese degli strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario continua a costituire un freno allo sviluppo di questo mercato: secondo l'indagine Invind, nel 2015 quasi il 40 per cento delle imprese non conosceva le agevolazioni fiscali introdotte dalla normativa sui minibond.

La capacità delle imprese di accedere al mercato obbligazionario risente anche della difficoltà a collocare i propri titoli sul mercato interno, in cui i costi di emissione – soprattutto per le aziende di minore dimensione – sono generalmente inferiori rispetto al mercato internazionale. Un'analisi condotta su un campione di emissioni realizzate da imprese italiane mostra che gli investitori nazionali detengono solo il 27 per cento dei titoli emessi, contro il 45 per cento in Germania e il 49 in Francia[2]. La partecipazione degli investitori è ostacolata dallo scarso sviluppo di intermediari specializzati nell'attività di collocamento e sottoscrizione di strumenti di debito delle imprese, come i private debt funds (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

Negli ultimi anni l'interesse delle banche e degli investitori istituzionali italiani per il mercato obbligazionario è aumentato per effetto sia dei bassi tassi di interesse (che hanno indotto a ricercare attività con rendimenti più elevati) sia delle nuove opportunità di investimento offerte dal mercato dei minibond. Tra il 2013 e il 2015 le quote detenute dalle banche e dagli investitori istituzionali italiani, relative a un campione di emissioni di piccole e medie imprese nazionali, sono aumentate, rispettivamente, dal 13 al 17 per cento e dal 17 al 23 per cento, mentre la quota detenuta dalle famiglie si è ridotta dal 58 al 36 per cento.

---

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

[2] Elaborazioni su dati BCE, Securities Holdings Statistics.

Il capitale di rischio. – Nel 2015 è proseguito il rafforzamento della struttura patrimoniale delle imprese, sostenuto anche dalle favorevoli condizioni dei mercati finanziari: i flussi netti di capitale sono stati pari a 28 miliardi (tav. 6.3). Le nuove

quotazioni, in linea con l'anno precedente, si sono concentrate nel segmento di mercato caratterizzato da procedure di ammissione semplificate.

Sulla base dei dati dell'indagine Invind, circa la metà delle imprese ha dichiarato di aver aumentato il patrimonio netto tra il 2012 e il 2015; per oltre un decimo di queste aziende la decisione è stata influenzata dalla presenza degli incentivi fiscali previsti dall'Aiuto alla crescita economica (ACE), finalizzati a favorire la capitalizzazione delle imprese. Un ricorso più esteso a questa agevolazione è ancora ostacolato dalla scarsa conoscenza dello strumento: oltre un terzo delle imprese, soprattutto di piccola dimensione, ne ignora infatti l'esistenza.

Secondo i dati diffusi dall'Aifi, nel 2015 gli investimenti in capitale di rischio effettuati da società di private equity e venture capital, relativi a 342 operazioni, sono stati pari a 4,6 miliardi, un valore superiore di oltre il 30 per cento rispetto a quello osservato nel 2014. Il 70 per cento delle risorse è stato impiegato in operazioni di leveraged buy-out. Gli investimenti diretti alle imprese nelle fasi iniziali di attività (early stage), seppure in crescita, continuano a rappresentare meno del 2 per cento del totale.

I finanziamenti destinati a imprese start-up, che operano in prevalenza in settori a elevato contenuto tecnologico, sono esigui nel confronto internazionale; incentivi pubblici diretti a stimolare gli investimenti in capitale di rischio, particolarmente adatto a finanziare l'attività innovativa, sono dunque essenziali per affrontare il nodo del ritardo di crescita del nostro paese (cfr. il riquadro: *Il sostegno pubblico all'innovazione: prime evidenze sulle start-up innovative*).

IL SOSTEGNO PUBBLICO ALL'INNOVAZIONE: PRIME EVIDENZE SULLE START-UP INNOVATIVE

Negli ultimi anni diversi interventi pubblici hanno mirato a stimolare l'attività innovativa delle imprese italiane. Nel 2012 è stata istituita un'apposita sezione del registro delle imprese per le start-up innovative con l'obiettivo di favorire la nascita di aziende ad alto potenziale di crescita e sostenerle nei primi anni di attività[1]; per iscriversi al registro sono richiesti requisiti piuttosto stringenti in termini di età, dimensione e propensione all'innovazione[2]. L'intervento prevede numerose agevolazioni fiscali, un considerevole abbattimento degli oneri amministrativi e facilitazioni nell'accesso a finanziamenti esterni: vi sono, in particolare, rilevanti incentivi fiscali per gli investitori nel capitale di rischio e procedure semplificate per ottenere una garanzia pubblica dal Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese, che agevola la concessione dei prestiti bancari.

Dall'entrata in vigore del provvedimento si sono iscritte nel registro oltre 5.500 start-up innovative, appartenenti per oltre il 70 per cento ai servizi alle imprese e per meno del 20 per cento alla manifattura; il 60 per cento delle imprese opera in comparti produttivi ad alta tecnologia e oltre la metà ha sede nelle regioni settentrionali. Sulla base dei bilanci relativi al biennio 2013-14 emerge che, rispetto alle altre start-up,

[1] DL 179/2012, convertito dalla L. 221/2012.

[2] Per una descrizione dei requisiti necessari per l'iscrizione nel registro, dei riferimenti normativi e dello stato di attuazione delle misure agevolative, cfr. sul sito del Ministero dello Sviluppo economico la sezione dedicata alle start-up innovative.

quelle iscritte nel registro sono effettivamente dotate di maggiore capacità innovativa, in linea con i requisiti stabiliti dalla legge: in percentuale dell'attivo, la loro quota di attività intangibili, come marchi o brevetti, è superiore di oltre 15 punti percentuali rispetto alle altre start-up. La fase di commercializzazione dei loro prodotti o servizi viene avviata con ritardo: il 20 per cento delle start-up innovative presenta ancora un fatturato nullo dopo uno o due anni dall'inizio dell'attività, una percentuale doppia rispetto alle altre imprese. Le start-up innovative presentano inoltre un tasso di investimento più alto di oltre dieci punti percentuali, hanno più liquidità e capitale di rischio e quindi una migliore capacità di sostenere investimenti più rischiosi[3].

Molti dei tratti sopra delineati possono discendere anche dai criteri di propensione all'innovazione fissati dal legislatore per l'iscrizione nel registro. Con l'obiettivo di isolare i soli effetti che derivano dalle agevolazioni previste dalla legge, è stato svolto un confronto tra un gruppo ristretto di start-up innovative e un campione di imprese neocostituite che prima dell'entrata in vigore del provvedimento avevano caratteristiche molto simili. Dalla comparazione è emerso che tra il 2012 e il 2014 le start-up innovative operanti nei servizi – il gruppo più numeroso – presentavano una maggiore crescita dei finanziamenti esterni, attraverso debito o capitale di rischio, che risulta essere un effetto delle facilitazioni introdotte dalla legge. Un incremento più sostenuto dei tassi di investimento, rispetto alle imprese del campione di controllo, emerge tuttavia solo nel caso di un significativo aumento dei livelli di capitale di rischio, che si conferma la fonte di finanziamento più adeguata per l'innovazione.

---

[3] P. Finaldi Russo, S. Magri e C. Rampazzi, *Innovative start-ups in Italy: their special features and the effects of the 2012 law*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

7. LE FAMIGLIE

L'espansione dei consumi privati avviatasi a metà del 2013 è proseguita lo scorso anno e si è estesa a tutte le principali voci di spesa. Per la prima volta dal 2008 è tornato a crescere il potere d'acquisto delle famiglie, che ha beneficiato del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e delle misure fiscali di sostegno ai redditi varate dal Governo nel 2014 e successivamente rese permanenti. Sia la spesa delle famiglie, sia il potere d'acquisto sono però ancora al di sotto dei livelli precedenti la crisi economico-finanziaria, rispettivamente di circa sei e dieci punti percentuali.

La fiducia delle famiglie è decisamente migliorata. La quota di nuclei familiari che dichiarano di arrivare con difficoltà alla fine del mese è ulteriormente diminuita. L'ancora debole ripresa dei redditi non si è sinora accompagnata, a differenza di precedenti fasi cicliche, a un incremento della propensione al risparmio, che rimane su livelli storicamente bassi. L'incidenza della povertà resta elevata ma se ne è arrestato l'aumento, marcato durante la crisi economica.

La ricchezza delle famiglie è cresciuta: la componente finanziaria ha beneficiato della rivalutazione delle attività in portafoglio, quella immobiliare dell'incremento dello stock di abitazioni in presenza di una stabilizzazione dei prezzi. Si è rafforzata l'espansione delle compravendite di immobili, già avviatasi nel corso del 2014, anche per il miglioramento delle condizioni di finanziamento. Il credito alle famiglie ha ripreso a salire; l'aumento del reddito disponibile e i bassi tassi stanno gradualmente riducendo la vulnerabilità finanziaria anche delle fasce più deboli.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2015 il potere d'acquisto delle famiglie ha segnato il primo incremento dal 2008 (0,8 per cento; tav. 7.1), grazie a un'accelerazione del reddito disponibile a prezzi correnti e a un tasso di inflazione al consumo pressoché nullo (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). I redditi da lavoro dipendente sono cresciuti, per l'aumento sia dell'occupazione alle dipendenze (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*) sia dei redditi unitari. Il rialzo ha interessato anche i redditi da lavoro autonomo, nonostante il nuovo calo dell'occupazione indipendente, e quelli netti da proprietà, sospinti dalla ripresa dei fitti e dei dividendi. L'espansione del potere d'acquisto delle famiglie è stata però frenata dal rallentamento delle erogazioni di prestazioni sociali in denaro e dal maggior gettito dell'imposta sul reddito connesso con l'aumento della base imponibile (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Secondo la più recente Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF), condotta con cadenza biennale dalla Banca d'Italia, nel 2014 l'indice di Gini (calcolato sui redditi equivalenti; tav. 7.2) è rimasto all'incirca invariato rispetto al 2012 e prossimo

Tavola 7.1

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio (1)
(a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)

VOCI	Peso in % del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2015	2013	2014	2015
		Variazioni percentuali		
Redditi da lavoro dipendente	61,0	-1,0	0,4	2,0
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	1,2	0,0	0,6
Redditi da lavoro autonomo (2)	26,2	-1,3	-0,6	0,3
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	1,7	-0,6	0,7
Redditi netti da proprietà (3)	22,4	2,3	-2,0	0,7
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	32,5	2,4	2,2	1,7
di cui: prestazioni sociali nette	33,7	2,3	1,9	1,7
Contributi sociali netti (-)	23,3	-0,7	0,0	2,1
di cui: a carico del datore di lavoro	15,3	-1,5	-0,4	1,7
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,9	-0,7	0,4	3,2
Reddito lordo disponibile	**100,0**	**0,6**	**0,3**	**0,9**
in termini reali (4)	–	-0,6	0,0	0,8
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	0,6	1,5	1,1
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	0,9	0,8	0,6
		Rapporti percentuali		
Propensione media al risparmio (7)	–	**8,5**	**7,9**	**7,8**
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	6,8	7,6	7,8
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	7,7	7,8	7,6

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.

ai livelli antecedenti il 2008 (cfr. il capitolo 15: *I bilanci delle famiglie italiane: uno sguardo di lungo periodo*). La crisi economica non ha, nel complesso, determinato un significativo aumento della disuguaglianza[1]: la contrazione del reddito equivalente reale, di circa il 14 per cento dal 2006, ha interessato in misura pressoché omogenea l'intera distribuzione.

Secondo le stime dell'Istat, disponibili solo fino al 2014, l'incidenza della povertà assoluta[2] si è stabilizzata rispetto a un anno prima (a circa il 7 per cento della popolazione), dopo essere più che raddoppiata durante la crisi. È verosimile che nel 2015 la ripresa del

[1] A. Brandolini, *Il Grande Freddo. I bilanci delle famiglie italiane dopo la Grande Recessione*, in C. Fusaro e A. Kreppel (a cura di), *Politica in Italia. I fatti dell'anno e le interpretazioni. Edizione 2014*, Bologna, Il Mulino, 2014.

[2] La povertà assoluta è definita come la mancanza di risorse sufficienti ad acquistare un paniere di beni e servizi essenziali.

Tavola 7.2

Reddito equivalente disponibile (1)
(valori in euro a prezzi 2014 e variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

VOCI (2)	2014	2008-06	2010-08	2012-10	2014-12
Reddito equivalente medio	17.910	-2,7	0,5	-10,8	-1,3
Centro Nord	20.428	-2,4	0,5	-12,9	-1,2
Sud e Isole	13.147	-4,2	0,0	-4,6	-1,6
Operaio, apprendista, commesso	13.337	-6,5	-1,3	-9,0	3,0
Impiegato, quadro, insegnante	20.848	-1,3	2,5	-7,6	-2,0
Dirigente	34.152	-6,0	-9,0	-3,2	-10,9
Lavoratore autonomo	23.516	-7,1	2,9	-11,1	-1,8
Pensionato	18.695	4,8	-1,7	-5,5	-2,2
Inoccupato non pensionato	6.003	-9,3	6,2	-18,2	-10,3
1 componente	19.207	-6,8	2,2	-13,1	3,1
2 componenti	21.313	-0,1	1,0	-10,0	1,5
3 componenti	19.222	2,2	-2,0	-7,8	-4,3
4 componenti	16.308	-3,7	1,7	-15,3	0,1
5 e più componenti	12.288	-16,7	-1,4	-3,4	-7,3
Abitazione di residenza in proprietà	20.665	-1,3	1,8	-9,3	-1,3
Abitazione di residenza in affitto	10.193	-9,9	-3,1	-13,6	-5,7
Indice di Gini (3) (4)	0,329	0,005	0,001	0,004	-0,002
Centro Nord	0,294	0,004	0,001	0,013	-0,011
Sud e Isole	0,346	0,006	0,002	0,005	0,018
Rapporto interdecilico (4) (5)	4,7	0,1	0,1	0,1	0,1

Fonte: Banca d'Italia, IBF, Archivio storico (Versione 9.0, dicembre 2015); cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Redditi familiari complessivi (inclusivi degli affitti imputati per le abitazioni utilizzate dai proprietari) al netto delle imposte dirette, divisi per il deflatore dei consumi nazionali delle famiglie di contabilità nazionale e resi comparabili con la scala di equivalenza dell'OCSE modificata (la quale attribuisce valore 1 al primo componente adulto, 0,5 a ogni altro componente di età superiore a 13 anni e 0,3 a ogni componente di età uguale o inferiore a 13 anni). Le osservazioni sono pesate per il numero di persone in famiglia per ottenere un valore medio del reddito equivalente per ciascun componente del nucleo. – (2) La condizione occupazionale è quella del capofamiglia, identificato con il maggior percettore di reddito da lavoro o pensione. – (3) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 (massima disuguaglianza). – (4) Variazioni biennali calcolate come differenze percentuali. – (5) Rapporto tra il reddito disponibile equivalente corrispondente al 9° decile più elevato e quello corrispondente al 1° decile più basso.

mercato del lavoro abbia favorito una riduzione della povertà: sono lievemente diminuite l'incidenza delle famiglie senza adulti occupati[3], dal 16,8 al 16,4 per cento, e la quota di individui con retribuzione mensile medio-bassa (ossia inferiore ai due terzi della retribuzione mensile mediana rilevata prima della crisi), dal 19,6 al 18,5 per cento.

Lo scorso anno i percettori di redditi medio-bassi da lavoro dipendente hanno continuato a beneficiare del bonus fiscale reso permanente dalla legge di stabilità per il 2015 (L. 190/2014; cfr. il riquadro: *Il bonus fiscale e i consumi delle famiglie*). Non essendo intervenuti cambiamenti nel disegno della misura, è probabile che questa, pur avendo contribuito a sostenere i consumi, abbia avuto come nel 2014 un impatto limitato sulla riduzione della povertà, poiché i beneficiari si sono concentrati soprattutto tra le famiglie nei quinti centrali della distribuzione dei redditi (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie* nella *Relazione annuale* sul 2014).

[3] In linea con la definizione dell'Eurostat sono famiglie senza adulti occupati quelle in cui vi è almeno un adulto in età lavorativa (tra 18 e 59 anni, esclusi gli studenti a tempo pieno con meno di 25 anni conviventi con i genitori) e nessun componente occupato.

IL BONUS FISCALE E I CONSUMI DELLE FAMIGLIE

Dal maggio 2014 viene erogato il bonus fiscale previsto dal DL 66/2014 a favore dei lavoratori dipendenti con un reddito annuo lordo complessivo compreso tra 8.145 e 26.000 euro. L'agevolazione, resa permanente dal 2015, ammonta a 80 euro al mese per i redditi individuali da lavoro dipendente fino a 24.000 euro e decresce successivamente, fino ad azzerarsi al raggiungimento dei 26.000 euro (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie* nella *Relazione annuale* sul 2014). Secondo l'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane[1], poco più di un quinto dei nuclei familiari (circa 5,4 milioni) ha dichiarato nel 2014 di aver ricevuto il bonus per un importo medio mensile di 86 euro (tavola). Poiché l'erogazione avviene sulla base del reddito individuale anziché familiare, l'agevolazione è stata percepita in misura rilevante anche da famiglie a reddito relativamente elevato (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie* nella *Relazione annuale* sul 2014) ed è risultata crescente all'aumentare del numero dei percettori di reddito. La percentuale di famiglie beneficiarie è stata più elevata al Nord (25 per cento) e fra i nuclei in cui il capofamiglia ha meno di 45 anni (38 per cento) o è nato all'estero (33 per cento; tavola).

Tavola

Incidenza delle famiglie beneficiarie del bonus fiscale e ammontare medio percepito nel 2014
(variazioni percentuali, medie)

Caratteristiche del capofamiglia	Quota di famiglie beneficiarie	Ammontare medio mensile (euro)
Età		
Fino a 34 anni	37,5	89
Da 35 a 44 anni	37,5	85
Da 45 a 54 anni	25,1	87
Oltre 64	2,4	82
Titolo di studio		
Senza titolo	2,2	69
Licenza di scuola elementare	4,6	89
Licenza di scuola media	28,1	85
Diploma di scuola secondaria superiore	28,7	87
Laurea	20,8	84
Condizione professionale		
Lavoratore dipendente	42,2	87
Lavoratore indipendente	10,8	77
Condizione non professionale	3,2	81
Numero di percettori		
1 percettore	14,8	76
2 percettori	28,2	90
3 percettori	35,6	89
4 percettori e più	43,7	120
Area geografica		
Nord	25,4	86
Centro	19,0	89
Sud e Isole	18,5	83
Paese di origine		
Italia	20,8	86
Estero	33,0	89

[1] *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 64, 2015.

Le famiglie interpellate hanno indicato di aver speso nel 2014 il 90 per cento dell'agevolazione, destinando il restante 10 al risparmio e al rimborso di debiti; le indicazioni preliminari relative al 2015 confermano le stesse tendenze. La letteratura economica ha tuttavia più volte rilevato la difficoltà da parte degli intervistati di precisare l'utilizzo di una specifica fonte di reddito, specialmente se di ridotta entità (il bonus mensile è pari in media a circa il 3 per cento del reddito disponibile delle famiglie beneficiarie).

La disponibilità nell'ambito dell'Indagine di informazioni ripetute nel tempo sui consumi sostenuti dalla medesima famiglia consente di superare tale limitazione e di stimare la propensione marginale al consumo[2] delle famiglie che hanno ricevuto il bonus rispetto a quelle che non ne sono state destinatarie (tenendo conto delle diverse caratteristiche socio-demografiche dei due gruppi)[3]. Circa la metà del bonus erogato nel 2014 sarebbe stata consumata nel corso dello stesso anno; questo valore è coerente con le caratteristiche dell'agevolazione, di cui hanno beneficiato anche famiglie a reddito elevato, in media caratterizzate da una minore propensione al consumo. Applicando la stima ottenuta al trasferimento erogato dal Governo, si ottiene un incremento nei consumi di circa 3,5 miliardi di euro, pari a circa il 40 per cento dell'aumento della spesa complessiva delle famiglie nel 2014.

La propensione marginale a consumare il bonus è maggiore per le famiglie con vincoli di liquidità. In particolare, i nuclei che nel 2014 possedevano una ricchezza finanziaria netta inferiore alla metà del loro reddito disponibile annuo hanno consumato tra il 60 e l'80 per cento del bonus.

---

[2] La propensione marginale al consumo è definita come l'incremento nei consumi delle famiglie per un euro di incremento nel loro reddito.

[3] A. Neri, C. Rondinelli e F. Scoccianti, *The marginal propensity to consume out of a tax rebate: the case of Italy*, contributo presentato alla conferenza *The Bank of Italy's analysis of household finances. Fifty years of the Survey on household income and wealth and the Financial accounts*, Roma, Banca d'Italia, 3-4 dicembre 2015.

Nel confronto con i principali paesi europei, in Italia la povertà è storicamente più elevata anche per l'assenza di politiche universali per il suo contrasto. Con la legge di stabilità per il 2016 (L. 208/2015) e con il disegno di legge delega collegato, l'Italia si appresta a introdurre una misura specifica per il contrasto alla povertà con l'istituzione del Fondo per la lotta alla povertà e all'esclusione sociale, che avrà una dotazione di 600 milioni nel 2016 e di un miliardo nel 2017 e nel 2018. Per l'anno in corso le risorse, che si aggiungono a quelle già stanziate per un ammontare complessivo di quasi 1,4 miliardi, saranno destinate all'estensione su tutto il territorio nazionale del Sostegno per l'inclusione attiva (SIA; finora sperimentato nelle città con più di 250.000 abitanti), volto a ridurre la povertà tra le famiglie con minori, e al finanziamento dell'assegno di disoccupazione (Asdi) previsto per i disoccupati con basso reddito che abbiano esaurito l'intera durata del sussidio ordinario (cfr. il riquadro: *Il Jobs Act: alcune valutazioni preliminari* del capitolo 8).

Nelle intenzioni del Governo, nel 2017 le risorse dovrebbero invece essere utilizzate per introdurre una nuova misura nazionale di contrasto alla povertà che non sia più limitata a specifiche categorie, come accade per gli strumenti già esistenti di

cui si prospetta una razionalizzazione[4]. Le risorse necessarie, nelle stime del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, per azzerare la povertà assoluta sono significative e considerevolmente superiori a quelle al momento stanziate.

I consumi

Nel 2015 i consumi delle famiglie residenti sono aumentati dello 0,9 per cento (tav. 7.3). La forte accelerazione degli acquisti di beni è stata solo in parte attenuata dal rallentamento della spesa per i servizi; i consumi di beni non durevoli hanno registrato il primo aumento annuo dal 2010, mentre la spesa in beni durevoli e semidurevoli è cresciuta a un ritmo più sostenuto rispetto al 2014. Le immatricolazioni di nuovi autoveicoli hanno segnato un netto rialzo per il secondo anno consecutivo, accelerando al 15,4 per cento; la tendenza positiva è proseguita nel primo quadrimestre del 2016 (18,6 per cento rispetto a un anno prima), segnalando l'ulteriore consolidamento della ripresa dei consumi nell'anno in corso.

Tavola 7.3

Spesa delle famiglie italiane
(quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)

VOCI	Peso % nel 2015 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2012	2013	2014	2015
Beni	47,6	-6,3	-3,6	0,2	1,4
Beni non durevoli	31,6	-4,4	-3,0	-0,6	0,3
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	14,1	-4,0	-2,4	-0,3	0,2
Beni semidurevoli	8,9	-9,2	-4,5	0,4	1,2
di cui: vestiario e calzature	6,2	-7,9	-2,6	0,3	1,4
Beni durevoli	7,2	-10,2	-5,2	3,5	6,9
Servizi	52,4	-1,3	-1,2	1,0	0,7
di cui: alberghi e ristoranti	9,7	-1,1	-1,4	0,3	1,1
istruzione	1,1	-1,6	-4,3	1,2	2,7
Totale spesa interna	**100,0**	**-3,8**	**-2,4**	**0,6**	**1,1**
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	-6,1	-1,6	6,8	-1,6
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	0,8	1,8	3,4	4,6
Totale spesa nazionale	–	**-3,9**	**-2,5**	**0,6**	**0,9**
Per memoria:					
Deflatore della spesa nazionale	–	2,7	1,2	0,2	0,1

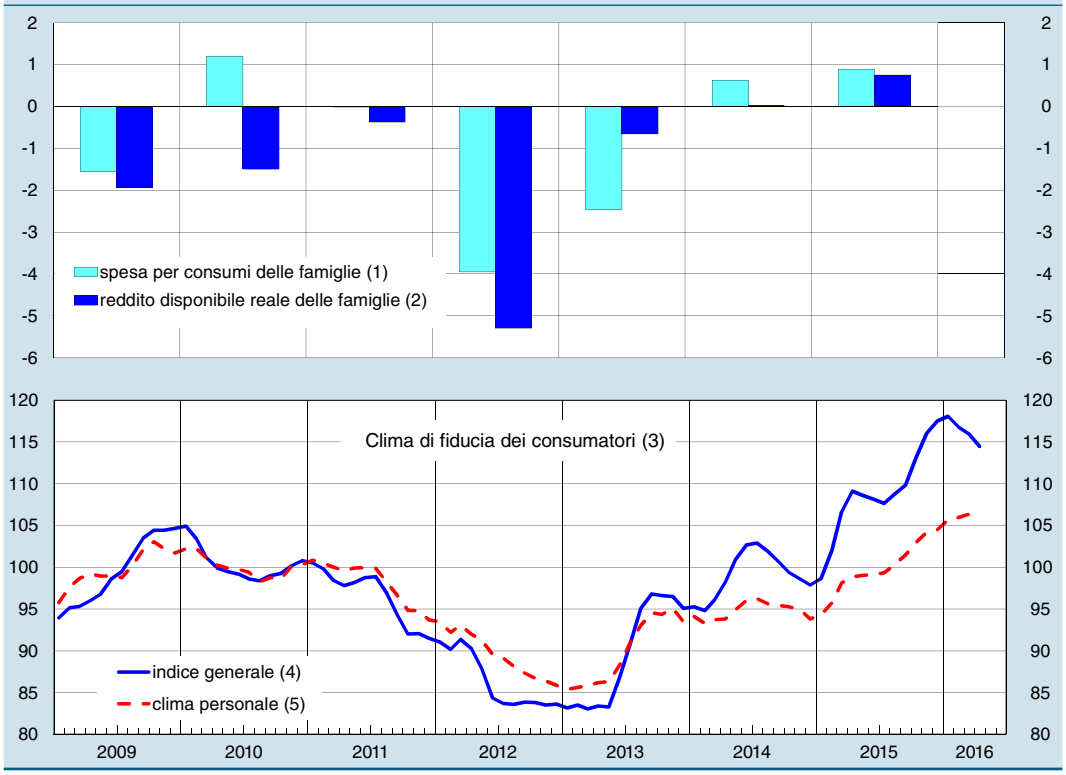
Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2015, rispettivamente, all'1,7 e al 3,6 per cento della spesa nazionale.

La spesa delle famiglie è stata sostenuta sia dal recupero del potere d'acquisto, sospinto anche dalle misure di sostegno al reddito (cfr. il riquadro: *Il bonus fiscale e i consumi delle famiglie*), sia dal miglioramento del clima di fiducia (fig. 7.1). La crescita dei consumi ha anche beneficiato delle più favorevoli condizioni di erogazione del credito al consumo e dell'aumento della ricchezza finanziaria e immobiliare (cfr. il paragrafo: *La ricchezza delle famiglie, il mercato delle abitazioni e l'indebitamento*). In questo contesto la propensione al risparmio, che le famiglie avevano fortemente compresso negli anni della crisi nel tentativo di mantenere i livelli di consumo, è rimasta, al netto della variazione delle riserve dei fondi

[4] *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.

Figura 7.1

Consumi, reddito reale e clima di fiducia dei consumatori
(tassi di crescita e numeri indice)



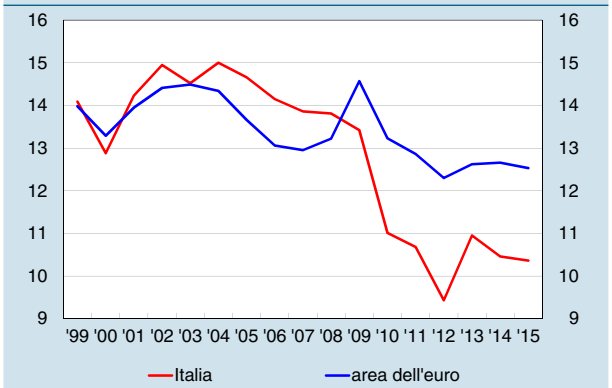
Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Spesa delle famiglie consumatrici e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp); quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Reddito disponibile 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).

pensione, stabile attorno al 7,8 per cento (cfr. tav. 7.1); dal 2009, secondo la definizione Eurostat, si attesta al di sotto della media dell'area dell'euro (fig. 7.2).

Nei primi quattro mesi del 2016 l'indice del clima di fiducia delle famiglie rilevato dall'Istat si è mantenuto su livelli elevati, ma con segnali di minore ottimismo sulle prospettive future. Secondo le indicazioni preliminari dell'IBF, condotta nello stesso periodo dalla Banca d'Italia, la quota di famiglie che hanno riportato difficoltà ad arrivare alla fine del mese con il proprio reddito si è ridotta rispetto a un anno fa, dal 66 al 60 per cento, il valore più basso dal 2002; quasi una famiglia su cinque ha dichiarato

Figura 7.2

Propensione al risparmio delle famiglie (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: Eurostat.
(1) Sono incluse le famiglie consumatrici e produttrici e le Isp. Cfr. nell'Appendice le voci del *Glossario*: Famiglie e Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

tuttavia una situazione di forte difficoltà economica, come nelle ultime due rilevazioni. È leggermente aumentata rispetto a un anno fa la percentuale dei nuclei familiari che si aspettano di risparmiare parte del loro reddito alla fine di quest'anno (dal 24 al 26 per cento).

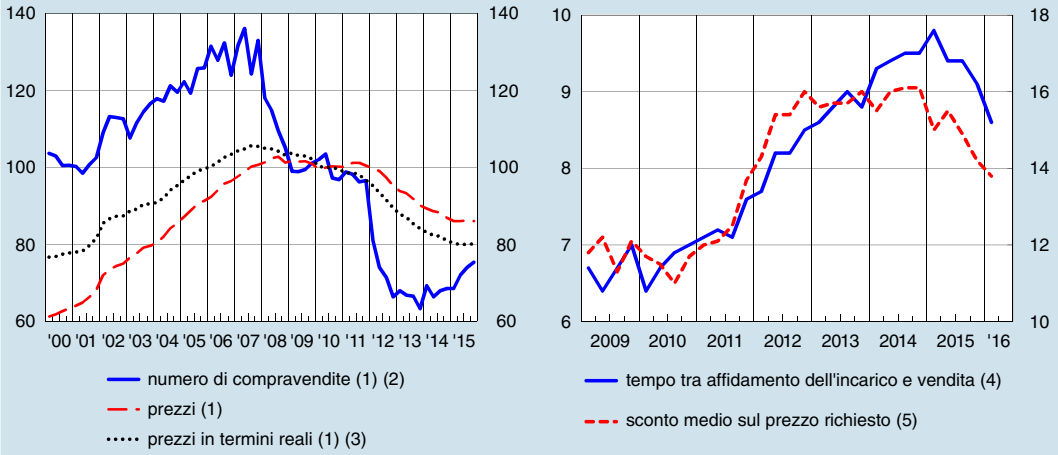
La ricchezza delle famiglie, il mercato delle abitazioni e l'indebitamento

La ricchezza delle famiglie è cresciuta dell'1,2 per cento e alla fine dell'anno era pari a 9,6 volte il reddito disponibile (rispettivamente 1,3 per cento e 8,8 volte al netto delle passività). L'aumento della ricchezza finanziaria è stato più marcato rispetto a quello della componente reale.

La ricchezza reale e il mercato delle abitazioni. – Nel 2015 il valore della ricchezza reale accumulata dalle famiglie è tornato a crescere, riflettendo un aumento dello stock di abitazioni e la stabilizzazione nella seconda metà dell'anno dei loro prezzi, dopo la forte contrazione nell'anno precedente (fig. 7.3). Dall'avvio della crisi del debito sovrano le quotazioni immobiliari hanno registrato una flessione di circa il 15 per cento (cfr. il riquadro: *Tendenze e determinanti dei prezzi degli immobili residenziali in Italia*).

Figura 7.3

Mercato delle abitazioni



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia, Istat, *Consulente immobiliare* e *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto trimestralmente da Banca d'Italia, Tecnoborsa e OMI.
(1) Dati trimestrali; numeri indice: 2010=100. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (4) I tempi di vendita sono misurati in mesi. – (5) Scala di destra. Gli sconti medi sul prezzo sono indicati in punti percentuali.

TENDENZE E DETERMINANTI DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI IN ITALIA

Dopo il prolungato rialzo tra la metà del 1995 e la fine del 2008, in Italia i prezzi delle abitazioni sono rimasti pressoché stabili fino al terzo trimestre del 2011, per poi flettere cumulativamente del 15 per cento fino agli inizi del 2015. In termini reali, le quotazioni hanno raggiunto un valore massimo alla fine del 2007, per poi ridursi di circa un quarto, stabilizzandosi dagli inizi dello scorso anno su livelli prossimi a quelli del 2001.

Sulla base dell'evidenza econometrica, l'andamento dei prezzi delle abitazioni appare in linea con l'evoluzione delle principali determinanti di fondo nelle varie fasi cicliche, confermando l'assenza di significativi rischi di sopravvalutazione sia nel ventennio precedente la crisi finanziaria globale sia negli anni successivi[1].

La flessione delle quotazioni residenziali dal 2008 è riconducibile in primo luogo al peggioramento del reddito disponibile delle famiglie, che tra il 2007 e il 2015 è diminuito di circa il 10 per cento in termini reali, con una caduta particolarmente accentuata durante la crisi del debito sovrano. Alla riduzione dei prezzi hanno contribuito, in particolare tra l'estate del 2011 e gli inizi del 2014, le accresciute difficoltà di accesso al credito da parte delle famiglie, che si sono riflesse nella debole dinamica dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Inoltre le quotazioni hanno risentito, seppure in misura minore, dell'allentamento delle pressioni demografiche sulla domanda di superficie abitabile, nonché dei numerosi interventi sulla tassazione della proprietà immobiliare che si sono succeduti a partire dal 2012 e che hanno reso più incerte le prospettive del trattamento fiscale delle abitazioni.

Le condizioni via via più accomodanti della politica monetaria hanno parzialmente compensato i fattori sopra indicati mediante, in particolare, la riduzione dei tassi del mercato monetario (che si è trasmessa al costo del credito erogato alle famiglie) e la progressiva mitigazione delle tensioni sui mercati bancari e finanziari (che si è riflessa nella diminuzione dei rendimenti dei titoli di debito pubblico, il cui aumento nella fase più acuta della crisi aveva pesato sulle condizioni di offerta delle banche). Si può stimare che nell'ultimo triennio questi due canali abbiano sostenuto i prezzi delle case per quasi un punto percentuale; la spinta all'espansione del credito è stata tuttavia frenata dalla necessità delle banche italiane di rafforzare la patrimonializzazione.

[1] A. Nobili e F. Zollino, *A structural model for the housing and credit markets in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 887, 2012; M. Loberto e F. Zollino, *Housing and credit markets in Italy in crisis time*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Si sono gradualmente rafforzati i segnali di ripresa del mercato immobiliare residenziale. Secondo i dati dell'Osservatorio sul mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate, le compravendite di abitazioni sono cresciute del 6,5 per cento (3,6 nel 2014); l'aumento è stato più pronunciato al Nord e nei comuni capoluogo di provincia. In autunno il numero di transazioni corretto per la stagionalità si è portato sui livelli più elevati dell'ultimo triennio, sebbene ancora inferiori circa del 45 per cento a quelli massimi raggiunti nel 2007 (fig. 7.3).

Resta elevato, ma è in riduzione, lo stock di abitazioni di nuova costruzione invendute: secondo la rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia presso un campione di imprese edili, la quota di aziende che segnala uno stock di immobili invenduti superiore ai livelli ritenuti normali è scesa lo scorso anno al 62 per cento (dal 74 del 2014). La diminuzione dei prezzi si è fortemente attenuata nella media dell'anno (-2,4 per cento, da -4,4 nel 2014), beneficiando dell'aumento del reddito disponibile delle famiglie e delle più distese condizioni di offerta di mutui per l'acquisto di abitazioni; la flessione è stata ancora più contenuta per gli edifici di nuova costruzione. Le diverse condizioni di domanda e offerta sul territorio si traducono in

un'elevata eterogeneità dei prezzi delle case, riconducibile più alle differenze tra aree urbane e non urbane e, al loro interno, tra centro e periferia, che ai divari tra regioni settentrionali e meridionali (cfr. il riquadro: *Agglomerazione urbana e prezzi delle case*).

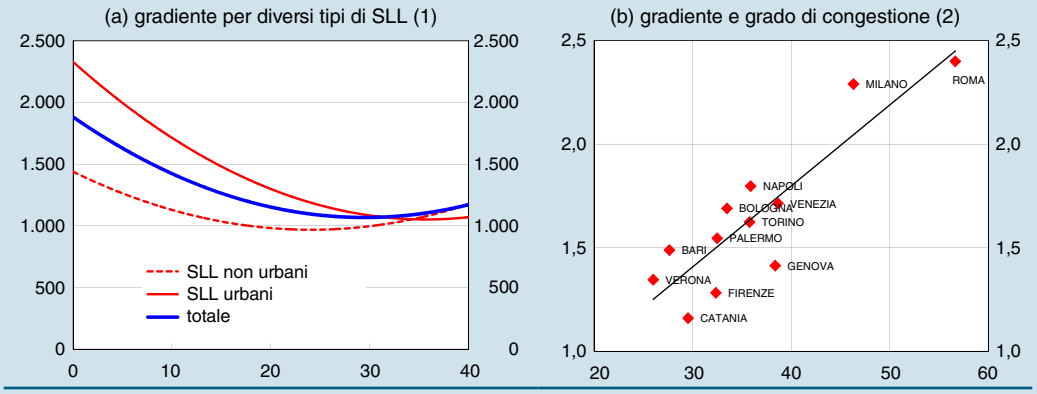
AGGLOMERAZIONE URBANA E PREZZI DELLE CASE

I processi di agglomerazione e i vantaggi della concentrazione spaziale di famiglie e imprese influiscono sui prezzi delle case, in genere più elevati nelle aree urbane; ciò, a sua volta, può frenare la mobilità del lavoro e la crescita economica delle città. Un recente studio[1] documenta l'eterogeneità dei prezzi sul territorio in rapporto a molteplici dimensioni geografiche e mostra che le differenze tra sistemi locali del lavoro (SLL) urbani e non urbani, e al loro interno tra il centro e la periferia, sono spesso superiori a quelle tra il Centro Nord e il Mezzogiorno.

Gli SLL urbani si caratterizzano per prezzi delle abitazioni più elevati di oltre il 50 per cento rispetto a quelli non urbani. Differenze ancora più marcate esistono all'interno di uno stesso SLL, in relazione soprattutto alla distanza dal centro. La curva dei prezzi espressa in funzione di tale distanza (gradiente centro-periferia) ha un'inclinazione negativa e più accentuata in prossimità del punto di origine: allontanandosi da questo di 20 chilometri i prezzi sono più bassi di circa il 50 per cento (figura, pannello a). L'inclinazione del gradiente è maggiore negli SLL urbani; il grado di urbanizzazione tuttavia spiega solo in parte l'eterogeneità osservata: il gradiente, ad esempio, è particolarmente inclinato a Milano e a Roma mentre è sostanzialmente piatto in alcune aree metropolitane del Mezzogiorno (Bari, Catania e Palermo).

Figura

Il gradiente centro-periferia dei prezzi delle case
(euro al metro quadrato, chilometri e minuti)



Fonte: elaborazioni su dati OMI e Istat.
(1) Le linee mettono in relazione i prezzi delle case di ogni comune (asse verticale) con la distanza dal centro dell'SLL a cui appartengono (asse orizzontale); per il comune centroide sono considerati distintamente i prezzi della zona centrale, semicentrale e periferica della città. – (2) Il gradiente (asse verticale) è misurato dal rapporto tra i prezzi delle case nel comune centroide e quelli negli altri comuni dell'SLL; i tempi di spostamento (asse orizzontale) si riferiscono ai minuti impiegati dai lavoratori dell'SLL per raggiungere il comune centroide.

La diversa inclinazione del gradiente tra gli SLL dipende da una molteplicità di fattori: il gradiente è più marcato, ad esempio, negli SLL maggiormente specializzati

[1] E. Manzoli e S. Mocetti, *I prezzi delle case e il gradiente centro-periferia: evidenze dalle città italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

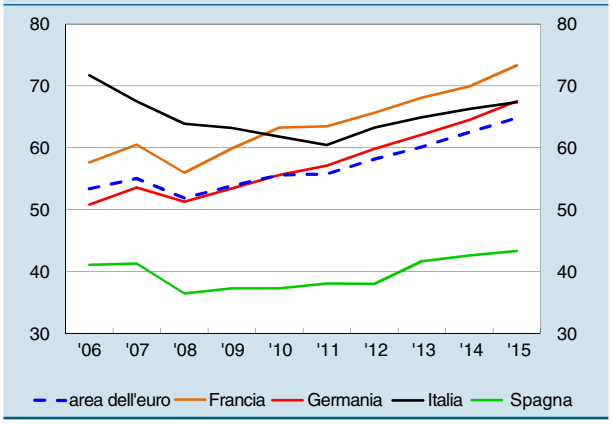
in attività economiche con una forte tendenza alla concentrazione spaziale (il terziario e, in particolare, i servizi finanziari e professionali); a sua volta una maggiore congestione, in genere associata a una dotazione infrastrutturale non adeguata rispetto alla domanda di trasporti, rende le periferie meno attrattive e aumenta la pressione sui prezzi nelle zone centrali dell'SLL (figura, pannello b).

Secondo il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto in aprile dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e OMI, nel primo trimestre di quest'anno è proseguito il graduale miglioramento delle condizioni del mercato degli immobili residenziali: è aumentato ancora il numero di potenziali acquirenti; hanno continuato a ridursi, pur in misura contenuta, lo sconto medio sui prezzi richiesti e i tempi medi di vendita (fig. 7.3; cfr. *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Aprile 2016*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 25, 2016). Dalla fine dello scorso anno le attese degli agenti immobiliari sia sul breve sia sul medio termine sono favorevoli.

La ricchezza finanziaria e gli investimenti. – Nel 2015 la ricchezza finanziaria delle famiglie consumatrici e produttrici è aumentata del 2,2 per cento (2,8 per cento al netto delle passività), principalmente per effetto della rivalutazione delle attività in portafoglio. In termini pro capite la ricchezza è tornata al livello del 2007. In quell'anno era nettamente superiore a quella dell'area dell'euro mentre a fine 2015 la differenza si è pressoché annullata (fig. 7.4). Vi hanno contribuito sia il calo più ampio del valore delle attività finanziarie, protrattosi in Italia fino al 2011 per la crisi del debito sovrano, sia il livello molto contenuto dei nuovi investimenti in attività finanziarie, dovuto alla maggiore contrazione della propensione al risparmio e alla più debole dinamica del reddito.

Figura 7.4

Ricchezza finanziaria pro capite (1)
(migliaia di euro)



Fonte: BCE e Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Il dato della popolazione per il 2015 è stimato.

Gli acquisti di attività finanziarie da parte delle famiglie, al netto delle vendite, sono stati di 24 miliardi di euro (tav. 7.4), circa un terzo di quelli del 2007. Le scelte di investimento continuano a essere influenzate dalla ricerca di combinazioni tra rischi e rendimenti più efficienti in risposta al basso livello dei tassi di interesse. È proseguita la sostituzione di titoli pubblici e di obbligazioni bancarie con strumenti di risparmio gestito (quote di fondi comuni e prodotti assicurativi), la cui incidenza nel portafoglio delle famiglie ha superato quella delle attività liquide (depositi e circolante), come nel periodo precedente il 2007.

In base ai dati dell'IBF, le famiglie che maggiormente diversificano il proprio portafoglio appartengono al quarto della distribuzione con redditi equivalenti più

Tavola 7.4

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2015	composizione percentuale		2014	2015
		2014	2015		
ATTIVITÀ (2)					
Depositi bancari (3)	1.099.126	26,9	26,7	21.859	13.237
Italiani	1.067.197	26,0	25,9	27.916	19.787
depositi a vista	585.226	13,5	14,2	42.063	40.170
altri depositi	481.971	12,5	11,7	-14.147	-20.383
Esteri	31.929	1,0	0,8	-6.057	-6.550
Titoli obbligazionari	442.010	13,7	10,7	-109.593	-114.256
Italiani	326.626	10,6	7,9	-104.803	-107.912
di cui: pubblici	131.574	4,0	3,2	-30.985	-32.037
bancari	187.162	6,3	4,5	-74.162	-71.463
Esteri	115.384	3,1	2,8	-4.790	-6.343
Quote di fondi comuni	456.832	9,8	11,1	57.687	42.684
Italiani	238.031	4,8	5,8	32.010	23.387
Esteri	218.801	4,9	5,3	25.677	19.297
Azioni e partecipazioni	957.361	22,6	23,3	-13.622	17.671
Italiani	891.625	21,1	21,7	-14.829	14.956
Esteri	65.736	1,5	1,6	1.207	2.715
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	864.520	19,9	21,0	52.693	49.990
di cui: riserve ramo vita	573.841	12,9	13,9	45.843	43.859
Altre attività (4)	297.300	7,1	7,2	9.359	14.400
Totale attività	**4.117.150**	**100,0**	**100,0**	**18.383**	**23.726**
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine	57.682	6,4	6,3	1.080	-129
di cui: bancari	56.701	6,3	6,2	1.526	-155
Debiti a medio e a lungo termine	634.827	69,1	69,1	-6.530	196
di cui: bancari	563.344	58,7	61,3	-7.003	10.225
Altre passività (5)	225.940	24,5	24,6	1.577	875
Totale passività	**918.450**	**100,0**	**100,0**	**-3.872**	**942**
SALDO	**3.198.700**			**22.255**	**22.783**

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

elevati: il 16 per cento di queste detiene almeno due strumenti finanziari, per lo più titoli pubblici e obbligazioni bancarie, oltre ai depositi. Le famiglie del quarto con redditi inferiori possiedono al più depositi.

L'indebitamento. – Nel 2015 i debiti delle famiglie verso banche e società finanziarie hanno ripreso a crescere; nel confronto internazionale l'indebitamento rimane contenuto in rapporto al reddito disponibile. A partire dalla seconda

metà dell'anno l'espansione dei prestiti concessi dalle sole banche è aumentata, raggiungendo l'1,1 per cento lo scorso marzo. Nel complesso dell'area dell'euro l'incremento è stato lievemente più sostenuto (1,6 per cento): un'accelerazione è stata registrata in Francia (3,7 per cento) e in Germania (2,9 per cento), mentre in Spagna è continuata la diminuzione (-1,8 per cento).

Nell'anno le erogazioni di nuovi prestiti alle famiglie consumatrici per l'acquisto di abitazioni hanno accelerato (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016), grazie all'espansione della domanda sostenuta dal basso livello dei tassi di interesse e dalle migliori prospettive del mercato immobiliare, nonché all'allentamento delle condizioni di offerta. A marzo di quest'anno l'ammontare dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è aumentato dello 0,7 per cento sui dodici mesi (tav. 7.5).

Tavola 7.5

Credito alle famiglie consumatrici (1)
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2016 (2)
	dicembre 2013	dicembre 2014	giugno 2015	dicembre 2015	marzo 2016	
			Prestiti per l'acquisto di abitazioni			
Banche	-1,1	-0,6	-0,2	0,5	0,7	344.373
			Credito al consumo			
Banche	-1,9	-0,7	1,5	5,1	6,8	82.345
Società finanziarie	-1,9	0,3	-1,7	-2,0	-1,6	33.517
Totale banche e società finanziarie	**-1,9**	**-0,2**	**0,0**	**2,1**	**3,4**	**115.862**
			Altri prestiti (3)			
Banche	0,1	1,9	1,6	1,0	0,7	110.059
			Prestiti totali			
Totale banche e società finanziarie	**-1,0**	**-0,1**	**0,2**	**1,0**	**1,3**	**570.293**

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2016 sono provvisori. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

Per effetto delle più favorevoli condizioni di offerta costituite principalmente da una riduzione dei margini di interesse praticati dalle banche, il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sui nuovi mutui ha continuato a scendere fino al 2,7 per cento a marzo dell'anno in corso. Dalla fine del 2014 il calo dei margini è stato più ampio per i nuovi mutui a tasso fisso, il cui costo è diminuito al 2,7 per cento in marzo pur rimanendo di 0,4 punti superiore a quello dell'area. La riduzione del differenziale rispetto ai nuovi mutui a tasso variabile ha incoraggiato un maggiore ricorso ai prestiti a tasso fisso e a operazioni di rinegoziazione, surroga o sostituzione dei finanziamenti in essere, che permettono di abbassare l'incidenza del servizio del debito: la diminuzione dei tassi, insieme al rialzo del reddito disponibile, ha contribuito a ridurre la vulnerabilità finanziaria delle famiglie (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016 e il riquadro: *L'effetto dei bassi tassi di interesse sull'indebitamento delle famiglie*).

L'EFFETTO DEI BASSI TASSI DI INTERESSE SULL'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE

Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sui nuovi mutui, la componente principale del debito delle famiglie, è diminuito di due punti percentuali rispetto ai livelli raggiunti nei primi mesi del 2012, durante la crisi del debito sovrano. Il calo è stato inizialmente determinato dalla riduzione dei tassi di riferimento, dovuta alle politiche monetarie espansive; gli intermediari hanno successivamente ridotto anche i margini applicati.

Per i prestiti esistenti, la diminuzione dei tassi di riferimento ha un effetto diretto e immediato sulle condizioni dei mutui a tasso variabile (tre quarti dei mutui in essere nel periodo dal 2012 al 2015); la riduzione dei margini può invece essere colta solo attraverso la rinegoziazione, la surroga o la sostituzione del mutuo. Dall'inizio del 2015 a marzo del 2016 queste operazioni hanno riguardato mutui per circa 26 miliardi, più di un terzo del valore dei prestiti erogati nel triennio 2012-14, caratterizzati da margini elevati[1]. In base ai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF), nel 2014 il 5 per cento delle famiglie con un prestito per l'acquisto di abitazioni aveva migliorato le condizioni contrattuali. Prime stime per il 2015 indicano che la quota di famiglie che ha ricontrattato è salita al 9 per cento; la metà dei mutuatari che non hanno modificato le condizioni del contratto paga ancora un tasso di interesse superiore di almeno un punto rispetto a quello sui nuovi mutui.

Nel complesso si rileva che numerosi mutuatari hanno tratto beneficio dal calo dei tassi di interesse, ma meno di quanti avrebbero potuto avvalersene. La lentezza nella rinegoziazione dei contratti di mutuo è un fenomeno che caratterizza anche altri paesi[2]: poiché si tratta di operazioni complesse, basate sul confronto tra i benefici connessi con il miglioramento delle condizioni rispetto ai costi e ai tempi di negoziazione, ne hanno tratto più frequentemente vantaggio le famiglie con i redditi più alti, superiori alla mediana, caratterizzate da una più elevata educazione finanziaria.

In conseguenza della riduzione dei tassi di interesse, tra il 2012 e il 2014 il servizio del debito si è ridotto. In particolare la quota di famiglie vulnerabili, con un'incidenza della rata sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito inferiore al valore mediano, è diminuita dal 2,8 al 2,1 per cento del totale delle famiglie.

Il basso livello dei tassi di interesse ha costituito un incentivo per la domanda di credito e per la preferenza di mutui a tasso fisso. Le erogazioni di nuovi mutui hanno ripreso a crescere dal 2014, accelerando nel 2015, con un aumento superiore al 30 per cento. Sulla base delle indicazioni fornite dall'IBF, la quota di famiglie che hanno chiesto un prestito per l'acquisto di abitazioni è cresciuta. La percentuale di nuovi mutui a tasso fisso ha raggiunto un livello molto elevato (60 per cento), per effetto anche della riduzione del differenziale con il costo dei mutui a tasso variabile (0,7 punti nel marzo 2016, un quarto del picco raggiunto nel 2009). La maggiore diffusione dei contratti a tasso fisso attenua per le famiglie il rischio di tasso.

---

[1] Per i mutui a tasso fisso sono importanti non solo le riduzioni dei margini, ma anche quelle dei tassi di riferimento, che hanno raggiunto un picco nel 2008. Considerando anche le erogazioni di mutui a tasso fisso nel periodo tra il 2007 e il 2011, la quota di mutui oggetto di modifiche contrattuali dal 2012 si riduce a poco più del 20 per cento.

[2] J. Campbell, *Household finance*, "The Journal of Finance", 61, 4, 2006, pp. 1553-1604.

In base all'Indagine regionale sul credito bancario condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, nel 2015 il rapporto medio tra il valore dei prestiti e quello delle garanzie (loan-to-value ratio) è ancora aumentato (al 59,4 per cento, dal 58,6 del 2014). È inoltre quasi raddoppiata (al 38 per cento) la quota di nuovi mutui con clausole che permettono di estenderne la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti senza costi addizionali. Nel 2015 il 2,5 per cento dell'ammontare dei mutui è stato oggetto di sospensione della rata (2,9 nel 2014): di questi, oltre tre quarti sono stati sospesi mediante l'attivazione di clausole contrattuali o di accordi privati con la banca, mentre la restante parte ha usufruito del Fondo di solidarietà o dell'accordo tra l'Associazione bancaria italiana (ABI) e le associazioni dei consumatori, strumenti cui le famiglie hanno fatto ricorso in gran parte a causa della perdita dell'occupazione.

Le erogazioni di credito al consumo sono aumentate in misura maggiore rispetto al 2014. L'espansione della domanda ha beneficiato soprattutto della ripresa della spesa delle famiglie e delle migliori prospettive sulla situazione economica generale. L'offerta degli intermediari è gradualmente divenuta più accomodante: il costo delle erogazioni in termini di TAEG ha oscillato attorno all'8,4 per cento, un livello inferiore di circa mezzo punto percentuale rispetto a quello medio del 2014, ma ancora superiore di due punti alla media dell'area dell'euro. Nel dicembre 2015 i finanziamenti al consumo sono cresciuti del 2,1 per cento rispetto a un anno prima (3,4 a marzo; tav. 7.5); tra questi sono aumentati soprattutto i prestiti con una finalità specifica di acquisto, in linea con l'accelerazione della spesa per beni durevoli.

In base ai dati dell'IBF, nel 2014 poco più di un terzo del debito per scopi di consumo era a carico di famiglie con un reddito equivalente inferiore a quello mediano, una quota bassa nel confronto storico. A favore delle famiglie in condizioni di difficoltà a onorare i propri debiti per scopi di consumo, nell'aprile 2015 l'ABI e numerose associazioni dei consumatori hanno siglato, per gli anni 2015-17, un accordo che prevede la possibilità di differire il rimborso della sola quota capitale per un massimo di dodici mesi; forme di sospensione erano sinora state definite unicamente per i mutui. Fino al febbraio 2016 sono stati sospesi 7.000 contratti, pari a circa lo 0,1 per cento di quelli in essere, la maggior parte a causa della cessazione del rapporto di lavoro subordinato.

8. IL MERCATO DEL LAVORO

Con il ritorno alla crescita si è consolidato nel 2015 l'aumento dell'occupazione, che ha beneficiato degli sgravi contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato in vigore dall'inizio dell'anno e, in misura inferiore ma non trascurabile, della revisione della disciplina sui licenziamenti prevista dal Jobs Act. Le due misure hanno inoltre agevolato la ricomposizione dell'occupazione verso posizioni stabili.

L'occupazione è aumentata nei servizi, è diminuita meno che in passato nell'industria. A fronte della sostanziale stabilità dell'offerta di lavoro, il tasso di disoccupazione è diminuito di 0,8 punti percentuali, pur rimanendo su valori storicamente elevati.

Il Jobs Act ha riformato il mercato del lavoro nel suo insieme, modificando le norme che regolano i licenziamenti individuali, gli ammortizzatori sociali, la disciplina dei contratti di lavoro e delle mansioni e le politiche attive.

Le retribuzioni contrattuali sono cresciute nel 2015 a ritmi moderati. Dalla fine dell'anno circa un dipendente su due del settore privato è in attesa di un rinnovo del contratto nazionale, in assenza del quale la dinamica salariale si è drasticamente ridimensionata. Date le ricorrenti revisioni al ribasso della dinamica dei prezzi verificatesi di recente, la possibilità di adeguare più frequentemente gli aumenti retributivi agli eventuali scostamenti tra l'inflazione attesa al rinnovo e quella realizzata, prevista da alcuni contratti da ultimo rinnovati, potrebbe comprimere la dinamica salariale.

L'occupazione e le ore lavorate

Nel corso del 2015 si è progressivamente consolidata la crescita dell'occupazione avviatasi nel 2014: sono aumentati sia gli occupati sia le ore lavorate. Nell'ultimo trimestre dell'anno gli occupati, secondo i conti nazionali, sono stati 230.000 in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (0,6 per cento in media d'anno; tav. 8.1), ma ancora 900.000 in meno rispetto al picco raggiunto nel quarto trimestre del 2007 (-3,4 per cento).

La crescita registrata lo scorso anno ha beneficiato degli sgravi contributivi introdotti dalla legge di stabilità per il 2015 (L. 190/2014) e, pur se in misura minore, della revisione della disciplina dei licenziamenti per i contratti a tempo indeterminato (D.lgs. 23/2015).

La ricomposizione dell'occupazione a favore del lavoro alle dipendenze si è intensificata. Il forte calo dell'occupazione autonoma è stato più che compensato dalla

Tavola 8.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana
(variazioni percentuali annuali)

SETTORI	Occupati			Ore lavorate		
	2009-2011	2012-14	2014-15	2009-2011	2012-14	2014-15
Agricoltura, silvicoltura e pesca	**0,0**	**-1,4**	**2,2**	**-2,4**	**-0,7**	**3,1**
Industria in senso stretto	**-2,1**	**-1,9**	**-0,8**	**-1,1**	**-1,5**	**0,1**
di cui: attività manifatturiere	-2,3	-2,0	-0,9	-1,1	-1,6	0,1
Costruzioni	**-2,0**	**-6,1**	**-1,6**	**-2,1**	**-7,7**	**-0,3**
Servizi	**0,5**	**-0,1**	**1,0**	**0,4**	**-0,6**	**1,0**
di cui: prevalentemente pubblici (1)	-0,4	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,8
Totale	**-0,2**	**-0,8**	**0,6**	**-0,2**	**-1,3**	**0,9**
Dipendenti	-0,3	-0,8	0,9	-0,4	-1,2	1,4
Indipendenti	0,3	-1,1	-0,4	0,0	-1,5	-0,2

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

crescita di quella dipendente (0,9 per cento), sostenuta nella sua componente a tempo indeterminato dagli sgravi contributivi e dalla nuova disciplina sui licenziamenti (cfr. il riquadro: *Il Jobs Act: alcune valutazioni preliminari*).

IL JOBS ACT: ALCUNE VALUTAZIONI PRELIMINARI

Nel corso del 2015 sono stati approvati otto decreti legislativi in attuazione della legge delega 183/2014 (Jobs Act). La riforma ha mirato ad accrescere la flessibilità nell'utilizzo della forza lavoro e a estendere e razionalizzare il sistema degli ammortizzatori sociali e delle politiche attive. Interventi dall'impatto limitato hanno riguardato la conciliazione vita-lavoro. Non è stato emanato alcun decreto in materia di minimi salariali.

Sul piano della regolamentazione dei rapporti di lavoro, l'intervento ha riunito in un unico testo gran parte delle norme preesistenti sui contratti, abolendo alcune tipologie di impiego meno diffuse. Sono stati nettamente ampliati i margini di flessibilità mansionistica in caso di modifiche dell'organizzazione aziendale ed è stata modificata la disciplina dei licenziamenti per i contratti a tempo indeterminato stipulati a partire dal 7 marzo 2015. Le nuove norme hanno ridotto, ulteriormente rispetto a quanto già fatto dalla L. 92/2012 (riforma Fornero), il perimetro della reintegrazione nel caso di licenziamenti illegittimi in imprese con più di 15 addetti e hanno predeterminato, rendendolo proporzionale alla durata del rapporto di lavoro, l'ammontare dell'indennizzo a carico dell'impresa. È stata anche accresciuta la convenienza economica delle procedure di conciliazione extragiudiziale, riducendo l'entità dell'indennizzo rispetto all'importo eventualmente ottenibile in giudizio, ma esentando dalle imposte gli importi ricevuti dal lavoratore. Gli interventi hanno ridotto per le imprese l'incertezza dei costi legati ai licenziamenti individuali.

La modifica della disciplina sui licenziamenti ha avuto un impatto positivo sull'occupazione permanente, cui si è sommato quello, quantitativamente più ampio, della decontribuzione prevista dalla legge di stabilità del 2015 per le assunzioni a

tempo indeterminato. Vi è inoltre evidenza che l'intervento sui licenziamenti abbia ridotto la riluttanza dei datori di lavoro a offrire contratti permanenti a lavoratori senza precedenti esperienze presso l'impresa[1].

Il Jobs Act ha anche esteso la copertura dell'indennità di disoccupazione (Nuova prestazione di assicurazione sociale per l'impiego, NASpI) e ne ha razionalizzato la struttura, riducendo i requisiti minimi di accesso e rafforzando al tempo stesso il legame puntuale tra numero di settimane in precedenza lavorate e durata massima del sussidio; anche l'articolazione temporale dei pagamenti è stata rivista, al fine di non disincentivare l'accettazione di un nuovo impiego. L'intervento sull'indennità di disoccupazione, storicamente caratterizzata da importi, durate e coperture molto limitati ed eterogenei, completa la transizione verso un sistema di assicurazione universale paragonabile a quello degli altri principali paesi europei.

È stato inoltre introdotto un nuovo assegno di disoccupazione (Asdi), di natura assistenziale, destinato ai disoccupati in condizioni di difficoltà economica che abbiano terminato il sussidio ordinario (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*).

Proseguendo nel solco tracciato dalla riforma Fornero, il Jobs Act ha razionalizzato, a partire dal settembre del 2015, le modalità di accesso alla Cassa integrazione guadagni (CIG): ha ampliato la platea degli aventi diritto, abbassato la durata massima del beneficio e ridotto l'ammontare dei contributi obbligatori, accrescendolo però in funzione dell'effettiva intensità di utilizzo della CIG da parte dell'impresa nel quinquennio precedente. Tali interventi hanno mirato a ricondurre lo strumento alla sua funzione originaria di attenuazione delle ricadute occupazionali dovute a shock temporanei, lasciando alla NASpI il compito di sostenere il reddito dei lavoratori nei periodi in cui sono senza lavoro. La maggiore compartecipazione al costo ha il pregio di limitare i comportamenti opportunistici, riducendo i trasferimenti sistematici di risorse tra imprese.

In materia di politiche attive la riforma ha istituito una rete nazionale che, con il coordinamento di una nuova Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL), riunisce le strutture centrali e locali operanti in questo ambito. Sebbene in attesa dell'eventuale entrata in vigore della riforma costituzionale le Regioni rimangano titolari della potestà legislativa su questo tema, i livelli essenziali delle prestazioni saranno individuati dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali. L'ANPAL fornirà supporto alle Regioni non in grado di rispettare tali livelli, fino ad assumere la gestione diretta dei servizi. È stato inoltre introdotto un assegno di ricollocazione a favore dei lavoratori disoccupati da più di quattro mesi, spendibile presso i centri per l'impiego o presso agenzie accreditate per attività di formazione e ricollocazione, e si è istituito un sistema informativo nazionale volto a facilitare lo scambio di dati tra Regioni, a favorire il rispetto della condizionalità da parte dei percettori e a monitorare i servizi offerti. Considerati la numerosità degli attori e i diversi livelli di governo coinvolti, l'efficacia del provvedimento dipenderà dagli esiti della complessa fase di attuazione.

---

[1] P. Sestito e E. Viviano, *Hiring incentives and/or firing cost reduction? Evaluating the impact of the 2015 policies on the Italian labour market*, Questioni di economia e finanza, 325, 2016.

Nonostante l'espansione del lavoro a tempo parziale, le ore lavorate per addetto sono aumentate, grazie anche alla riduzione del ricorso alla CIG. Il numero di lavoratori che hanno dovuto accettare un lavoro a orario ridotto pur ricercandone uno a tempo pieno ha continuato ad aumentare, ma meno che nel passato.

Nel settore dei servizi il numero di occupati, in crescita dal 2013, ha raggiunto il valore massimo dall'inizio della serie storica nel 1995 (17,8 milioni), sebbene il monte ore lavorate sia ancora inferiore del 2 per cento rispetto al picco del 2008. Nell'industria in senso stretto la contrazione degli occupati è proseguita a un ritmo inferiore rispetto al passato, mentre le ore lavorate sono leggermente aumentate. Grazie all'attenuarsi delle difficoltà complessive del settore (cfr. capitolo 6: *Le imprese*), la caduta dell'input di lavoro nelle costruzioni ha rallentato.

L'occupazione è cresciuta sia per gli uomini sia per le donne, ma con riferimento alla componente maschile la dinamica è stata più intensa per la prima volta dal 2005. Gli occupati stranieri sono aumentati in misura maggiore rispetto a quelli italiani per la più sostenuta dinamica della popolazione immigrata in età da lavoro (cfr. il riquadro: *Immigrazione e rifugiati: prime evidenze ed effetti potenziali*); l'aumento del tasso di occupazione è stato però più marcato per i cittadini italiani.

IMMIGRAZIONE E RIFUGIATI: PRIME EVIDENZE ED EFFETTI POTENZIALI

La crescita della presenza di immigrati in Italia, la cui quota sul totale della popolazione è salita dal 2,6 al 5,8 per cento nel periodo 2002-08, è proseguita a ritmi più deboli nel successivo periodo di recessione; alla fine del 2014 la quota si attestava all'8,2 per cento. Il rallentamento, cui hanno contribuito sia il dimezzamento dei flussi in ingresso sia il raddoppio di quelli in uscita, ha riflesso il peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro: tra il 2008 e il 2014 il tasso di occupazione degli stranieri è diminuito di oltre otto punti percentuali, circa sei punti in più rispetto a quello degli italiani. I dati più recenti della *Rilevazione sulle forze lavoro* dell'Istat indicano per il 2015 una crescita dell'immigrazione più moderata rispetto al passato.

Negli ultimi anni si è però registrato un deciso aumento degli arrivi clandestini via mare, saliti a circa 325.000 nel biennio 2014-15 da poco più di 55.000 in quello precedente; tali afflussi sono inferiori a quelli verso la Grecia (circa 900.000 arrivi), che è stato nel biennio il principale paese europeo di sbarco. I dati relativi ai primi quattro mesi del 2016 indicano una stabilità degli arrivi sulle coste italiane rispetto allo stesso periodo del 2015.

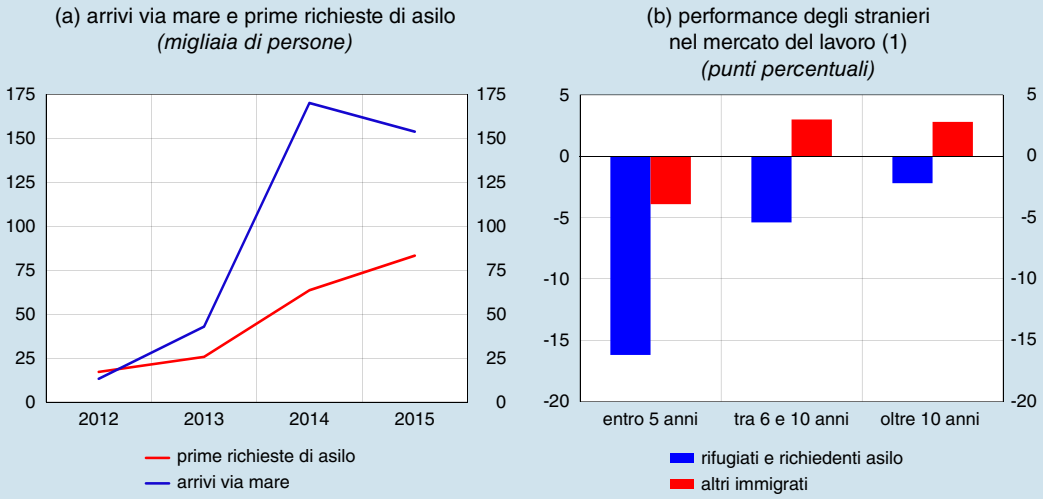
Solo poco meno di un quinto degli sbarchi in Italia negli anni 2014-15 ha riguardato persone residenti nell'area mediorientale interessata da tensioni belliche. Maggiori flussi diretti verso il nostro paese da quelle aree potrebbero peraltro nel prossimo futuro discendere dalla chiusura della rotta greco-turca a seguito del recente accordo tra la Commissione europea e la Turchia. Oltre il 60 per cento degli sbarchi avvenuti in Italia è connesso con la forte crescita della popolazione nelle classi di età più giovani e con i conflitti interni nei paesi dell'Africa subsahariana (Eritrea, Nigeria, Gambia, Somalia e Mali).

Il 45,3 per cento di coloro che sono sbarcati nello scorso biennio ha presentato richiesta di asilo nel nostro paese (figura, pannello a); gli altri si sono sottratti alle procedure di identificazione, spesso al fine di raggiungere clandestinamente altre

destinazioni del continente. In particolare è questo il caso dei cittadini eritrei, che, pur essendo la prima nazionalità per numero di arrivi via mare in Italia, hanno avanzato poche richieste di asilo, sfruttando il fatto che il loro status di rifugiato è riconosciuto più facilmente in tutti i paesi della UE in base alla Convenzione di Ginevra. Gran parte delle richieste ha riguardato invece persone provenienti da Nigeria e Pakistan, per le quali in Italia è più probabile l'approvazione della domanda per protezione sussidiaria o umanitaria rispetto al riconoscimento dello status di rifugiato.

Figura

Dinamiche migratorie recenti e inserimento nel mercato del lavoro



Fonte: per il pannello a, UNHCR ed Eurostat; per il pannello b, elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* (cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*).
(1) Divario percentuale tra la probabilità di trovare un impiego di rifugiati e richiedenti asilo e degli altri immigrati rispetto a quella relativa agli italiani. Stime effettuate per gli anni 2009-2015, condotte a parità di genere, età, livello di istruzione, regione di residenza ed effetti fissi temporali. I rifugiati e i richiedenti asilo sono identificati come gli stranieri appartenenti alle prime 10 nazionalità per numero di richieste di asilo nel periodo 1990-2014: paesi dell'ex Jugoslavia, Nigeria, Iraq, Albania, Turchia, Pakistan, Somalia, Eritrea, Mali e Afghanistan. Sono esclusi gli stranieri arrivati in Italia prima del 1990.

Secondo i dati del Ministero dell'Economia e delle finanze e del Ministero dell'Interno, nel complesso del biennio 2014-15 la gestione degli stranieri giunti via mare ha comportato spese dirette stimabili in 3,3 miliardi di euro, ascrivibili in misura uguale alla gestione degli arrivi e alle successive attività di accoglienza e ospitalità di coloro che decidono di rimanere nel nostro paese. Queste ultime risentono dei lunghi tempi di permanenza nelle strutture di accoglienza per l'adempimento delle procedure di riconoscimento dello status di rifugiato. Nello stesso periodo altre spese legate al funzionamento dell'apparato amministrativo, alle prestazioni sanitarie e all'inserimento scolastico dei minori sono state pari a circa 1,6 miliardi di euro.

A fronte dei costi sostenuti nel breve periodo, i benefici economici ottenibili nel medio-lungo dipendono dall'integrazione degli stranieri nel mercato del lavoro. Secondo nostre stime[1] i rifugiati e i richiedenti asilo hanno, a cinque anni dall'arrivo in Italia, una probabilità di impiego inferiore rispetto non solo ai nativi italiani ma anche agli altri immigrati (rispettivamente 16 e 12 punti percentuali, figura pannello b); il divario si riduce, ma non si annulla, trascorsi dieci anni dall'ingresso.

[1] R.M. Ballatore, A. Grompone, L. Lucci, P. Passiglia e A. Sechi, *I rifugiati e i richiedenti asilo in Italia e nel confronto europeo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

In ogni caso gli immigrati nel complesso, grazie all'elevata partecipazione al mercato del lavoro e alla giovane età media, possono determinare effetti positivi sul bilancio dello Stato, contribuendo alle entrate in misura maggiore rispetto alle spese (cfr. il capitolo 11: *L'immigrazione*, nella *Relazione annuale* sul 2008). Inoltre gli occupati stranieri, più concentrati in impieghi a minore contenuto professionale e nei servizi di cura della persona, potrebbero favorire la riallocazione degli italiani verso lavori più complessi e agevolare la partecipazione femminile al mercato del lavoro.

La crescita degli occupati è stata comune a tutte le aree del Paese, ma è stata maggiore nel Mezzogiorno, la cui economia è tornata a crescere dopo sette anni (cfr. il capitolo 5: *Il quadro di insieme*). Nel corso della crisi l'andamento degli occupati in quest'area è stato più strettamente correlato a quello dell'attività economica. Rispetto ai valori massimi raggiunti nel 2008, il Centro Nord ha recuperato quasi completamente i livelli occupazionali, nonostante il PIL resti inferiore del 6 per cento; nel Mezzogiorno, a fronte di un calo dell'attività pari all'11 per cento, l'occupazione è rimasta più bassa del 7 per cento.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Dopo il picco del 2014, il tasso di disoccupazione è sceso al 12,1 per cento nella classe di età tra i 15 e i 64 anni e al 40,3 per cento per i giovani fino a 24 anni (tav. 8.2); quest'ultimo dato, inferiore di 2,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente grazie alla ripresa delle attività di formazione, rimane però su un livello quasi doppio rispetto a quello del 2008.

Tavola 8.2

Tassi di attività, occupazione e disoccupazione nel 2015
(valori percentuali)

VOCI	Età 15-24		Età 25-34		Età 35-54		Età 55-64		Età 15-64	
	livello	differenze percentuali 2014-15	livello	differenze percentuali 2014-15	livello	differenze percentuali 2014-15	livello	differenze percentuali 2014-15	livello	differenze percentuali 2014-15
Tasso di attività	**26,2**	**-1,0**	**72,6**	**-0,4**	**78,3**	**-0,2**	**51,1**	**2,2**	**64,0**	**0,1**
maschi	30,4	-0,5	81,1	0,2	90,2	0,0	63,3	3,1	74,1	0,5
femmine	21,7	-1,4	63,9	-1,0	66,6	-0,3	39,6	1,3	54,1	-0,3
Tasso di occupazione	**15,6**	**0,1**	**59,7**	**0,3**	**71,3**	**0,3**	**48,2**	**2,0**	**56,3**	**0,6**
maschi	18,6	0,4	67,8	0,9	82,7	0,2	59,3	2,7	65,5	0,8
femmine	12,4	-0,3	51,4	-0,4	60,2	0,5	37,9	1,3	47,2	0,3
Tasso di disoccupazione	**40,3**	**-2,4**	**17,8**	**-0,8**	**8,9**	**-0,6**	**5,5**	**0,1**	**12,1**	**-0,8**
maschi	38,8	-2,5	16,4	-0,9	8,4	-0,3	6,4	0,2	11,6	-0,6
femmine	42,6	-2,0	19,6	-0,5	9,6	-1,1	4,3	-0,2	12,8	-1,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La discesa del tasso di disoccupazione per le persone in età da lavoro è avvenuta nonostante un lieve aumento degli attivi, che in rapporto alla popolazione hanno raggiunto il 64 per cento, il valore più elevato dall'inizio delle serie storiche nel 1977. L'andamento della partecipazione complessiva è il risultato di un calo tra le persone con 15-54 anni e di un robusto aumento tra quelle più anziane.

La maggiore offerta di lavoratori con almeno 55 anni, pari lo scorso anno a oltre 190.000 persone, si è accompagnata a un aumento della loro occupazione della stessa entità. Di conseguenza è rimasto invariato il tasso di disoccupazione per questa classe di età, a un livello di oltre sei punti inferiore alla media. Le dinamiche della partecipazione dei più anziani si inseriscono in una tendenza di più lungo periodo: sono il risultato dei numerosi interventi legislativi di innalzamento dell'età pensionabile attuati nell'ultimo decennio e culminati con la L. 214/2011. Tali interventi hanno reso più solido il sistema pensionistico pubblico a fronte del progressivo invecchiamento della popolazione, ma hanno comportato una decisa contrazione delle uscite per pensionamento non anticipata dalle imprese.

La contrattazione e le relazioni industriali

Nel 2015 le retribuzioni contrattuali per ora lavorata nel settore privato sono cresciute dell'1,6 per cento, in linea con il biennio precedente. Il progressivo rallentamento dei prezzi, non previsto al tempo dei rinnovi triennali dei contratti, ne ha tuttavia accelerato la dinamica in termini reali (1,5 per cento, tre volte la media dell'ultimo decennio).

Durante lo scorso anno sono stati rinnovati contratti relativi a poco più di un quinto del monte retributivo complessivo. I rinnovi più rilevanti in termini di lavoratori coinvolti hanno riguardato il commercio, dove gli incrementi salariali non si sono discostati in maniera significativa dall'andamento previsto dell'indice dei prezzi al consumo, e il settore del credito, dove invece gli aumenti sono stati sensibilmente inferiori, anche per la profonda ristrutturazione del comparto.

Il nuovo contratto del settore chimico, siglato in autunno, ha previsto incrementi retributivi a partire dal 2017 e la possibilità di adeguare più frequentemente gli aumenti agli eventuali scostamenti tra l'inflazione attesa al rinnovo e quella realizzata. La scadenza in dicembre di numerosi contratti, tra cui quello del settore metalmeccanico, ha elevato dal 20 al 50 per cento la quota dei dipendenti privati i cui contratti di lavoro sono scaduti. La debole dinamica dei prezzi, che riduce la necessità di rinnovare i contratti per preservare il potere d'acquisto dei salari, e la discussione in atto tra le parti sociali per una possibile modifica sostanziale dell'assetto contrattuale potrebbero dilatare i tempi delle trattative, comprimendo ulteriormente la dinamica delle retribuzioni nominali (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*).

Sul piano delle regole della contrattazione, non si è ancora conclusa la raccolta dei dati necessari alla misurazione del peso delle organizzazioni sindacali, funzionale all'approvazione a maggioranza dei contratti nazionali prevista dal Testo unico sulla rappresentanza del 2014. Il perimetro di applicazione dell'accordo, che rimane limitato alle parti firmatarie, è stato ampliato grazie alla sopraggiunta adesione di associazioni datoriali operanti nei servizi.

Nel Programma nazionale di riforma presentato in primavera il Governo si è impegnato a intervenire per chiarire il quadro normativo e ampliare l'autonomia della contrattazione decentrata nella definizione degli aspetti relativi all'organizzazione del lavoro. Sempre al fine di stimolare la contrattazione di secondo livello, la legge di stabilità per il 2016 (L. 208/2015) ha reintrodotto la detassazione del salario di produttività erogato in esecuzione di intese aziendali o territoriali, esentando nel contempo dalle imposte le prestazioni di welfare aziendale.

9. I PREZZI, I COSTI E LA COMPETITIVITÀ

Nel corso del 2015 l'inflazione in Italia è rimasta su valori storicamente bassi; è risultata quasi nulla nella media dell'anno. La dinamica dei prezzi, dopo una temporanea ripresa nei mesi centrali, è tornata a flettere dallo scorso autunno, risentendo non solo dell'andamento delle quotazioni del greggio, ma anche della debolezza delle componenti di fondo; è risultata negativa nei primi mesi del 2016. Vi è evidenza che alla dinamica contenuta dell'inflazione in Italia hanno contribuito in misura crescente il sottoutilizzo della capacità produttiva e l'elevata disoccupazione. Anche a causa dell'inatteso ristagno dei prezzi, nel settore privato le retribuzioni in termini reali sono cresciute.

Il calo dell'inflazione ha comportato un progressivo ridimensionamento delle aspettative, che potrebbe riflettersi, in prospettiva, in una minore dinamica dei salari nominali, alimentando così nuove pressioni al ribasso sui prezzi.

La competitività di prezzo delle imprese italiane è migliorata, grazie al deprezzamento nominale dell'euro, che si è tuttavia arrestato nei mesi più recenti.

I prezzi al consumo

Nella media del 2015 l'inflazione, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), ha raggiunto un nuovo minimo storico, scendendo allo 0,1 per cento (tav. 9.1); dopo un temporaneo recupero nei mesi centrali dell'anno, dallo scorso autunno è tornata a scendere, frenata in larga misura dalla brusca flessione dei prezzi dei prodotti energetici riconducibile al calo delle quotazioni internazionali del greggio.

Tavola 9.1

Prezzi al consumo

VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2014	2015	2015
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)	**0,2**	**0,1**	**100,0**
Alimentari freschi	-0,7	1,9	9,1
Alimentari trasformati	0,5	0,9	11,9
Energetici	-3,0	-6,8	10,0
Beni non alimentari e non energetici	0,5	0,7	25,5
Servizi	0,8	0,6	43,6
Beni e servizi a prezzo amministrato	0,5	-0,3	11,5
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	0,7	0,7	69,0

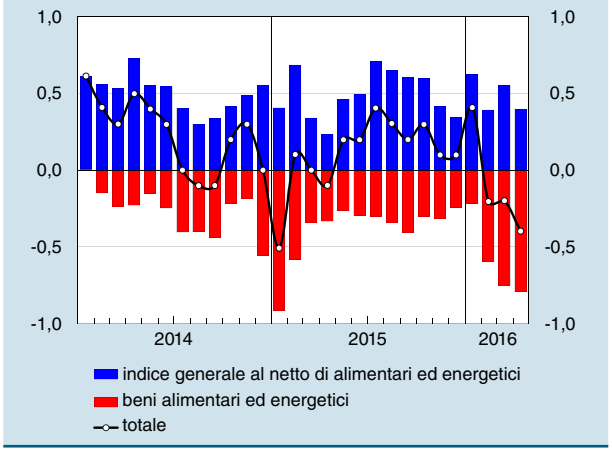
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Alla debolezza del quadro inflazionistico ha inoltre contribuito la dinamica dell'indice al netto delle componenti più volatili che, anche per effetto dei margini ancora ampi di capacità inutilizzata, è rimasta molto contenuta (0,7 per cento).

Nei primi mesi del 2016 l'IPCA è tornato a ridursi in termini tendenziali. In aprile l'inflazione al consumo si è collocata al -0,4 per cento (fig. 9.1), continuando a risentire sia delle basse quotazioni dei prodotti energetici sia della debolezza delle componenti di fondo.

Figura 9.1

Inflazione in Italia e contributi delle sue componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) IPCA.

La flessione della dinamica dei prezzi ha ulteriormente gravato sulle aspettative di inflazione. A partire dalla metà dello scorso anno le attese sul 2016 censite da Consensus Economics sono state progressivamente riviste al ribasso, dall'1,1 per cento allo 0,1 in maggio. Nelle valutazioni degli operatori professionali l'inflazione rimarrebbe contenuta anche nel 2017, all'1,1 per cento; risalirebbe oltre l'1,5 per cento solo a partire dal 2019. Secondo le imprese intervistate in marzo nell'ambito di un'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la variazione dei prezzi nell'orizzonte compreso fra tre e cinque anni si collocherebbe all'1,0 per cento (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016).

I prezzi alla produzione e dei beni importati

Nel 2015 si è intensificato il calo dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno, diminuiti nel complesso dell'anno del 3,4 per cento (da -1,8 nel 2014). Vi ha inciso soprattutto l'accentuarsi della flessione della componente energetica, al 9,6 per cento. In un quadro di debole ripresa ciclica i prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo hanno rallentato, allo 0,2 per cento (0,8 nel 2014). Sulle politiche di prezzo delle imprese nel corso del tempo influisce inoltre il mutare delle condizioni di accesso al finanziamento esterno (cfr. il riquadro: *Le politiche di prezzo delle imprese italiane nel corso della crisi*).

LE POLITICHE DI PREZZO DELLE IMPRESE ITALIANE NEL CORSO DELLA CRISI

Le politiche di prezzo praticate dalle imprese nelle diverse fasi del ciclo economico sono state oggetto di numerosi studi, teorici ed empirici, volti in particolare a individuare i motivi che possono indurre i prezzi a variare in senso anticiclico, rimanendo elevati in condizioni di bassa domanda e viceversa. Tra le spiegazioni più diffuse vi è la presenza di vincoli finanziari: in uno stato di bassa domanda e di difficoltà a ottenere finanziamenti

esterni, le imprese possono fissare prezzi (o margini) più elevati per aumentare i profitti di breve periodo e approvvigionarsi così di liquidità, rinunciando temporaneamente a incrementare la propria quota di mercato.

Il dibattito sul ruolo dei vincoli finanziari nella definizione dei prezzi praticati dalle imprese si è intensificato nel contesto della Grande recessione, nel corso della quale in molte economie avanzate il forte calo dell'attività economica è stato accompagnato, in un primo tempo, da una riduzione contenuta dell'inflazione. Un recente lavoro[1] mette in evidenza la rilevanza di questo canale per l'Italia, utilizzando i dati di un'indagine sulle politiche di prezzo e salariali delle imprese europee condotta nell'ambito del SEBC e riferita al periodo 2010-13.

Durante la crisi del debito sovrano, alla marcata contrazione della domanda e al forte aumento delle difficoltà di accesso al credito ha corrisposto una dinamica relativamente elevata dei prezzi, cresciuti nel complesso del 9,4 per cento nel periodo 2010-13 (8,8 nel quadriennio precedente)[2]. Circa il 60 per cento delle imprese interpellate ha segnalato una diminuzione della domanda e il 70 per cento la presenza di effetti negativi connessi alla sua elevata volatilità; poco più della metà ha riferito vincoli nell'accesso al finanziamento. Nell'analisi econometrica la probabilità di avere contenuto l'aggiustamento al ribasso dei prezzi aumentando i margini praticati sui costi è stata messa in relazione, oltre che con una serie di caratteristiche di impresa (quali il settore, la dimensione, l'appartenenza a un gruppo), con lo stato della domanda, con la sua volatilità, con il grado di concorrenza e con l'esistenza di vincoli finanziari.

Le stime, condotte su circa 1.000 imprese dei settori manifatturiero e terziario, confermano che, a parità di condizioni, quelle soggette a vincoli finanziari hanno reagito tra il 2010 e il 2013 alla riduzione della domanda accrescendo i margini di profitto con probabilità più elevata rispetto alle aziende non vincolate. In assenza di prospettive di ripresa in tempi brevi, le imprese sono state indotte ad approvvigionarsi di liquidità incrementando i margini.

Nel complesso i risultati suggeriscono che, in linea con quanto avvenuto negli Stati Uniti e in Spagna nel corso della Grande recessione, tra il 2010 e il 2013 le difficoltà di accesso al credito hanno contribuito a mantenere in Italia la dinamica dei prezzi su livelli sostenuti, nonostante la marcata contrazione del prodotto.

Gli effetti della caduta dell'attività economica sull'inflazione si sono manifestati tuttavia con ritardo, a partire dalla metà del 2013, in concomitanza con una maggiore reattività dei prezzi al grado di sottoutilizzo dei fattori produttivi, fortemente ampliatosi nel corso della crisi[3].

---

[1] I. Duca, J.M. Montero, M. Riggi e R. Zizza, *I will survive. Pricing strategies of financially distressed firms,* Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[2] F. D'Amuri, S. Fabiani, R. Sabbatini, R. Tartaglia Polcini, F. Venditti, E. Viviano e R. Zizza, *Wages and prices in Italy during the crisis: the firms' perspective*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 289, 2015.

[3] G. Bulligan e E. Viviano, *Has the wage Phillips curve changed in the euro area?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; M. Riggi e F. Venditti, *Surprise! Euro area inflation has fallen*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 237, 2014; cfr. anche il riquadro: *Dinamica delle retribuzioni, disoccupazione e aspettative di inflazione*, in *Bollettino economico,* 2, 2016.

Anche i beni intermedi non energetici hanno compresso i costi delle imprese, seppure in misura minore. I prezzi all'origine di tali prodotti sono diminuiti di circa mezzo punto percentuale nella media del 2015, come l'anno precedente; la dinamica risulta simile anche considerando gli input intermedi importati.

Il costo del lavoro

Le retribuzioni nominali per ora lavorata sono aumentate nel 2015 dello 0,5 per cento, un valore in linea con quello dell'anno precedente. Invariata nel tempo è anche la differenza tra la dinamica nel comparto pubblico, dove è proseguito il congelamento degli stipendi, e quella nel settore privato, in cui la crescita (1,2 per cento; 1,1 nel 2014) è stata da un lato frenata da un livello di disoccupazione ancora elevato (cfr. il riquadro: *Dinamiche e rigidità salariali: eterogeneità e impatto macroeconomico*) e dall'altro sostenuta dagli incrementi salariali definiti dai contratti collettivi siglati negli anni precedenti. In un quadro di sostanziale ristagno dei prezzi, nel settore privato le retribuzioni in termini reali sono cresciute.

DINAMICHE E RIGIDITÀ SALARIALI: ETEROGENEITÀ E IMPATTO MACROECONOMICO

Utilizzando dati di fonte INPS riferiti all'universo delle imprese italiane con almeno un lavoratore dipendente per il periodo 1990-2013, nostre stime[1] mostrano che dall'inizio del decennio passato il progressivo aumento del peso, nell'occupazione totale, delle imprese con più elevati salari medi ha sospinto la dinamica delle retribuzioni aggregate. Tale processo è stato più marcato nei settori che hanno registrato un maggiore aumento della produttività, indicando un miglioramento dell'efficienza allocativa.

Tra il 2008 e il 2013 la crescita aggregata è stata il risultato anche di diverse strategie con cui le imprese hanno contenuto la dinamica del costo del lavoro. Le imprese più grandi hanno limitato la crescita dei salari medi unitari, mentre quelle minori hanno ridotto l'occupazione con maggiore frequenza (figura). Le imprese medie e piccole pagano salari più bassi, prossimi ai minimi fissati dai contratti nazionali e spesso privi di componenti salariali aggiuntive, quali i bonus, comprimibili in caso di shock recessivi. Queste aziende hanno perciò agito sia diminuendo il numero degli occupati, sia ricomponendo la forza lavoro: in particolare hanno utilizzato i lavoratori a termine, il cui contratto di lavoro – incluso l'inquadramento salariale – deve necessariamente essere ridefinito di volta in volta[2].

Negli anni più recenti è diventato più intenso l'effetto derivante dalle condizioni del mercato del lavoro e dalle aspettative di inflazione sulla dinamica dei salari nominali. Nostre stime[3] segnalano che a partire dal 2008 è cresciuto il

---

[1] E. Adamopoulou, E. Bobbio, M. De Philippis e F. Giorgi, *Allocative efficiency and aggregate wage dynamics in Italy, 1990-2013,* Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

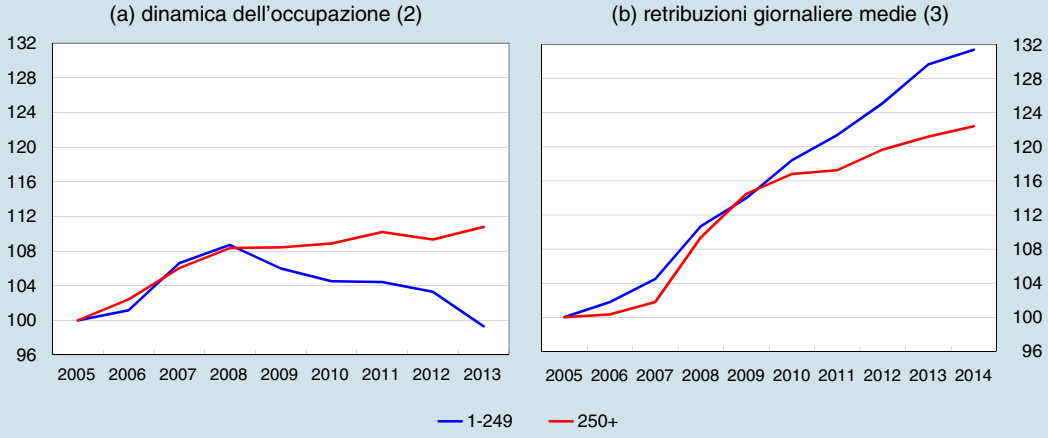
[2] E. Adamopoulou, E. Bobbio, M. De Philippis e F. Giorgi, *Wage rigidities and business cycle fluctuations: a linked employer-employee analysis*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[3] G. Bulligan e E. Viviano, *Has the wage Phillips curve changed in the euro area?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura

Aggiustamento del costo del lavoro nel settore privato non agricolo durante la crisi: campione di imprese esistenti nel 2007 per classe dimensionale (1)

(numeri indice: 2005=100)



Fonte: elaborazioni su dati INPS; Archivio Uniemens; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Imprese con almeno un dipendente del settore privato non agricolo, esclusi i servizi alle famiglie. Classe dimensionale osservata nel 2007. – (2) Dati 2005-2013. Occupazione alle dipendenze, media annua. – (3) Dati 2005-2014. Campione casuale di lavoratori nati il 1° e il 9° giorno di ogni mese, esclusi quelli in Cassa integrazione guadagni. Retribuzioni medie giornaliere, corrispondenti all'imponibile a fini contributivi.

grado di correlazione tra variazione dei salari e aspettative di inflazione; si è allo stesso tempo rafforzata la relazione negativa tra dinamica delle retribuzioni e tasso di disoccupazione, confermando analisi precedenti[4]. Tale ultimo risultato, valido non solo per l'Italia ma, secondo queste stime, anche per la Francia e la Spagna, è riconducibile alla progressiva diffusione di elementi variabili della retribuzione e al ricorso ai contratti a tempo determinato, che ha consentito alle imprese di negoziare con i lavoratori salari più in linea con le condizioni cicliche prevalenti al momento della stipula del contratto di lavoro.

[4] M. Riggi e F. Venditti, *Surprise! Euro area inflation has fallen*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 237, 2014.

La dinamica salariale si è ulteriormente affievolita alla fine dell'anno, risentendo dei mancati rinnovi di molti dei contratti scaduti nel corso del 2015 e nei primi mesi del 2016 (lo scorso marzo i contratti non rinnovati pesavano per circa il 50 per cento del monte salari; cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). In assenza di ulteriori rinnovi la crescita delle retribuzioni contrattuali si dimezzerebbe nel 2016 rispetto all'anno prima, raggiungendo un minimo storico (allo 0,8 per cento).

I pochi contratti rinnovati nella seconda metà del 2015 non prevedono tranche di aumento significative nel corso del 2016, riflettendo aspettative di inflazione deboli; nei comparti della chimica-farmaceutica e della gomma-plastica gli accordi hanno contemplato possibili futuri aggiustamenti della crescita salariale in caso di una inflazione realizzata significativamente discosta da quella presa a riferimento nel contratto, con il rischio di ulteriore intensificazione delle pressioni al ribasso sulla dinamica dei prezzi se l'evoluzione dell'inflazione dovesse continuare a essere peggiore di quella prevista nei contratti (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2016 e il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

La dinamica del costo orario del lavoro nel settore privato è rimasta sostanzialmente invariata intorno all'1 per cento nel 2015, anche per il contributo negativo, stimabile in circa 0,5 punti percentuali, derivante dagli sgravi contributivi per i nuovi assunti a tempo indeterminato introdotti dalla legge di stabilità per il 2015 (L. 190/2014). Le imprese hanno inoltre beneficiato dell'esclusione dal computo della base imponibile dell'IRAP del costo del lavoro relativo a contratti a tempo indeterminato (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Nell'industria la crescita della produttività, conseguente a un aumento delle ore lavorate significativamente meno intenso di quello del valore aggiunto, ha comportato un marcato rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), sceso allo 0,5 per cento dal 2,2 dell'anno precedente. Nel complesso del settore privato si è tuttavia registrata una lieve accelerazione (all'1,2 per cento), per effetto della sfavorevole evoluzione della produttività nei servizi, in cui la crescita dell'occupazione ha superato quella del valore aggiunto (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Ne ha risentito la quota dei profitti sul valore aggiunto, che nel settore privato ha continuato a ridursi, seppure lievemente (cfr. il riquadro: *La distribuzione del valore aggiunto tra lavoro, profitti e rendite immobiliari*).

LA DISTRIBUZIONE DEL VALORE AGGIUNTO TRA LAVORO, PROFITTI E RENDITE IMMOBILIARI

La quota dei redditi da lavoro sul valore aggiunto dipende da numerosi elementi, quali ad esempio i prezzi relativi dei fattori produttivi, il potere di mercato delle imprese, le tecnologie impiegate e la composizione settoriale dell'economia. Quanto maggiori sono i ritardi nell'aggiustamento degli input produttivi rispetto all'andamento della produzione, tanto più la quota tende a essere correlata negativamente con il ciclo economico.

In Italia la quota del lavoro ha raggiunto valori massimi a metà degli anni settanta, è scesa progressivamente su livelli minimi agli inizi degli anni duemila ed è tornata a salire nell'ultimo quindicennio[1] (figura, pannello a).

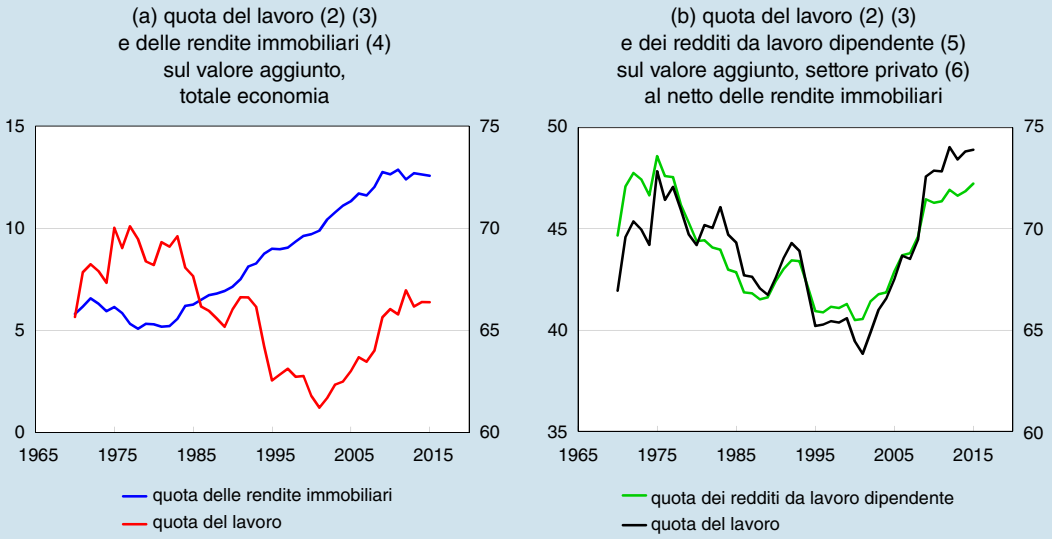
Il calo registrato tra il 1975 e il 2001 è solo in parte legato al corrispondente recupero della quota dei profitti. Vi ha contribuito la progressiva ascesa del peso delle rendite immobiliari sul valore aggiunto, costituite per circa due terzi dal valore imputato dei servizi delle abitazioni di proprietà delle famiglie che vi risiedono; tale ascesa è stata sospinta dall'aumento del costo degli affitti, a sua volta coerente con l'aumento del prezzo di vendita degli immobili. La quota delle rendite immobiliari è ulteriormente cresciuta nel corso degli anni duemila, stabilizzandosi al 12,6 per cento del valore aggiunto nell'ultimo triennio (il 5 per cento nel 1985, circa il 10 nel 2001).

Considerando il solo settore privato dell'economia (figura, pannello b), la quota del lavoro sul valore aggiunto al netto delle rendite immobiliari ha raggiunto livelli vicini ai massimi della metà degli anni settanta. Tale quota è risalita di quasi cinque

[1] R. Torrini, *Labour, profit and housing rent shares in Italian GDP: long-run trends and recent patterns*, "Politica economica", 3, 2015, pp. 275-314, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 318, 2016.

Figura

Quote del lavoro e delle rendite immobiliari sul valore aggiunto al costo dei fattori (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Per il periodo anteriore al 1995 sono state raccordate le quote calcolate sulle serie dei conti nazionali SEC 95 con quelle dei conti SEC 2010. – (2) Scala di destra. – (3) I redditi dei lavoratori autonomi sono stati ottenuti imputando loro il reddito medio da lavoro dipendente nel settore di appartenenza, settori A-T della classificazione Ateco 2007. – (4) Le rendite immobiliari sono definite come valore aggiunto al netto dei redditi da lavoro del settore L, Attività immobiliari. – (5) La quota dei redditi da lavoro dipendente è data dal rapporto tra redditi interni da lavoro dipendente e valore aggiunto. – (6) Il settore privato è definito come totale economia al netto dei settori O, P, Q della classificazione Ateco 2007.

punti percentuali tra il 2001 e il 2007 (dal 63,8 al 68,5 per cento), a seguito del calo dei margini di profitto delle imprese, che si è accompagnato al brusco rallentamento della produttività e ai simultanei incrementi del rapporto tra capitale e valore aggiunto, dell'occupazione e del costo unitario del lavoro in termini reali. È poi aumentata di ulteriori cinque punti (al 73,9 per cento nel 2015) durante la crisi, seguendo l'andamento ciclico e risentendo del ritardo con cui nell'ultimo triennio la dinamica delle retribuzioni ha riflesso il rallentamento dei prezzi. Andamenti analoghi sono stati registrati dalla quota dei soli redditi da lavoro dipendente (figura, pannello b); in modo speculare durante la crisi la quota dei profitti è scesa a livelli storicamente modesti.

La competitività di prezzo

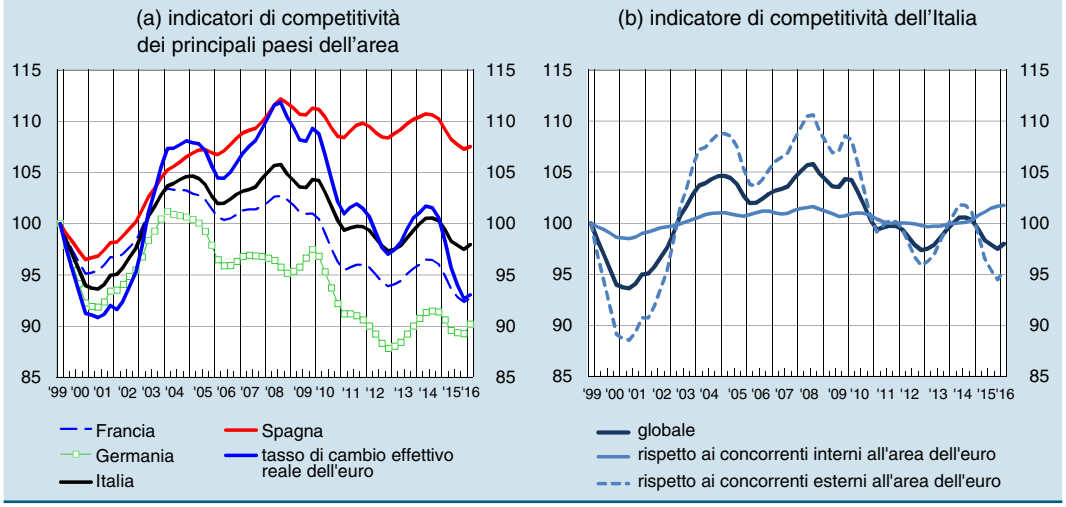
Nel 2015 la competitività di prezzo delle imprese italiane, valutata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, è migliorata in media di quasi 3 punti percentuali (fig. 9.2.a), interamente grazie al deprezzamento nominale dell'euro. Il deterioramento nei confronti dei concorrenti dell'area dell'euro, dovuto a una riduzione dei prezzi inferiore rispetto a quella osservata nella media dell'area, è stato più che compensato dal guadagno di competitività rispetto agli altri paesi (fig. 9.2.b).

Nell'anno anche le merci francesi e spagnole hanno registrato recuperi di competitività di entità non lontana da quella osservata in Italia (rispettivamente 3,9

Figura 9.2

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

(numeri indice: 4° trimestre 1999=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.

e 2,7 punti percentuali); per quelle tedesche invece il miglioramento è stato meno intenso (di poco superiore ai 2 punti).

L'apprezzamento della valuta comune nei primi tre mesi dell'anno si è riflesso in un peggioramento degli indicatori di competitività rispetto alla fine del 2015.

10. LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'avanzo corrente della bilancia dei pagamenti è ancora aumentato nel 2015. Il miglioramento è dovuto alla contrazione del deficit energetico, derivante dal calo delle quotazioni petrolifere. Le esportazioni di beni, pur se in rallentamento nella parte finale dell'anno, sono cresciute più della domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco, confermando la capacità delle imprese italiane di competere sui mercati globali. Le importazioni sono tornate a crescere a ritmo sostenuto. Secondo nostre stime il saldo di conto corrente sarebbe in lieve avanzo anche correggendo per gli effetti ciclici.

Sono proseguiti gli acquisti dall'estero di titoli di portafoglio italiani, concentrati in titoli pubblici e azioni. È continuato il processo di ricomposizione dei portafogli delle famiglie residenti verso titoli esteri, in particolare fondi comuni. Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 si è gradualmente ampliato, parallelamente all'aumento della liquidità immessa con il programma di acquisto titoli dell'Eurosistema (Asset Purchase Programme, APP).

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – Nel 2015 le esportazioni di beni e servizi sono cresciute del 4,3 per cento in volume, pur avendo risentito nella seconda parte dell'anno dell'indebolimento del commercio mondiale.

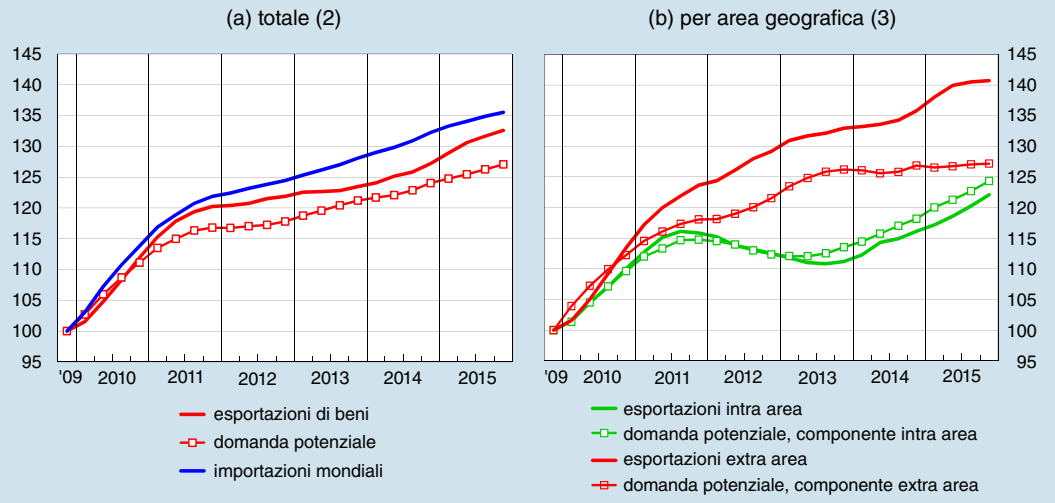
Le vendite di beni all'estero sono aumentate a un ritmo superiore a quello della domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco, sostenute soprattutto dalla intensa espansione nei paesi dell'area dell'euro (fig. 10.1). Nonostante il rallentamento della domanda delle economie emergenti e dei paesi produttori di materie prime, le esportazioni verso i mercati esterni alla UEM hanno mantenuto una crescita significativa, beneficiando del miglioramento della competitività di prezzo (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*).

La quota dell'Italia sul commercio mondiale, pressoché stabile dal 2010, è lievemente salita (al 3,1 per cento a cambi e prezzi costanti).

Secondo i dati dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind) condotta dalla Banca d'Italia, dalla ripresa degli scambi successiva alla crisi globale del 2008-09 le imprese manifatturiere italiane si sono orientate in modo crescente verso i mercati esteri, in una fase di protratta debolezza della domanda interna. La propensione a esportare si è rafforzata in particolare per le grandi imprese e per quelle di media dimensione, che nel 2015 hanno realizzato all'estero circa la metà del rispettivo fatturato; per le piccole imprese la quota di fatturato esportato, pur in aumento, si è invece collocata intorno al 35 per cento.

Figura 10.1

Esportazioni di beni in volume, domanda potenziale e importazioni mondiali di beni (1)
(medie mobili di 4 trimestri; indici 4° trimestre 2009=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, FMI e CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
(1) Dati corretti per la stagionalità. – (2) 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. – (3) 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.

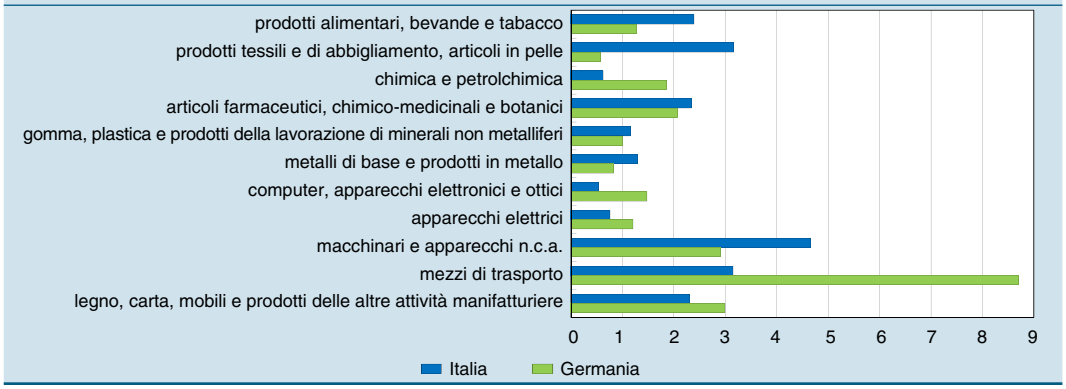
All'incremento delle esportazioni di beni nel 2015 (4,4 per cento in volume sulla base della contabilità nazionale) ha contribuito soprattutto il comparto dei mezzi di trasporto; le vendite di autoveicoli sono risultate particolarmente elevate (in aumento del 32 per cento rispetto al 2014). La dinamica ha continuato a essere sostenuta per i prodotti della chimica e farmaceutica, mentre si è indebolita per quelli della meccanica. Si è invertito il calo, che era in atto da almeno un biennio, dei volumi esportati dal settore dell'elettronica e da quello dei prodotti petroliferi raffinati.

Dal 2010, con la ripresa del commercio mondiale dopo l'arresto seguito al dissesto di Lehman Brothers nel 2008, le esportazioni italiane di beni sono salite complessivamente del 23 per cento in valore, come la media dell'area dell'euro. L'incremento è stato inferiore di circa tre punti percentuali rispetto alla Germania, il maggiore paese esportatore dell'area; questa differenza è interamente dovuta al settore dei mezzi di trasporto, che spiega un terzo dell'aumento delle vendite tedesche (fig. 10.2). In Italia invece la crescita è stata assai più significativa in diversi settori di specializzazione: meccanica, abbigliamento e calzature, alimentari. Secondo dati di fonte Eurostat, il comparto dei mezzi di trasporto ha fornito il principale contributo anche alla forte espansione delle esportazioni della Spagna nello stesso periodo (33 per cento).

Nel 2015 le esportazioni di beni verso i paesi dell'Unione europea hanno continuato a espandersi (del 5,3 per cento rispetto all'anno precedente). Con riferimento ai mercati extra UE, l'andamento delle vendite è stato particolarmente favorevole negli Stati Uniti; le esportazioni si sono invece contratte in Russia, dove hanno registrato un calo molto marcato per il secondo anno consecutivo (-34 per cento rispetto al 2013), e in alcune economie asiatiche, in particolare in Cina.

Figura 10.2

Contributi settoriali alla crescita delle esportazioni di beni in valore tra il 2010 e il 2015 (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati di commercio estero Istat e Destatis.
(1) La variazione complessiva delle esportazioni di beni nel periodo è stata pari al 22,7 e al 25,6 per cento rispettivamente per l'Italia e per la Germania.

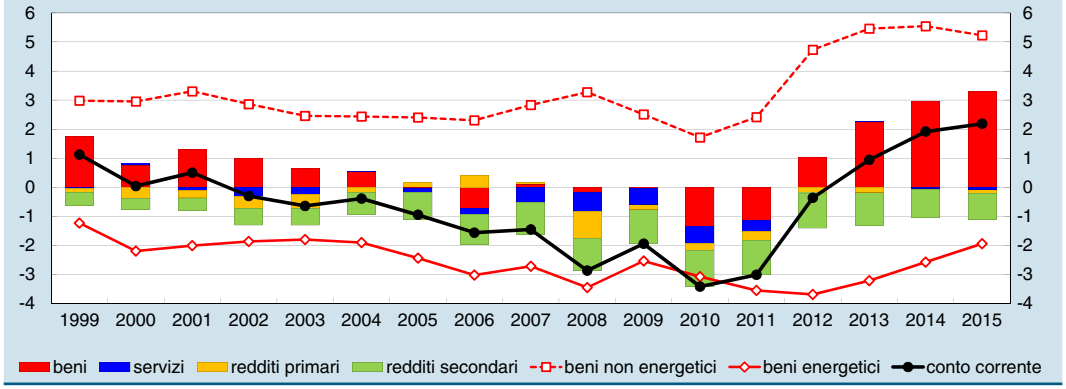
Le importazioni. – La crescita delle importazioni di beni e servizi nel 2015 si è intensificata (6 per cento in volume). Nel comparto dei beni è stata ancora più elevata (8,1 per cento) per effetto sia dell'espansione delle esportazioni e dell'accumulo di scorte (le componenti della domanda che maggiormente attivano gli acquisti di input dall'estero), sia del recupero, dopo la prolungata fase recessiva, della spesa per consumi durevoli delle famiglie e degli investimenti in mezzi di trasporto delle imprese. Oltre agli acquisti dall'estero dei mezzi di trasporto, sono aumentati quelli dei prodotti farmaceutici ed elettronici, delle macchine elettriche e delle materie prime, comprese quelle energetiche.

Il conto corrente e il conto capitale

Nel 2015 l'avanzo del conto corrente è ancora migliorato, raggiungendo il 2,2 per cento del PIL (tav. 10.1). L'aumento rispetto all'anno precedente è dovuto esclusivamente alla contrazione del deficit energetico, che ha beneficiato della riduzione dei corsi petroliferi; le componenti dei servizi e dei redditi primari sono invece peggiorate in misura marginale (fig. 10.3). Nonostante il forte calo della spesa per materie prime energetiche, il valore complessivo delle importazioni è cresciuto.

Figura 10.3

Il saldo del conto corrente e le sue componenti
(in percentuale del PIL)



Fonte: Istat per il PIL; elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la spaccatura tra beni energetici e non energetici.

Tavola 10.1

Bilancia dei pagamenti (1)
(saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

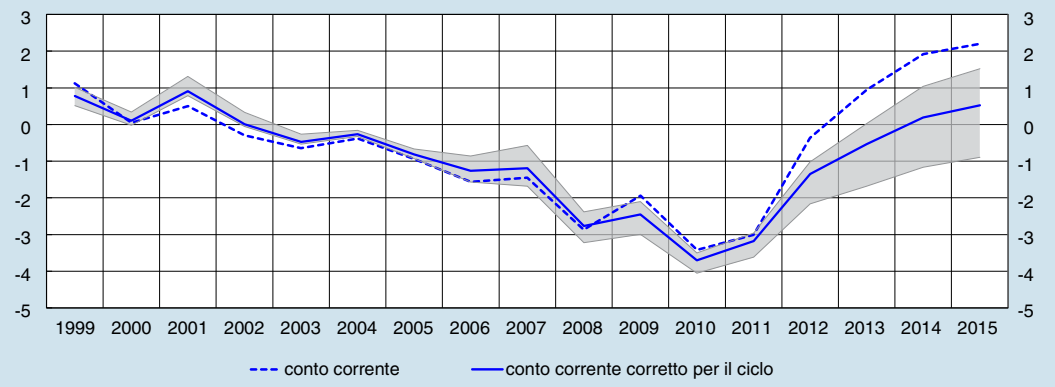
VOCI	2011	2012	2013	2014	2015
Conto corrente	**-49,3**	**-5,8**	**15,2**	**30,9**	**36,0**
in percentuale del PIL	-3,0	-0,4	0,9	1,9	2,2
Merci	-18,6	16,8	36,1	47,9	52,7
prodotti non energetici (2)	39,5	76,3	87,6	89,3	84,5
prodotti energetici (2)	-58,1	-59,5	-51,5	-41,5	-31,9
Servizi	-6,2	-0,1	0,3	-0,8	-1,2
di cui: trasporti	-8,7	-8,2	-7,9	-8,2	-8,4
viaggi	10,3	11,5	12,8	12,5	13,5
Redditi primari	-5,3	-3,0	-3,1	-0,3	-0,9
Redditi secondari	-19,3	-19,5	-18,1	-15,8	-14,6
Conto capitale	**1,0**	**4,0**	**0,2**	**3,4**	**2,6**
Conto finanziario (3)	**-64,4**	**-10,2**	**12,8**	**50,3**	**33,1**
Investimenti diretti	12,4	5,3	0,6	2,5	6,6
Investimenti di portafoglio	11,4	-24,4	-13,2	1,0	89,6
Derivati	-7,3	5,8	3,0	-3,6	3,4
Altri investimenti	-81,9	1,6	20,7	51,3	-67,0
Variazione delle riserve ufficiali	0,9	1,5	1,5	-1,0	0,5
Errori e omissioni	**-16,1**	**-8,3**	**-2,6**	**16,0**	**-5,5**

Fonte: Istat per il PIL.
(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Secondo la convenzione di segno prevista dal BPM6 per il conto finanziario, valori positivi (negativi) delle attività ne indicano un incremento (riduzione). Saldi positivi (negativi) indicano pertanto acquisizioni nette di attività (passività).

Il miglioramento del saldo di conto corrente (di 5,6 punti di PIL) rispetto al minimo raggiunto nel 2010 è stato determinato prevalentemente dai beni. Nostre stime – basate su un modello che tiene conto dell'ampiezza dell'output gap dell'Italia e dei paesi partner nonché delle elasticità di esportazioni e importazioni alle varie componenti della domanda – indicano che tale miglioramento è stato consistente anche correggendo per gli effetti ciclici, principalmente in virtù dell'incremento delle esportazioni. Tenendo conto dei margini di incertezza delle stime, nel 2015 il saldo strutturale sarebbe in lieve avanzo, collocandosi intorno allo 0,5 per cento del PIL (fig. 10.4)[1].

Figura 10.4

Il saldo del conto corrente corretto per il ciclo (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Commissione europea, FMI, Istat e OCSE.
(1) L'area grigia indica l'intervallo dei valori ottenuti sulla base di modelli di stima alternativi.

[1] S. Fabiani, S. Federico e A. Felettigh, *Adjusting the external adjustment: cyclical factors and the Italian current account*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Nel 2015 un contributo rilevante all'aumento del surplus delle merci è derivato dalla componente extra UE, su cui hanno inciso l'incremento delle esportazioni verso gli Stati Uniti e la riduzione delle importazioni dalla Russia e dai paesi OPEC dovuta al calo dei prezzi dei prodotti energetici. L'avanzo nei confronti della UE si è invece leggermente contratto.

Nel conto dei servizi, la crescita delle spese dei turisti stranieri in Italia è rimasta elevata; vi ha contribuito in misura significativa la manifestazione Expo Milano 2015, che ha avuto ricadute positive anche sul turismo in località limitrofe e nelle principali città d'arte (Firenze, Roma, Venezia). La spesa per viaggi all'estero degli italiani ha invece rallentato: ne è derivato un aumento del surplus dei viaggi.

Il deficit dei redditi primari, quasi un miliardo, è aumentato marginalmente. Quello dei redditi secondari si è invece ridotto riflettendo il calo del saldo negativo relativo ai trasferimenti pubblici con le istituzioni della UE; il livello delle rimesse all'estero degli immigrati è rimasto pressoché invariato rispetto al 2014 (5,3 miliardi).

Il conto finanziario

I non residenti hanno investito circa 23 miliardi in titoli di portafoglio italiani, di cui 21 in titoli pubblici; la domanda, che si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, è provenuta in larga parte dai paesi esterni all'area dell'euro (cfr. il riquadro: *I detentori di titoli pubblici italiani per settore e paese*). Gli investitori esteri hanno anche acquistato titoli azionari.

I DETENTORI DI TITOLI PUBBLICI ITALIANI PER SETTORE E PAESE

L'estensione ai titoli pubblici del programma di acquisto di attività finanziarie dell'Eurosistema (Asset Purchase Programme, APP) nel marzo 2015 ha in parte modificato la ripartizione dei titoli pubblici italiani tra le diverse categorie di detentori, italiani ed esteri (figura A). Tra marzo e dicembre dello scorso anno la Banca d'Italia ha acquistato nell'ambito dell'APP circa 73 miliardi di titoli pubblici italiani, portando la quota di tali attività in suo possesso a fine anno al 9,1 per cento del totale (in aumento di 3,4 punti percentuali rispetto a dicembre del 2014). È rimasta stabile la quota detenuta dai non residenti, che hanno continuato a manifestare interesse per i titoli italiani. Tra gli altri investitori residenti, nel 2015 la percentuale di titoli pubblici detenuti è aumentata solo per le assicurazioni (di 0,7 punti, al 16,0 per cento); sono invece diminuite sia la quota delle famiglie (di 2,4 punti, al 6,3 per cento), per effetto di una graduale ricomposizione dei loro portafogli verso gli strumenti del risparmio gestito, sia quella delle banche residenti (di 1,2 punti, al 18,7 per cento).

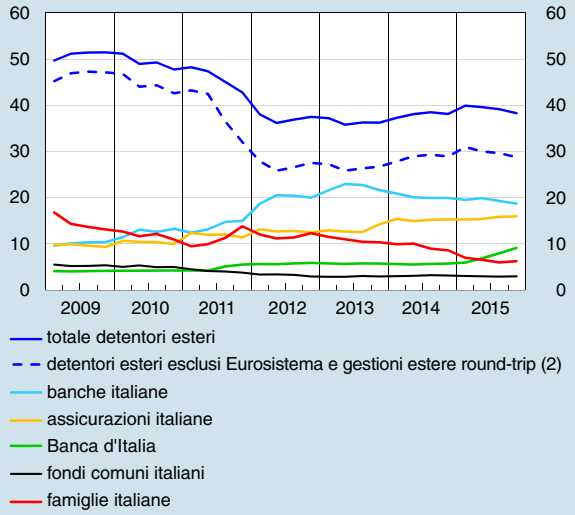
In una prospettiva di più lungo periodo, la quota di titoli pubblici nazionali detenuti dalle banche italiane era aumentata significativamente, come in altri paesi, tra l'estate del 2008 e quella del 2013, a causa della prolungata fase di instabilità dei mercati finanziari; successivamente tale quota è tornata a scendere. Dalla crisi finanziaria globale è salita sensibilmente la percentuale di titoli pubblici nei portafogli delle compagnie di assicurazione italiane. Nello stesso periodo si sono invece

pressoché dimezzate le quote possedute dalle famiglie e dai fondi comuni (al 6,3 e 3,0 per cento, rispettivamente).

Alla fine del 2015 gli investitori esteri detenevano il 38,3 per cento dei titoli pubblici italiani. Al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni patrimoniali e fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani, la quota dei non residenti si attestava – secondo nostre stime basate su dati Assogestioni e BCE – al 28,8 per cento, pressoché invariata rispetto al 2014 e molto minore rispetto al valore precedente la crisi dei debiti sovrani.

Figura A

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.

Un quadro più dettagliato della composizione per settore e area geografica dei detentori esteri di titoli pubblici italiani può essere ricavato dalle nuove statistiche sulle disponibilità in titoli raccolte dall'Eurosistema (Securities Holdings Statistics, SHS) e dai dati della Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) dell'FMI. Secondo nostre stime, alla fine del 2015 oltre il 60 per cento dei titoli pubblici italiani detenuti da non residenti era riconducibile a investitori dell'area dell'euro (tavola)[1]. Il principale settore detentore dell'area

Tavola

Detentori esteri di titoli pubblici italiani per area e settore
(valori percentuali)

DETENTORI	2013	2014	2015
Area dell'euro	**62,8**	**63,5**	**61,6**
Banche (1)	15,1	15,0	13,9
Assicurazioni e fondi pensione	10,5	11,7	11,5
Altri intermediari finanziari	21,5	22,8	23,0
Altri settori (2)	15,7	14,0	13,2
Extra area dell'euro	**37,2**	**36,5**	**38,4**
Totale detentori esteri	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Fonte: stime su dati BCE e FMI.
(1) Inclusi i fondi comuni di investimento monetari. – (2) Comprende i seguenti settori: imprese non finanziarie, famiglie, Pubblica amministrazione, Eurosistema (esclusa Banca d'Italia).

[1] V. Della Corte e S. Federico, *Foreign holders of Italian government debt securities: new evidence*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

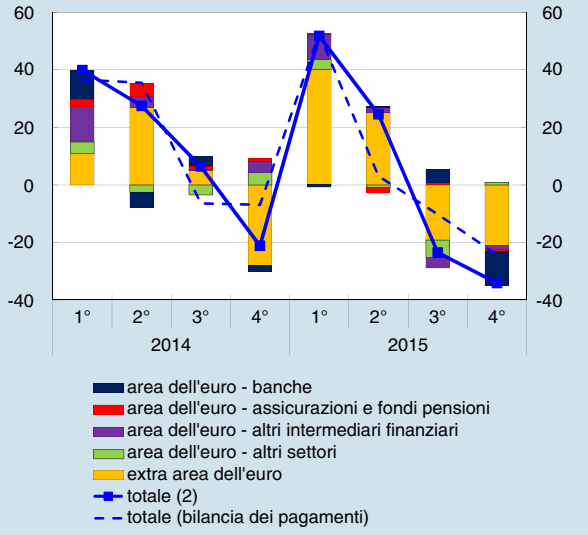
era quello degli "altri intermediari finanziari" (a cui fa capo il 23,0 per cento del complesso dei titoli attribuibili ai non residenti), in gran parte costituito da fondi comuni di investimento non monetari; seguivano le banche (13,9 per cento) e il comparto assicurazioni e fondi pensione (11,5 per cento). Tra gli investitori extra area, quote rilevanti erano possedute sia dal settore privato sia da istituzioni del settore pubblico (banche centrali e Pubblica amministrazione). A livello geografico i principali paesi detentori nell'area dell'euro sono Francia e Lussemburgo, seguiti da Germania e Spagna; all'esterno sono Stati Uniti, Regno Unito, Cina e Giappone.

Nel 2015 la domanda estera di titoli pubblici italiani, che nel 2014 era stata sostenuta soprattutto da quella proveniente dagli altri paesi dell'area dell'euro, ha riflesso in larga parte gli acquisti effettuati dagli investitori esterni all'area; tali acquisti si sono concentrati nella prima parte dell'anno, in coincidenza con l'annuncio e i primi mesi di attuazione dell'APP (figura B). Tra gli investitori dell'area è lievemente aumentata l'esposizione in titoli pubblici italiani degli altri intermediari finanziari, mentre si è ridotta quella delle banche; è rimasta pressoché invariata quella di assicurazioni e fondi pensione.

Figura B

Investimenti esteri in titoli pubblici italiani per area e settore del detentore (1)

(miliardi di euro)



Fonte: stime su dati Banca d'Italia, BCE e FMI.
(1) Cfr. note alla tavola. – (2) Le nostre stime, basate sui dati SHS della BCE e CPIS dell'FMI, non coprono l'universo dei detentori esteri di titoli pubblici italiani; ciò spiega la differenza rispetto ai dati di bilancia dei pagamenti.

Secondo dati provvisori, nel 2015 gli investimenti diretti in Italia sono stati pari a 7,2 miliardi (12,9 nel 2014); i flussi relativi alle attività di acquisizione e fusione (16,5 miliardi, poco al di sotto dell'anno precedente) sono stati in gran parte compensati da rimborsi di prestiti intrasocietari (9,4 miliardi). Gli afflussi di capitali per investimenti diretti restano nel complesso modesti nel confronto europeo.

Gli investitori italiani hanno acquisito attività estere in titoli di portafoglio per 112,1 miliardi, aumentando l'esposizione sia in strumenti di debito sia in titoli azionari. Gli acquisti di quote di fondi comuni esteri, già ingenti nel 2014, sono rimasti elevati (circa 70 miliardi). Ciò riflette in parte una ricomposizione del portafoglio delle famiglie che, plausibilmente anche a seguito dell'APP (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), hanno ridotto la quota allocata in titoli pubblici e obbligazioni bancarie e hanno continuato ad accrescere quella, tradizionalmente bassa nel confronto internazionale, investita in strumenti del risparmio gestito (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*).

Gli investimenti diretti all'estero sono stati pari a 13,8 miliardi di euro, in lieve contrazione rispetto all'anno precedente.

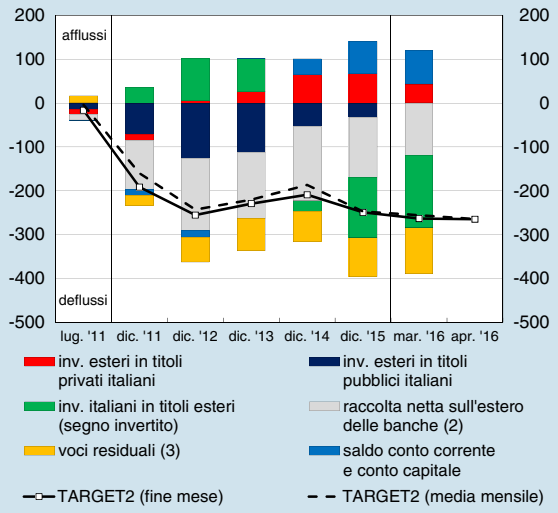
Nel complesso del 2015 le passività nette sull'estero per prestiti, depositi e altri investimenti delle banche italiane, inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti, sono aumentate di 31 miliardi, dopo la riduzione dell'anno precedente.

Al saldo negativo della voce "altri investimenti" ha contribuito in modo rilevante l'aumento, di circa 40 miliardi, della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2. Un andamento analogo è stato osservato per il saldo passivo del Banco de España. In Italia esso ha riflesso contabilmente, dal lato della bilancia dei pagamenti, gli acquisti netti di attività estere da parte dei residenti, solo parzialmente compensati dagli investimenti esteri in titoli pubblici italiani, dall'aumento della raccolta netta sui mercati internazionali delle banche residenti e dal surplus di conto corrente (fig. 10.5). Dal lato della creazione di base monetaria, il peggioramento del saldo rispecchia la distribuzione eterogenea all'interno dei sistemi bancari dei paesi dell'area delle riserve in eccesso create dall'APP. La liquidità in eccesso ha infatti finora mostrato una tendenza a defluire da Italia e Spagna verso i sistemi bancari di alcune economie dell'Europa centro-settentrionale (come Germania, Francia e Paesi Bassi), verosimilmente a seguito di differenze nel relativo costo opportunità.

Figura 10.5

Saldo TARGET2 e flussi cumulati della bilancia dei pagamenti (1)

(miliardi di euro; flussi cumulati a partire da luglio 2011)



(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti. – (2) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti. – (3) Investimenti diretti, derivati, altri investimenti, errori e omissioni.

Il saldo passivo TARGET2 ha continuato ad ampliarsi nei primi mesi dell'anno in corso, portandosi a 264 miliardi nella media di aprile (da 247 in dicembre).

La posizione patrimoniale sull'estero

I dati relativi alla posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia sono stati di recente rivisti per incorporare le attività dichiarate a seguito della procedura di emersione volontaria dei capitali illecitamente detenuti all'estero (voluntary disclosure; cfr. il riquadro: *Le attività all'estero non dichiarate e l'evasione fiscale internazionale*). Per effetto di questa revisione la posizione netta dell'Italia a fine 2015 è migliorata di poco meno di tre punti di PIL.

LE ATTIVITÀ ALL'ESTERO NON DICHIARATE E L'EVASIONE FISCALE INTERNAZIONALE

In mancanza di evidenze dirette, indicazioni sull'entità della ricchezza detenuta all'estero dai residenti e non dichiarata possono essere derivate dalle statistiche sull'estero.

Questi dati mostrano la rilevanza dei trasferimenti e della detenzione di capitali non dichiarati all'estero, in particolare nei paradisi fiscali: è elevata l'incidenza dei centri offshore nella distribuzione per paese di controparte degli investimenti diretti esteri e dello scambio internazionale di servizi; i dati della BRI sui depositi bancari cross-border della clientela non bancaria riportano ingenti consistenze di capitali intestati a soggetti residenti in paesi offshore oppure detenuti in tali centri; a livello globale le statistiche relative alla detenzione di titoli di portafoglio da parte di non residenti mostrano una sistematica preponderanza delle passività sulle attività, mentre i due aggregati dovrebbero teoricamente bilanciarsi. Questa discrepanza rappresenta una base utile per stimare la sottodichiarazione delle attività.

La tavola A presenta le stime più recenti[1] delle attività finanziarie detenute all'estero e non dichiarate, basate sul confronto tra le statistiche bilaterali pubblicate dall'FMI, integrate con altre fonti (BRI per i depositi). A livello globale la sottodichiarazione delle attività di portafoglio raggiungerebbe un importo di quasi 5.000 miliardi di dollari alla fine del 2013, circa il 7 per cento del PIL mondiale; sarebbe relativa soprattutto a quote di fondi comuni investiti in centri finanziari (in particolare il Lussemburgo) e paesi offshore (soprattutto le isole Cayman). Sommando a tale importo la stima dei depositi bancari esteri non dichiarati dagli investitori si ottiene uno stock complessivo compreso tra i 6.000 e 7.000 miliardi di dollari.

Tavola A

Attività sull'estero non dichiarate (titoli di portafoglio e depositi bancari)
(migliaia di miliardi di dollari)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Azioni e fondi	1,1	1,2	1,5	1,8	2,1	2,5	3,4	2,4	2,6	2,7	2,6	2,9	3,0
Titoli di debito	0,9	1,1	0,9	1,1	1,0	0,9	1,1	1,3	1,1	0,5	1,6	2,0	1,9
Depositi (min)	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	1,0	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2
Depositi (max)	1,0	1,2	1,4	1,6	1,6	2,0	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,3	2,3
Totale (min)	**2,6**	**2,8**	**3,1**	**3,7**	**3,9**	**4,4**	**5,8**	**5,0**	**4,8**	**4,3**	**5,2**	**6,0**	**6,1**
Totale (max)	**3,1**	**3,4**	**3,8**	**4,5**	**4,7**	**5,4**	**7,1**	**6,2**	**6,0**	**5,5**	**6,3**	**7,1**	**7,2**

Fonte: elaborazioni su dati FMI, BRI e statistiche nazionali.

[1] V. Pellegrini, A. Sanelli e E. Tosti, *What do external statistics tell us about undeclared assets held abroad and tax evasion?*, contributo presentato alla conferenza *The Bank of Italy's analysis of household finances. Fifty years of the Survey on household income and wealth and the Financial accounts*, Roma, Banca d'Italia, 3-4 dicembre 2015.

Alle attività non dichiarate detenute all'estero si associa un'evasione fiscale sui redditi da capitale e, soprattutto, sulle imposte personali sul reddito, considerato che la sottodichiarazione statistica riguarda principalmente il settore delle famiglie. Si può stimare che a livello globale l'evasione annua sui redditi da capitale si collochi tra i 16 e i 33 miliardi di euro. Per quanto riguarda le imposte personali sul reddito – ipotizzando che l'intero ammontare dello stock di attività non dichiarate di fine 2013 sia il frutto di redditi precedentemente sfuggiti all'imposizione a livello nazionale – l'evasione globale potrebbe invece essere compresa fra i 1.500 e i 2.100 miliardi di euro (tavola B). Quest'ultima stima definisce il livello della potenziale perdita fiscale, accumulatasi nel tempo, legata ai capitali non dichiarati detenuti all'estero.

Tavola B

Stima dell'evasione fiscale internazionale (titoli di portafoglio e depositi bancari)
(miliardi di euro)

	Evasione sui redditi da capitale (media annua)			Evasione sui redditi delle persone fisiche (su stock 2013)		
	Minimo	Massimo	Media	Minimo	Massimo	Media
Totale globale	**16**	**33**	**24**	**1.551**	**2.063**	**1.788**
Totale per l'Italia	**0,4**	**1,4**	**0,8**	**49**	**99**	**72**

Fonte: elaborazioni su dati FMI, BRI e statistiche nazionali.

Pur nella difficoltà di ripartirne geograficamente il valore globale, le attività non dichiarate possono essere attribuite ai singoli paesi detentori sulla base di variabili economiche (il prodotto interno lordo e misure di ricchezza finanziaria). Si valuta che la quota dell'Italia potesse essere compresa tra i 150 e i 200 miliardi di euro a fine 2013, con un'evasione fiscale di quasi un miliardo l'anno per i redditi da capitale e di circa 70 per l'imposta personale sul reddito[2].

Con la procedura di collaborazione volontaria (voluntary disclosure) istituita con la L. 186/2014, sono emerse attività precedentemente non dichiarate per quasi 62 miliardi (con circa 4 miliardi di gettito fiscale, secondo dati ancora provvisori dell'Agenzia delle entrate). Poiché si valuta che poco più di 51 miliardi riguarderebbero titoli di portafoglio e depositi bancari, tali attività ammonterebbero a circa il 30 per cento della stima media degli stock sfuggiti alla rilevazione. Questo valore appare plausibile, tenuto conto che il costo effettivo di adesione alla procedura era variabile e poteva in molti casi essere superiore ai vantaggi derivanti dalla regolarizzazione dei capitali non dichiarati detenuti all'estero.

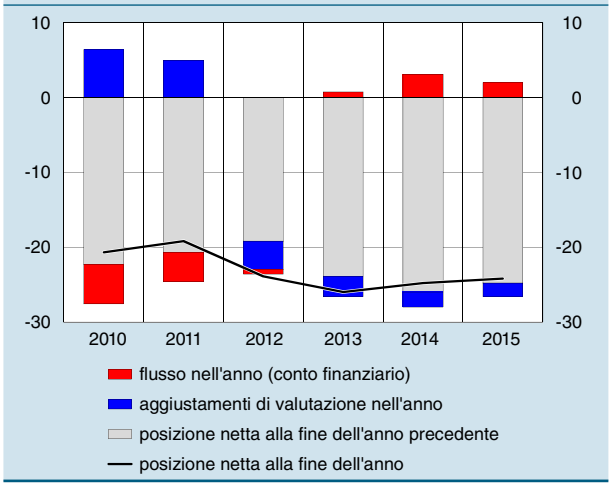
La posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia non contiene di prassi una stima delle attività detenute all'estero dai residenti e non segnalate; nei casi in cui queste attività siano tuttavia soggette a regolarizzazione, come avvenuto per la recente voluntary disclosure o per gli scudi fiscali applicati in passato, le statistiche ufficiali sono state riviste per tenerne conto (cfr. il paragrafo: *La posizione patrimoniale sull'estero*).

[2] Gran parte degli importi evasi è comunque difficilmente recuperabile soprattutto a causa della decadenza dei termini di accertamento tributario.

Alla fine del 2015 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era negativa per 395,6 miliardi, il 24,2 per cento del PIL. La lieve riduzione rispetto alla fine del 2014 (pari a circa sei decimi del prodotto) è dovuta al significativo avanzo delle partite correnti (36 miliardi), compensato dagli aggiustamenti di valutazione (fig. 10.6); questi ultimi hanno avuto un impatto complessivamente negativo (circa 30 miliardi), per effetto dell'incremento del valore delle passività e, in misura minore, della riduzione di quello delle attività. La rivalutazione delle passività è stata determinata dal maggiore valore di mercato delle azioni emesse in Italia dal settore privato e detenute da non residenti. Il valore delle attività si è invece ridotto a causa di aggiustamenti negativi di prezzo, che hanno più che compensato gli effetti di segno opposto connessi con il deprezzamento dell'euro.

Figura 10.6

Posizione patrimoniale netta sull'estero
(in percentuale del PIL)



Fonte: Istat per il PIL.

11. LA FINANZA PUBBLICA

In un contesto in cui il livello dell'attività economica è risultato ancora significativamente inferiore a quello potenziale, nel 2015 la politica di bilancio è stata moderatamente espansiva. Tenendo conto dei limiti posti dalle regole europee, il Governo ha operato una significativa diminuzione del cuneo fiscale sul lavoro, parzialmente finanziata da misure di contrasto all'evasione e da riduzioni di spesa. Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è sceso dal 3,0 al 2,6 per cento del prodotto, riflettendo il calo della spesa per interessi. Il rapporto tra il debito e il PIL, pur frenato dalla riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro, è aumentato marginalmente.

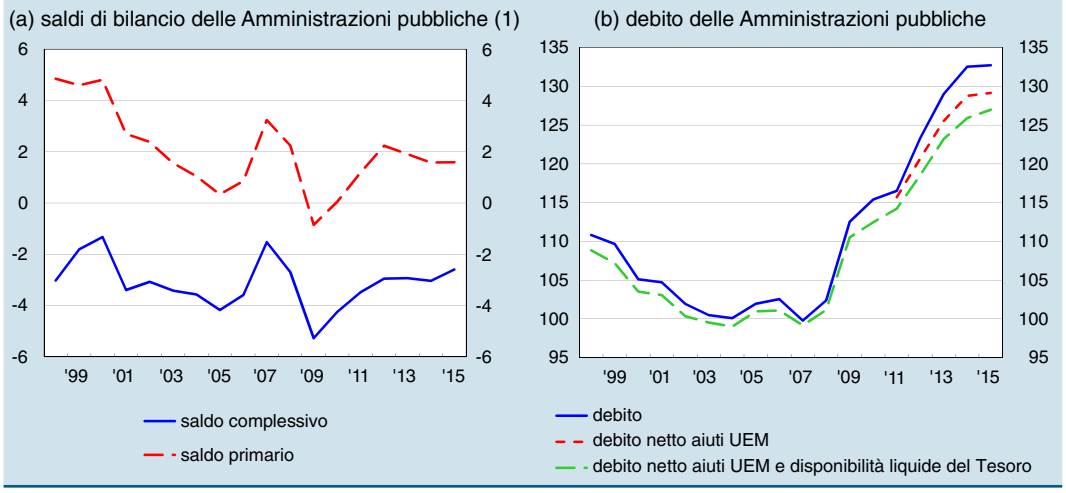
Nel 2016 l'orientamento della politica di bilancio rimarrebbe espansivo. La manovra per l'anno in corso determina un ampliamento del disavanzo rispetto al suo valore tendenziale, in particolare posticipando al 2017 l'attivazione delle clausole di salvaguardia, che prevedono un aumento dell'IVA, e abolendo la tassazione dell'abitazione principale. Nelle valutazioni del Governo il peso del debito sul prodotto diminuirebbe di 0,3 punti percentuali.

La finanza pubblica nel 2015

L'indebitamento netto in rapporto al PIL è sceso di 0,4 punti percentuali, al 2,6 per cento (fig. 11.1). La riduzione riflette il calo della spesa per interessi (dal 4,6 al 4,2 per cento del prodotto), mentre l'avanzo primario è rimasto stabile (1,6 per cento).

Figura 11.1

Indicatori di finanza pubblica
(in percentuale del PIL)



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).

Sia l'incidenza sul prodotto delle entrate sia quella delle spese primarie sono diminuite di 0,3 punti percentuali attestandosi, rispettivamente, al 47,9 e al 46,3 per cento (tav. 11.1; cfr. i paragrafi *Le entrate* e *Le spese*).

Tavola 11.1

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

VOCI	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Entrate correnti	726,2	737,1	765,7	762,7	769,5	778,7
Entrate in conto capitale	6,2	10,7	5,9	9,3	7,1	5,4
Totale entrate	**732,4**	**747,8**	**771,7**	**772,0**	**776,6**	**784,0**
in % del PIL	45,6	45,7	47,8	48,1	48,2	47,9
Spese primarie correnti	665,0	666,4	671,4	683,7	690,9	691,2
Interessi	68,8	76,4	83,6	77,6	74,3	68,4
Spese in conto capitale (2)	66,7	61,9	64,2	57,7	60,3	66,7
Totale spese	**800,5**	**804,7**	**819,2**	**819,0**	**825,5**	**826,4**
in % del PIL	49,9	49,1	50,8	51,0	51,2	50,5
Saldo primario	**0,7**	**19,5**	**36,0**	**30,6**	**25,4**	**26,1**
in % del PIL	0,0	1,2	2,2	1,9	1,6	1,6
Indebitamento netto	**68,1**	**57,0**	**47,5**	**47,0**	**48,9**	**42,4**
in % del PIL	4,2	3,5	2,9	2,9	3,0	2,6

Fonte: Istat.
(1) Dati elaborati secondo i criteri metodologici definiti nel regolamento UE 2013/549 (SEC 2010). – (2) In questa voce sono registrati (con segno negativo) i proventi derivanti dalle dismissioni immobiliari.

Per il secondo anno consecutivo le Amministrazioni locali hanno registrato un saldo di bilancio lievemente positivo. Al netto dei trasferimenti degli altri enti pubblici, le entrate delle Amministrazioni locali sono diminuite dell'1,6 per cento (all'8,9 per cento del PIL; cfr. il paragrafo: *Le entrate*), le spese dell'1,3 (al 14 per cento del prodotto).

In un contesto in cui l'attività economica è risultata ancora molto al di sotto del potenziale, la politica di bilancio ha avuto un orientamento moderatamente espansivo. Secondo le stime più recenti della Commissione europea, nel 2015 il differenziale tra il prodotto effettivo e quello potenziale (output gap) è stato negativo per quasi tre punti percentuali di quest'ultimo; sulla base di questa stima, l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico è diminuito di 0,6 punti percentuali del prodotto.

Parte dell'espansione è dovuta a misure temporanee: l'avanzo primario strutturale – che esclude gli effetti di tali misure oltre a quelli del ciclo economico – si è ridotto solo di 0,3 punti percentuali (l'anno precedente il calo era stato pari a 0,5 punti, dopo un aumento di 2,5 punti nel biennio 2012-13). Considerando anche la spesa per interessi, il saldo strutturale è migliorato di 0,15 punti percentuali. Si tratta di un aggiustamento di poco inferiore a quello richiesto all'Italia dal Consiglio della UE nell'estate dello scorso anno (0,25 punti), quando per il 2015 era stimato un output gap compreso tra il 3 e il 4 per cento.

Dopo l'incremento di 16 punti percentuali osservato nel triennio 2012-14, il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è aumentato marginalmente, di 0,2 punti, al 132,7 per cento (cfr. il paragrafo: *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*).

La politica di bilancio per il 2015. – Nella *Nota di aggiornamento* del Documento di economia e finanza (DEF) del settembre del 2014, il Governo programmava di accrescere l'indebitamento netto del 2015 di 0,7 punti rispetto al tendenziale, al 2,9 per cento (tav. 11.2). Per effetto degli interventi attuati in precedenza, il disavanzo strutturale sarebbe comunque migliorato rispetto al 2014, ma solo di 0,1 punti percentuali, meno di quanto allora stabilito dalle regole europee (almeno 0,5 punti).

Tavola 11.2

Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2015
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				*Per memoria*			
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Var. saldo strutturale	Debito	Crescita del PIL reale 2015	Privatizzazioni 2015	Indebitamento netto 2014	Disavanzo strutturale 2014
Obiettivi								
Settembre 2014 (1)	....	....	....	2.196,9	....	....	....	....
in % del PIL	2,9	1,6	0,1	133,4	0,6	0,7	3,0	0,9
Ottobre 2014 (2)	....	....		....	....	....	....	....
in % del PIL	2,6	1,9	0,3	133,1	0,6	0,7	3,0	0,9
Aprile 2015 (3)	....	....	....	2.172,2	....	....	49,1	....
in % del PIL	2,6	1,6	0,2	132,5	0,7	0,4	3,0	0,7
Settembre 2015 (4)	....	....	....	2.172,3	....	....	49,1	....
in % del PIL	2,6	1,7	0,3	132,8	0,9	0,4	3,0	0,7
Stime								
Settembre 2014 (1)	36,8	37,5	....	....	....	....	49,2	....
in % del PIL	2,2	2,3	0,7	133,7	0,5	....	3,0	1,2
Aprile 2015 (3)	41,2	28,2	....	....	....	....	49,1	....
in % del PIL	2,5	1,7	0,3	132,4	0,7	....	3,0	0,8
Settembre 2015 (4)	42,8	27,2	....	....	....	....	49,1	....
in % del PIL	2,6	1,7	0,3	132,8	0,9	....	3,0	0,7
Consuntivo (5)	**42,4**	**26,1**	**....**	**2.171,7**	**....**	**6,6**	**48,9**	**....**
in % del PIL	2,6	1,6	0,15	132,7	0,8	0,4	3,0	1,1

(1) *Nota di aggiornamento* del DEF 2014. – (2) *Italy's Draft Budgetary Plan 2015* (tavole aggiornate). – (3) DEF 2015. – (4) *Nota di aggiornamento* del DEF 2015. – (5) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat. Per la variazione del saldo strutturale nel 2015 e per il disavanzo strutturale del 2014, Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2016.

Nel successivo mese di ottobre, dopo un confronto con la Commissione europea, in occasione del *Documento programmatico di bilancio 2015* il Governo rivedeva i propri piani, ricercando un punto di equilibrio tra l'esigenza di rafforzare la ripresa e di finanziare le riforme e quella di proseguire l'azione di consolidamento dei conti pubblici nel rispetto delle regole europee. La correzione strutturale per il 2015 veniva aumentata a 0,3 punti percentuali del PIL. L'obiettivo per il disavanzo era fissato al 2,6 per cento.

La legge di stabilità per il 2015 dava attuazione ai programmi del Governo, accrescendo l'indebitamento netto del 2015 dello 0,4 per cento del PIL rispetto al tendenziale. La manovra si caratterizzava per una significativa riduzione del cuneo fiscale sul lavoro (oltre 11 miliardi), in parte finanziata da misure di contrasto all'evasione e da riduzioni di spesa. In particolare veniva reso permanente il credito di imposta per i lavoratori con redditi medio-bassi introdotto nel maggio del 2014 e veniva escluso il costo del lavoro dalla base imponibile dell'IRAP. Oltre a queste

misure permanenti, veniva introdotta un'agevolazione contributiva triennale a favore dei datori di lavoro del settore privato per i nuovi rapporti di lavoro a tempo indeterminato attivati nel 2015. Ulteriori risorse venivano destinate al finanziamento della riforma della scuola e all'irrobustimento degli ammortizzatori sociali previsto dal Jobs Act (cfr. il riquadro: *Il Jobs Act: alcune valutazioni preliminari* del capitolo 8).

Nel gennaio 2015 la Commissione europea chiariva i margini di flessibilità esistenti nell'ambito del Patto di stabilità e crescita, indicando anche la dimensione degli aggiustamenti strutturali di bilancio richiesti ai paesi in funzione della loro situazione congiunturale e del livello del loro debito pubblico[1]. Nel caso dell'Italia la correzione del saldo strutturale richiesta per il 2015 passava da almeno 0,5 punti percentuali a 0,25, risultando pertanto in linea con il miglioramento di 0,3 punti allora stimato sia dal Governo sia dalla Commissione.

Nell'aprile 2015, con la pubblicazione del DEF, il Governo confermava l'obiettivo di indebitamento netto: il miglioramento del saldo di bilancio derivante da un più favorevole quadro macroeconomico veniva destinato al finanziamento di ulteriori misure espansive per circa 0,1 punti percentuali del PIL. Tali risorse sono state poi utilizzate per ottemperare alla sentenza della Corte costituzionale che, alla fine di aprile, aveva dichiarato illegittima la sospensione per gli anni 2012-13 dell'indicizzazione all'inflazione delle pensioni superiori a tre volte il minimo[2].

Confronto tra risultati e programmi. – L'indebitamento netto del 2015 è risultato in linea con quanto programmato a ottobre dell'anno precedente. Nonostante la crescita economica sia stata lievemente migliore di quanto atteso, l'avanzo primario è stato inferiore all'obiettivo di 0,3 punti percentuali. Lo scostamento è stato compensato dalla flessione della spesa per interessi, risultata maggiore del previsto. Il saldo strutturale in rapporto al PIL è migliorato di 0,15 punti, invece dello 0,3 programmato a ottobre.

Le entrate

Nel 2015 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dell'1,0 per cento (a 784 miliardi, pari al 47,9 per cento del PIL). Riclassificando come minori entrate gli effetti sia del credito di imposta riconosciuto ai lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi sia di quello in favore delle imprese a fronte di attività per imposte anticipate[3], la crescita è stata dello 0,7 per cento.

---

1 Commissione europea, *Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita*, COM (2015) 12 final, 2015.

2 In maggio il Governo, con un apposito decreto legge, ha riconosciuto alle pensioni inferiori a sei volte il trattamento minimo un'indicizzazione parziale e decrescente con l'importo della pensione stessa. A regime il decreto accresce l'indebitamento netto di 0,5 miliardi all'anno; per il 2015, il pagamento delle somme dovute a titolo di arretrati ha comportato esborsi per circa 2 miliardi.

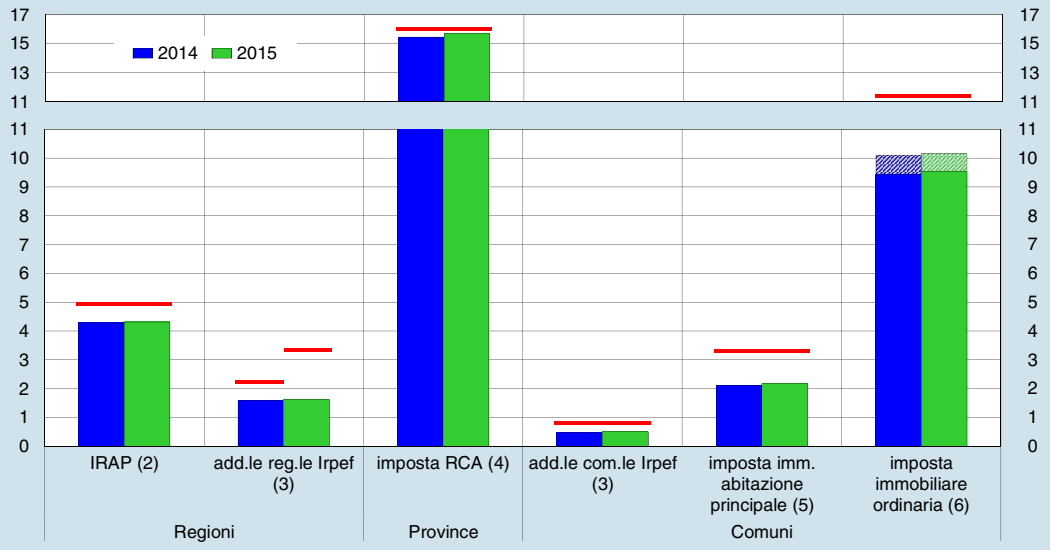
3 Secondo le regole contabili vigenti (SEC 2010) tali crediti sono contabilizzati come maggiori spese. Essi hanno tuttavia una natura ibrida: di norma determinano una diminuzione del gettito, poiché vengono portati in riduzione del debito di imposta del contribuente; danno luogo a un trasferimento in favore del contribuente (e dunque a un esborso per le Amministrazioni pubbliche) solo nel caso in cui il debito di imposta sia inferiore al credito.

La pressione fiscale è rimasta sostanzialmente stabile al 43,5 per cento; effettuando le riclassificazioni appena richiamate, è diminuita di 0,2 punti percentuali rispetto al 2014, al 42,6 per cento.

I contributi sociali sono aumentati del 2 per cento (a 218,5 miliardi), in linea con la crescita delle retribuzioni lorde per l'intera economia[4]. Le entrate tributarie sono cresciute dell'1,0 per cento, sostenute dal gettito delle imposte delle Amministrazioni centrali (1,9 per cento). Nonostante l'ulteriore inasprimento delle aliquote dei principali tributi locali (fig. 11.2), le entrate tributarie degli enti territoriali sono diminuite del 2,1 per cento (al 6,4 per cento del prodotto), per effetto in particolare della riduzione del gettito dell'IRAP.

Figura 11.2

Aliquote dei principali tributi locali (1)
(valori percentuali; millesimi per le imposte immobiliari)



Fonte: elaborazioni su dati del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), delibere degli enti e Ivass.
(1) La linea rossa indica le aliquote massime previste dalla legge per ciascun tributo locale; le aliquote dell'IRAP e dell'addizionale regionale all'Irpef possono superare tale limite nel caso di disavanzi sanitari elevati. – (2) Media delle aliquote settoriali, ponderate per il peso di ciascun settore sulla base imponibile totale dei soggetti privati desunta dalle dichiarazioni. – (3) Media delle aliquote applicate da ciascun ente, ponderate per la base imponibile risultante dalle dichiarazioni dei redditi. – (4) Media delle aliquote applicate da ciascun ente, ponderate per la quota provinciale dei premi assicurativi nel settore della responsabilità civile automobilistica. – (5) Abitazioni principali non di lusso; media delle aliquote applicate da oltre 6.000 Comuni, ponderate per la base imponibile. – (6) Immobili diversi dall'abitazione principale; somma di Imu e Tasi (area tratteggiata), entrambe calcolate come media delle aliquote applicate da oltre 6.000 Comuni, ponderate per la base imponibile.

Le imposte dirette delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute dell'1,9 per cento, sospinte principalmente dal gettito dell'Irpef (2,7 per cento, a 166 miliardi) e dell'Ires (3,2 per cento, a 32 miliardi; l'incremento è in parte legato al venire meno degli effetti transitori dell'elevata misura dell'acconto richiesto alla fine del 2013). Anche le imposte sui redditi da attività finanziarie hanno registrato una dinamica elevata (6,4 per cento, a 16,1 miliardi), grazie agli incrementi delle aliquote disposti dal DL 66/2014 e dalla legge di stabilità per il 2015. In senso opposto ha agito il venire meno dell'imposta

[4] Gli sgravi introdotti con la legge di stabilità per il 2015 avrebbero determinato, nelle valutazioni ufficiali, minori entrate nette per 1,7 miliardi.

una tantum sulla rivalutazione delle quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia (1,8 miliardi nel 2014).

L'aumento delle imposte indirette è stato più moderato (0,5 per cento, a 249,3 miliardi), risentendo in particolare della riduzione del gettito dell'IRAP (-7,5 per cento, a 28,1 miliardi), connessa con l'esclusione dalla base imponibile del costo del lavoro, e di quello dell'imposta sul gas metano (-33,1 per cento, a 3,2 miliardi) che, date le modalità di versamento, riflette il calo dei consumi avvenuto nel 2014. Il gettito dell'IVA invece ha mostrato un andamento sostenuto (4,2 per cento, a 101,2 miliardi), anche grazie alla ripresa dei consumi e alle modifiche ai meccanismi di versamento dell'imposta disposti dalla legge di stabilità per il 2015 (split payment e reverse charge). Le imposte indirette del 2015 hanno inoltre beneficiato del versamento del contributo delle banche per il finanziamento del Fondo di risoluzione nazionale (2,3 miliardi)[5]. Il gettito complessivo della tassazione ricorrente sugli immobili (Tasi e Imu) è cresciuto lievemente (1,1 per cento, a 24,5 miliardi).

La pressione fiscale nel confronto internazionale. – In Italia la pressione fiscale rimane elevata: il divario rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro, sebbene diminuito di un punto nell'ultimo triennio, nel 2015 è risultato pari a 2,4 punti percentuali[6]. Considerando per l'Italia come minori entrate gli effetti dei crediti di imposta sopra menzionati, il divario sarebbe stato pari a 1,6 punti percentuali.

Sulla base delle stime più recenti dell'OCSE[7], nel biennio 2014-15 il cuneo fiscale per i lavoratori italiani con retribuzioni lorde fino a circa il 90 per cento di quella media – livello prossimo a quello sino al quale viene riconosciuto il credito di imposta introdotto a maggio del 2014 – è diminuito in media di circa due punti percentuali (fig. 11.3)[8]. Si può stimare che nello stesso periodo nella media degli altri paesi dell'area dell'euro il cuneo fiscale sia rimasto costante. L'elevato cuneo fiscale scoraggia in particolare l'offerta di lavoro del secondo potenziale percettore di reddito all'interno del nucleo familiare (cfr. il riquadro: *Tassazione dei redditi e offerta di lavoro femminile*).

Le stime dell'OCSE considerano persone con un contratto di lavoro già in essere e non tengono quindi conto degli effetti dello sgravio contributivo temporaneo per i nuovi contratti a tempo indeterminato attivati nel 2015. Per coloro che beneficiano di tale sgravio, nel caso in cui i contributi a carico del datore di lavoro siano inferiori all'esenzione massima prevista dalla legge (8.060 euro), si può stimare che il cuneo fiscale risulti sostanzialmente dimezzato per tre anni.

---

[5] Il Fondo è stato classificato tra le Amministrazioni pubbliche in ottemperanza alle regole statistiche europee.

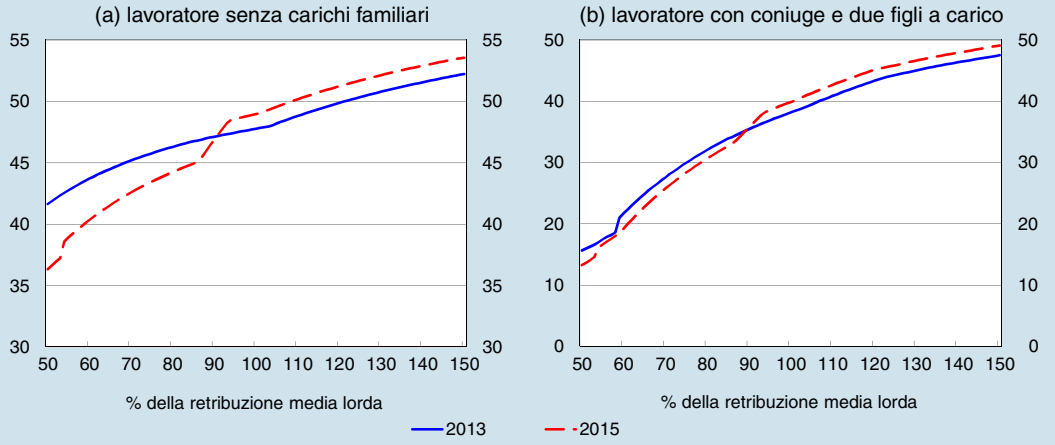
[6] Elaborazioni su dati della Commissione europea (Spring forecasts, maggio 2016).

[7] OCSE, *Taxing Wages*, vari anni. Nel dataset OCSE non sono riportate indicazioni per Cipro, Lettonia, Lituania e Malta; nel caso dell'Italia i dati dell'OCSE non includono l'IRAP.

[8] L'OCSE non fornisce stime del cuneo fiscale per i lavoratori con retribuzioni inferiori alla metà di quella media. Per questi ultimi, se beneficiari del credito di imposta per i redditi medio-bassi, si può stimare che la riduzione del cuneo fiscale sia stata superiore rispetto alla media; per gli altri si può valutare che sia stata sostanzialmente nulla. Per la stima del peso dei tributi locali, l'OCSE utilizza le addizionali regionali e comunali all'Irpef relative ai residenti a Roma; la stima risente quindi del fatto che tra il 2013 e il 2015 nel Lazio si è registrato un aumento significativo dell'addizionale regionale, molto più elevato rispetto al resto dell'Italia.

Figura 11.3

Il cuneo fiscale sul lavoro in Italia (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE, *Taxing Wages*, vari anni.
(1) La retribuzione media lorda era pari a 29.704 euro nel 2013 e a 30.710 euro nel 2015.

Secondo i dati più recenti dell'Eurostat[9], nel 2015 in Italia, Germania e Francia l'aliquota legale sul reddito di impresa è rimasta invariata (rispettivamente al 31,4, al 30,2 e al 38,0 per cento); è invece diminuita in Spagna (dal 30,0 al 28,0 per cento).

TASSAZIONE DEI REDDITI E OFFERTA DI LAVORO FEMMINILE

L'Italia è caratterizzata da un basso livello dell'offerta di lavoro femminile: nel 2015 il tasso di occupazione per le donne tra i 25 e i 54 anni è stato inferiore di oltre 14 punti percentuali rispetto a quello medio dell'Unione europea (57,9 contro 72,3 per cento)[1]. Mentre il tasso di occupazione delle donne che vivono sole (il 76,1 per cento nel 2014) è sostanzialmente in linea con quello medio europeo, quello delle donne parte di una coppia risulta marcatamente inferiore (59,4 per cento contro 73,2 nel 2014).

In un recente studio vengono analizzati gli effetti sull'offerta di lavoro delle donne sposate italiane della struttura del prelievo fiscale sui redditi da lavoro e degli assegni al nucleo familiare[2]. L'analisi è svolta sulla base di un modello di ciclo vitale di offerta di lavoro, consumo e fertilità, stimato utilizzando dati tratti dalle edizioni dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane riferite al periodo 2004-2012 e costruito incorporando la struttura di imposte e trasferimenti monetari vigenti in Italia nel periodo in esame[3].

[1] Per gli uomini nella medesima fascia di età la differenza tra il dato italiano (78,6 per cento) e quello medio dell'Unione europea è molto più contenuta, pari a circa cinque punti percentuali.

[2] M.R. Marino, M. Romanelli e M. Tasso, *Women at work: the impact of welfare and fiscal policies in a dynamic labor supply model*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

[3] Nel modello ciascuna coppia decide l'offerta di lavoro della moglie, il livello di risparmi e se avere un ulteriore figlio, considerando le opportunità lavorative e salariali disponibili. Le famiglie differiscono per varie caratteristiche, tra le quali l'età e il grado di istruzione di entrambi i coniugi, l'esperienza lavorativa della moglie, il numero di figli e la ricchezza, le preferenze in merito alla scelta tra lavoro e cura dei figli. Nella parte empirica tutti i parametri del modello sono stimati simultaneamente, utilizzando il metodo dei momenti simulati.

[9] Eurostat, *Taxation Trends in the European Union*, 2015.

Le scelte occupazionali compiute in ogni periodo tengono conto anche dell'impatto positivo dell'esperienza lavorativa sui salari potenziali futuri e della possibilità di accumulare risparmi a copertura del rischio di eventi negativi futuri non prevedibili. Il modello viene utilizzato per studiare gli effetti di diverse possibili politiche di sostegno al reddito delle famiglie più svantaggiate (aumenti degli assegni per il nucleo familiare, della detrazione per figli a carico e di quella per lavoro dipendente, introduzione di diversi tipi di sussidio ai redditi da lavoro più bassi). Tali politiche sono rese comparabili tra loro disegnandole in modo tale da garantire un analogo impatto sui conti pubblici (una riduzione di circa il 4 per cento del gettito netto simulato nel modello, considerando anche le reazioni comportamentali).

Nelle simulazioni tutte le misure riducono l'incidenza della povertà nella popolazione, ma con effetti molto diversi sull'offerta di lavoro femminile. A un estremo vi è il caso di un aumento nella generosità degli assegni per il nucleo familiare – un beneficio il cui importo decresce all'aumentare del reddito familiare complessivo – che scoraggia l'attività lavorativa retribuita femminile; all'estremo opposto si colloca il caso dei sussidi ai redditi da lavoro individuali più bassi che, agendo direttamente sul ritorno economico dell'attività lavorativa retribuita, favoriscono un aumento del numero di ore lavorate da parte delle donne sposate (fino a circa il 3 per cento).

Le spese

Nel 2015 la spesa complessiva delle Amministrazioni pubbliche è cresciuta dello 0,1 per cento (a 826,4 miliardi, pari al 50,5 per cento del PIL). Riclassificando i crediti di imposta sopra richiamati (cfr. il paragrafo: *Le entrate*), si può stimare che essa sia lievemente diminuita e che la spesa primaria corrente sia scesa dello 0,5 per cento, dopo un quinquennio in cui la sua dinamica era già risultata particolarmente contenuta (pari all'1,0 per cento l'anno in media in termini nominali, sostanzialmente stabile in termini reali).

La spesa primaria. – Le prestazioni sociali in denaro – al netto del credito di imposta per i redditi medio-bassi – sono aumentate dello 0,8 per cento (0,4 nel 2014). La componente pensionistica (che rappresenta quasi il 90 per cento del totale) è anch'essa cresciuta dello 0,8 per cento (come nel 2014), riflettendo soprattutto un importo medio delle nuove pensioni maggiore di quello delle pensioni cessate nell'anno, nonché l'indicizzazione dei trattamenti al costo della vita.

I redditi da lavoro dipendente sono diminuiti per il quinto anno consecutivo. Al calo (-1,1 per cento) hanno contribuito in misura sostanzialmente analoga la riduzione del numero degli occupati – principalmente per effetto delle misure che hanno contenuto il turnover dei dipendenti – e la diminuzione delle retribuzioni medie, sia per il prolungarsi del blocco della contrattazione sia per l'effetto di composizione (gli stipendi dei nuovi assunti sono in media minori di quelli dei dipendenti che lasciano il lavoro).

I consumi intermedi e le prestazioni sociali in natura sono entrambi aumentati (complessivamente dello 0,5 per cento, a 133,0 miliardi). Circa il 90 per cento di quest'ultima voce e un terzo dei consumi intermedi riguardano la spesa sanitaria,

gestita dalle Regioni, spesa che nel complesso è cresciuta dell'1,0 per cento, rimanendo invariata in rapporto al PIL (al 6,9 per cento).

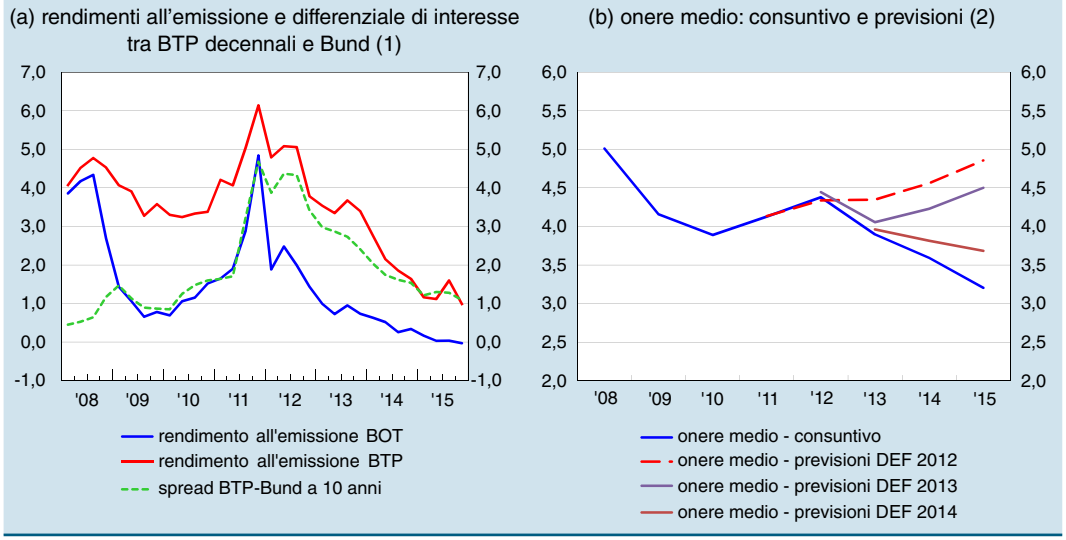
Gli investimenti fissi lordi – non considerando le dismissioni immobiliari – sono rimasti sostanzialmente stabili, interrompendo una forte contrazione che durava dal 2010. Nel complesso la spesa in conto capitale è aumentata del 10,7 per cento (4,4 per cento nel 2014). L'incremento risente dell'inclusione tra i trasferimenti in conto capitale degli arretrati pagati ai pensionati in seguito alla sentenza della Corte costituzionale (cfr. il paragrafo: *La finanza pubblica nel 2015*) e delle risorse erogate dal Fondo di risoluzione nazionale a copertura delle perdite di quattro banche sottoposte a risoluzione lo scorso novembre (cfr. il paragrafo: *La redditività e il patrimonio* del capitolo 13). Al netto di queste voci e del già richiamato credito di imposta in favore delle imprese a fronte di attività per imposte anticipate, le uscite in conto capitale sarebbero cresciute del 7,2 per cento (a fronte di una contrazione del 2,5 per cento nel 2014).

La spesa per interessi. – La spesa per interessi si è ridotta per il terzo anno consecutivo (-7,9 per cento): l'aumento delle passività è stato più che bilanciato dal calo dell'onere medio del debito (dal 3,6 al 3,2 per cento; cfr. il paragrafo: *Il mercato dei titoli pubblici* del capitolo 14).

Rispetto al livello raggiunto nel 2012 (5,2 per cento del PIL), nell'ultimo triennio l'incidenza della spesa per interessi sul prodotto è diminuita di un punto percentuale, determinando un risparmio di spesa cumulato pari a circa 30 miliardi. La riduzione ha riflesso il calo dei rendimenti all'emissione sia dei titoli a breve sia di quelli a medio e a lungo termine, che alla fine del 2011 avevano raggiunto livelli prossimi rispettivamente al 5 e al 6 per cento (fig. 11.4.a). Grazie soprattutto agli interventi di politica monetaria e alle manovre di bilancio approvate nel 2011, alla fine del 2015 i rendimenti all'emissione a medio e a lungo termine si sono ridotti di circa 500 punti base; quelli a breve termine sono diventati negativi.

Figura 11.4

Rendimenti all'emissione e onere medio del debito
(valori percentuali)



(1) Valori medi trimestrali. – (2) L'onere medio previsto nei DEF è calcolato escludendo i flussi di interessi generati da strumenti finanziari derivati.

La spesa per interessi è risultata sistematicamente inferiore a quanto atteso nei programmi del Governo (fig. 11.4.b). Rispetto alla previsione formulata nel DEF 2012, che scontava un aumento dell'onere medio nel triennio 2013-15 di oltre mezzo punto, la spesa per interessi nel 2015 è stata inferiore di circa 27 miliardi, con un risparmio cumulato nel triennio superiore a 50 miliardi. Nel DEF 2013 sia la spesa sia l'onere medio erano ancora previsti in aumento; nel DEF 2014 l'onere medio era previsto in leggera riduzione.

L'inattesa riduzione della spesa per interessi nel triennio 2013-15 – a fronte di una spesa primaria che ha registrato una dinamica sostanzialmente in linea con quanto programmato nel 2012 (cfr. il riquadro: *Il pareggio di bilancio nei programmi del 2012 e la dinamica della spesa* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2014) – ha in parte compensato la riduzione del gettito fiscale dovuta al quadro congiunturale peggiore del previsto e agli sgravi fiscali decisi nell'arco del triennio.

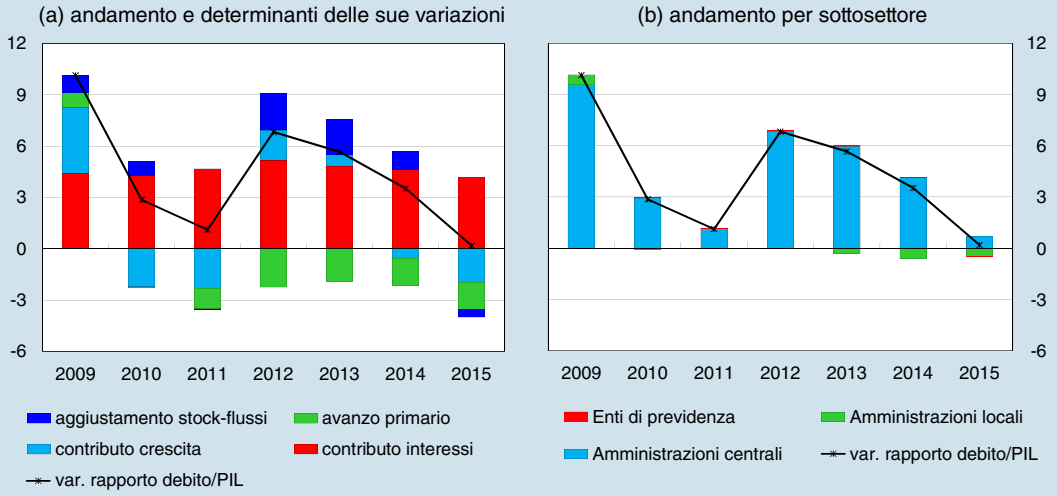
Rispetto al 2012, l'avanzo primario nel 2015 è risultato inferiore di circa mezzo punto percentuale (2,2 per cento del PIL); ciononostante l'indebitamento netto è migliorato di quattro decimi (al 2,6 per cento).

Il debito delle Amministrazioni pubbliche

Nel 2015 l'incidenza del debito delle Amministrazioni pubbliche sul prodotto è aumentata di 0,2 punti percentuali, al 132,7 per cento (fig. 11.5); la classificazione del Fondo di risoluzione nazionale nelle Amministrazioni pubbliche ha accresciuto il debito di 0,1 punti percentuali. Il divario tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del PIL ha determinato un incremento del rapporto di 2,2 punti; in senso opposto hanno operato l'avanzo primario (1,6 punti) e fattori residuali che incidono sul debito ma non sull'indebitamento netto (0,4 punti).

Figura 11.5

Debito delle Amministrazioni pubbliche
(in percentuale del PIL)



Tra questi ultimi hanno assunto particolare rilievo il calo delle disponibilità liquide del Tesoro, che si traduce in una riduzione del debito lordo, e il collocamento delle nuove emissioni a un prezzo in media sopra la pari; questi fattori hanno frenato

il debito rispettivamente per 0,7 e 0,3 punti percentuali del PIL. Per contro, il debito è aumentato per effetto: dei flussi generati da strumenti finanziari derivati (0,2 punti); della riclassificazione tra i prestiti – secondo quanto previsto dalle regole statistiche europee – del valore di mercato di cinque interest rate swap risultanti dall'esercizio di altrettante swaption (0,2 punti); dei pagamenti destinati alla riduzione dello stock di debiti commerciali (0,2 punti).

Il debito delle Amministrazioni centrali in rapporto al prodotto è aumentato di 0,7 punti, al 127,1 per cento, risentendo dei prestiti erogati dal MEF alle Amministrazioni locali destinati al pagamento dei debiti commerciali pregressi e al finanziamento dell'operazione di riacquisto di alcuni titoli regionali dello scorso dicembre (complessivamente pari a 0,3 punti percentuali del prodotto).

L'incidenza delle passività delle Amministrazioni locali è ulteriormente diminuita (di 0,5 punti percentuali), al 5,6 per cento del PIL. Includendo anche le passività finanziarie verso le altre Amministrazioni pubbliche (consolidate nel calcolo del debito pubblico), il debito degli enti decentrati è stato pari alla fine del 2015 all'8,2 per cento del prodotto, in riduzione di 0,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Nell'ultimo triennio è cambiata la composizione del debito complessivo delle Amministrazioni locali: nel 2012 le passività verso le altre Amministrazioni pubbliche incidevano per il 12,7 per cento, mentre alla fine del 2015 rappresentavano circa un terzo del totale.

La vita residua media del debito, in diminuzione dal 2011, è tornata ad aumentare nel 2015 (da 6,8 nel 2014 a 7,1 anni); vi ha contribuito l'operazione di ristrutturazione di mutui della Cassa depositi e prestiti agli enti decentrati. La quota del debito detenuta da soggetti non residenti è cresciuta per il secondo anno consecutivo, collocandosi al 34,1 per cento.

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 contingent liabilities – le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche a favore di altri soggetti.

I debiti commerciali si sono ridotti per il terzo anno consecutivo, per effetto sia del potenziamento dei meccanismi di monitoraggio sia dei più stringenti vincoli normativi sui tempi di pagamento (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*). Le passività nette in derivati, valutate al valore di mercato, sono diminuite dal 2,5 all'1,9 per cento del prodotto; la riduzione è in parte dovuta alla riclassificazione nel debito pubblico di alcune operazioni in derivati, secondo quanto previsto dalle regole statistiche europee. Nel 2015 le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche a favore di altri soggetti sono diminuite per il terzo anno consecutivo, dal 2,7 al 2,3 per cento del prodotto, soprattutto a seguito del calo di quelle a favore del settore finanziario.

I DEBITI COMMERCIALI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Nel confronto internazionale le Amministrazioni pubbliche italiane presentano tempi di pagamento mediamente più lunghi e un livello dei debiti commerciali più

elevato[1]. Il fenomeno, accentuatosi durante la crisi, si è ridotto negli ultimi anni, soprattutto grazie agli interventi decisi nel biennio 2013-14.

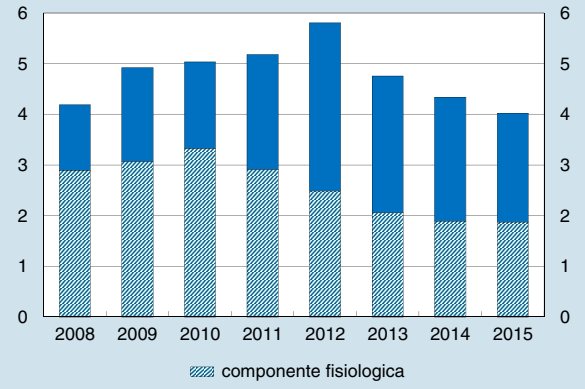
In mancanza di dati ufficiali sull'ammontare complessivo dei debiti commerciali e dei relativi tempi di pagamento, vengono di seguito presentate le stime che la Banca d'Italia elabora sulla base di proprie indagini statistiche, condotte sulle imprese, e delle segnalazioni di vigilanza. Data la natura campionaria di alcune informazioni, tali stime sono caratterizzate da un grado di incertezza non trascurabile.

La stima dei debiti commerciali. – Nelle nostre valutazioni, tra il 2008 e il 2012 i debiti commerciali complessivi delle Amministrazioni pubbliche sono aumentati dal 4,2 al 5,8 per cento del PIL (figura)[2]. Negli anni successivi questa consistenza è diminuita, principalmente per effetto dell'ingente quantità di risorse (quasi 50 miliardi nel biennio 2013-14, utilizzati per circa il 70 per cento) messa a disposizione degli enti decentrati nell'ambito di un piano straordinario per il pagamento di debiti pregressi. Alla fine del 2014, anno in cui il piano si è pressoché concluso, i debiti commerciali ammontavano al 4,3 per cento del PIL (circa 70 miliardi).

Nel 2015 gli enti hanno fatto fronte ai pagamenti di debiti commerciali soprattutto con le risorse ordinarie del proprio bilancio: lo stock di debiti commerciali è lievemente diminuito, al 4,0 per cento del PIL (circa 65 miliardi). Tale livello resta comunque notevolmente superiore a quello che sarebbe fisiologico, ossia coerente con i tempi di pagamento stabiliti contrattualmente dalle parti[3]. Lo stock fisiologico è diminuito nell'ultimo triennio anche a seguito del recepimento della direttiva

Figura

Stima dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)



(1) La componente fisiologica è quella coerente con i tempi di pagamento stabiliti contrattualmente tra le parti.

[1] 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. Anche per quanto riguarda i tempi di pagamento, sulla base dei dati dell'indagine condotta da Intrum Justitia pubblicati nello *European Payment Report 2016*, si riscontra un divario significativo tra l'Italia e la media degli altri paesi europei considerati.

[2] Per maggiori dettagli cfr. L. D'Aurizio, D. Depalo, S. Momigliano e E. Vadalà, *I debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto*, "Politica economica", 3, 2015, pp. 421-458, pubblicato anche in Questioni di economia e finanza, 295, 2015.

[3] La componente fisiologica è stimata sulla base delle risposte delle imprese alle indagini campionarie della Banca d'Italia, che distinguono tra i tempi contrattuali e i ritardi nei pagamenti.

europea contro i ritardi di pagamento che impone tempi di pagamento di norma compresi fra 30 e 60 giorni.

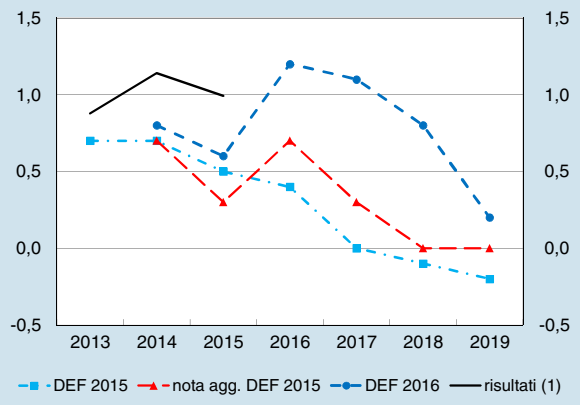
La stima dei tempi medi di pagamento. – Secondo nostre stime, nel 2015 è ancora proseguita la flessione dei tempi medi di pagamento, giunti a circa 115 giorni; erano oltre 120 nel 2014 e avevano raggiunto un picco di quasi 200 nel 2010. L'ulteriore calo rispetto al 2014 è dovuto soprattutto a una riduzione dei giorni di ritardo, a fronte di scadenze stabilite contrattualmente pressoché immutate.

Le prospettive

Nel DEF 2015 l'obiettivo di indebitamento netto per il 2016 veniva fissato all'1,8 per cento, 0,4 punti al di sopra del valore tendenziale. Il Governo intendeva infatti evitare l'attivazione delle clausole di salvaguardia, che avrebbero implicato un aumento del prelievo di circa 16 miliardi, compensando solo in parte gli effetti di questa decisione con risorse derivanti dalla revisione della spesa. La riduzione programmata del disavanzo strutturale era pari allo 0,1 per cento del PIL (fig. 11.6); il Governo richiedeva l'applicazione della flessibilità riconosciuta nell'ambito del Patto di stabilità e crescita a fronte di riforme strutturali, in assenza della quale la correzione necessaria – alla luce della posizione ciclica e del livello del debito pubblico – sarebbe stata pari a mezzo punto percentuale. In luglio, a conclusione del semestre europeo, il Consiglio della UE riconosceva all'Italia la flessibilità richiesta e pertanto sanciva che il miglioramento strutturale programmato era coerente con le regole europee.

Figura 11.6

Indebitamento netto strutturale delle Amministrazioni pubbliche: obiettivi e risultati
(in percentuale del PIL)



(1) Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2016.

In settembre, nella *Nota di aggiornamento* del DEF 2015, il Governo accentuava l'intonazione espansiva della politica di bilancio per il 2016, benché il quadro congiunturale fosse lievemente migliorato. A parità di indebitamento tendenziale, il disavanzo programmato veniva portato al 2,2 per cento del prodotto, 0,4 punti in più rispetto a quanto deciso in aprile (veniva anche prevista la possibilità di un ulteriore aumento di 0,2 punti, principalmente per anticipare al 2016 la riduzione dell'aliquota dell'Ires[10], comunque programmata dal 2017). Nei nuovi programmi

[10] L'aumento era subordinato all'assenso della Commissione europea in merito alla richiesta di un ulteriore margine di flessibilità per i costi derivanti dai flussi migratori.

il saldo strutturale, anziché migliorare lievemente, peggiorava di 0,4 punti rispetto all'anno precedente; il pareggio di bilancio in termini strutturali veniva rinviato dal 2017 al 2018.

Secondo il Governo l'ampliamento del disavanzo era coerente con le regole europee, sulla base dei margini di flessibilità riconosciuti a fronte di investimenti e di ulteriori spazi di manovra connessi con le riforme strutturali. In novembre la Commissione europea segnalava rischi di mancato rispetto delle regole, pur riconoscendo che potevano sussistere le condizioni per accordare ulteriore flessibilità rispetto a quanto deciso in luglio; annunciava altresì che la posizione dell'Italia sarebbe stata valutata in primavera. L'Eurogruppo ha condiviso il parere della Commissione.

Le misure espansive programmate dal Governo hanno trovato attuazione con la legge di stabilità per il 2016 che, oltre a posticipare l'attivazione delle clausole di salvaguardia (rimodulandone anche l'entità), disponeva la sostanziale abolizione della tassazione sull'abitazione principale[11]. Recependo un emendamento del Governo al disegno di legge iniziale, la manovra approvata dal Parlamento ha destinato l'ampliamento aggiuntivo del disavanzo (0,2 punti del PIL) a vari interventi, principalmente di natura temporanea e riguardanti la sicurezza e la cultura. Nelle valutazioni ufficiali la manovra incrementava il disavanzo di 1,1 punti rispetto al tendenziale, portandolo al 2,4 per cento del prodotto.

Nel DEF dell'aprile 2016 il Governo ha presentato le nuove stime tendenziali e i programmi per i conti pubblici per il periodo 2016-19. Per l'anno in corso si stima un disavanzo al 2,3 per cento e un rapporto tra debito e PIL in lieve discesa (0,3 punti percentuali). Per il triennio successivo l'indebitamento netto a legislazione vigente scenderebbe gradualmente (nel 2019 si registrerebbe un avanzo di bilancio dello 0,4 per cento del prodotto). Il Governo programma un ampliamento del disavanzo di circa 0,4 punti percentuali in media all'anno, che riflette l'intenzione di non applicare le clausole di salvaguardia e di compensarne solo in parte gli effetti con interventi di revisione della spesa (cfr. il riquadro: *Una valutazione della performance delle imprese pubbliche locali*) e delle agevolazioni fiscali (tax expenditure), nonché con interventi di rafforzamento del contrasto all'evasione e all'elusione fiscale. In termini strutturali, dopo un peggioramento di 0,7 punti percentuali del PIL nell'anno in corso, il saldo migliorerebbe di 0,1 punti nel 2017.

In maggio la Commissione europea ha proposto di non avviare la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia per il mancato rispetto della regola sul debito, alla luce di alcuni fattori considerati rilevanti. In particolare la Commissione ha tenuto conto del contesto macroeconomico ancora non favorevole, delle riforme strutturali e del sostanziale rispetto della parte preventiva del Patto di stabilità e crescita. Con riferimento a quest'ultima la Commissione – sulla base delle sue previsioni – ha però segnalato il rischio di una deviazione significativa dagli obiettivi fissati dalle regole; per evitare tale deviazione sarebbe necessario rafforzare il consolidamento programmato dal Governo a partire dal prossimo anno. In particolare, per il 2016 la concessione di

[11] *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 29 settembre 2015.

margini di flessibilità per complessivi 0,85 punti percentuali del PIL[12] consente di evitare una deviazione significativa e, come indicato già in novembre, è subordinata al riavvio nel 2017 di un credibile percorso di convergenza verso l'obiettivo di medio termine. Per il prossimo anno le stime della Commissione indicano che, per non incorrere in una deviazione significativa, l'aggiustamento strutturale dovrebbe essere accresciuto di 0,15-0,2 punti percentuali del PIL rispetto a quanto programmato. La Commissione ha pertanto annunciato un'ulteriore valutazione del criterio del debito in autunno, alla luce del disegno di legge di stabilità per il 2017. Il Governo ha confermato l'impegno a rispettare le regole europee, ritenendo i propri programmi coerenti con esse.

UNA VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE DELLE IMPRESE PUBBLICHE LOCALI

Secondo le stime del Ministero dell'Economia e delle finanze, in Italia le imprese pubbliche locali (aziende partecipate dalle Amministrazioni locali) sono circa 8.000[1], un numero molto superiore a quello che si osserva in Francia e Germania. Negli ultimi anni – nell'ambito del più ampio processo di revisione della spesa – il Governo è più volte intervenuto per razionalizzare il ricorso a tali imprese e per ridurne il numero.

L'evidenza empirica sull'efficienza relativa delle imprese pubbliche e private non è univoca, anche perché è influenzata dal fatto che quelle pubbliche operano spesso in settori caratterizzati da un basso livello di concorrenza. Un recente studio[2] ha comparato la performance delle imprese pubbliche locali con quella di un campione di controllo di imprese private, simili per settore di attività economica, dimensione, area geografica e forma giuridica. Dall'analisi emerge una minore produttività totale dei fattori nelle imprese pubbliche. La differenza rispetto alle imprese private, pari in media a circa l'8 per cento, si accentua all'aumentare della quota di partecipazione detenuta dalle Amministrazioni locali, raggiungendo circa il 15 per cento per le imprese integralmente pubbliche. Nelle attività condotte in regime di concorrenza[3], le differenze di performance sono più contenute e risultano statisticamente significative soltanto laddove la quota di partecipazione pubblica sia superiore al 30 per cento.

[1] Ministero dell'Economia e delle finanze, *Rapporto sulle partecipazioni detenute dalle Amministrazioni Pubbliche al 31 dicembre 2013*, dicembre 2015.

[2] N. Curci, D. Depalo ed E. Vadalà, *Municipal socialism or municipal capitalism? Performances of local public enterprises in Italy*, mimeo. L'analisi econometrica è robusta rispetto alla possibilità che l'assetto proprietario delle imprese sia endogenamente determinato.

[3] La tassonomia dei settori in base al grado di concorrenza è tratta dalla tavola II.3 del *Programma di razionalizzazione delle partecipate locali*, a cura del Gruppo di lavoro presieduto da C. Cottarelli, Commissario straordinario per la revisione della spesa.

[12] Di questi, 0,5 punti sono connessi con la clausola per le riforme strutturali e 0,25 con quella per gli investimenti; gli ulteriori 0,1 punti riflettono spese per eventi eccezionali al di fuori del controllo del Governo, relative alla gestione dei flussi migratori e alla minaccia terroristica.

12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

È proseguita l'azione di riforma volta a migliorare le condizioni dell'attività di impresa. Oltre agli interventi relativi al mercato del lavoro sono state apportate modifiche alla legge fallimentare e alle procedure esecutive, che potranno ridurre i tempi di recupero dei crediti e favorire un più rapido e meno costoso riutilizzo delle risorse. Sono stati approvati la riforma generale della Pubblica amministrazione (PA) e il nuovo Codice dei contratti pubblici. Tali interventi possono gradualmente migliorare la qualità e l'integrità dell'azione pubblica. La loro piena efficacia dipenderà dall'adeguatezza dei processi di attuazione; potrà richiedere ulteriori modifiche organizzative delle strutture e investimenti addizionali di risorse.

Nel settore della giustizia civile si registrano segnali di miglioramento, dovuti soprattutto alle misure adottate negli anni passati per ridurre il numero di procedimenti portati in giudizio; la durata dei processi, specialmente in alcuni tribunali, rimane però elevata. Sono stati limitati gli interventi volti a rimuovere gli ostacoli alla concorrenza che ancora permangono in alcuni comparti dei servizi.

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati

Dopo le misure di liberalizzazione varate in prevalenza nel biennio 2011-12, gli ulteriori progressi nell'apertura dei mercati alla concorrenza sono stati contenuti. L'iter del disegno di legge annuale per la concorrenza, presentato in Parlamento nel febbraio 2015, non si è ancora concluso. Nel testo, che già originariamente recepiva solo parte delle indicazioni dell'ultima segnalazione dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato del luglio 2014, sono state attenuate alcune misure in materia di diritti di esclusiva delle categorie professionali e di distribuzione dei carburanti.

Il decreto legislativo per il riordino della disciplina dei servizi pubblici locali, di attuazione della L. 124/2015 (riforma Madia), contribuirà a razionalizzare il quadro normativo esistente, introducendo una disciplina uniforme della materia. Tuttavia, la possibilità di ricorrere indifferentemente alla procedura competitiva o all'in house nell'affidamento dei servizi, prevista come principio generale e inderogabile, inibisce ulteriori interventi – a livello di singolo settore – volti a favorire l'affidamento mediante gara.

Nel settore autostradale il ricorso a procedure competitive anche per il rinnovo delle concessioni in essere, previsto dal nuovo Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 50/2016), potrà contribuire al superamento del sistema delle proroghe dei contratti[1].

[1] *Indagine conoscitiva in materia di concessioni autostradali*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia P. Sestito, Camera dei deputati, Roma, 11 giugno 2015.

La regolamentazione dell'attività di impresa

Il diritto fallimentare. – Con il DL 83/2015, convertito dalla L. 132/2015, sono state apportate numerose modifiche alla legge fallimentare. Ulteriori misure sono state introdotte con il recente DL 59/2016. Al fine di ridurre la durata dei fallimenti, sono stati fissati termini per la predisposizione e l'attuazione del programma di liquidazione da parte del curatore fallimentare, il cui mancato rispetto può essere sanzionato con la revoca dell'incarico; è stata consentita la chiusura dei fallimenti anche in pendenza di contenzioso e favorito il tempestivo riparto dei ricavi delle vendite. È stato istituito un registro elettronico che conterrà informazioni di dettaglio sulle procedure esecutive e concorsuali accessibili ai soggetti che, a vario titolo, operano sul mercato dei crediti deteriorati. La maggiore trasparenza connessa con la disponibilità di tali informazioni potrà contribuire allo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati, facilitando la stima del loro valore, e favorire le operazioni di ristrutturazione.

Sono state introdotte innovazioni finalizzate a favorire l'impiego e aumentare l'efficacia degli strumenti negoziali di risoluzione delle crisi (cfr. il riquadro: *Gli strumenti negoziali di gestione delle crisi di impresa: utilizzo ed esiti*). È stata prevista una nuova forma di accordo di ristrutturazione per le imprese con prevalente esposizione verso banche e intermediari finanziari, che prevede la possibilità di estenderne gli effetti anche ai creditori che non vi abbiano aderito; è stato consentito ai creditori di presentare piani di concordato alternativi a quelli proposti dai debitori.

GLI STRUMENTI NEGOZIALI DI GESTIONE DELLE CRISI DI IMPRESA: UTILIZZO ED ESITI

La legge fallimentare prevede diversi strumenti di ristrutturazione, basati su accordi contrattuali tra debitori e creditori, finalizzati a consentire la continuità delle imprese in crisi: i piani di risanamento, gli accordi di ristrutturazione e i concordati preventivi. Tali strumenti differiscono principalmente per il grado di coinvolgimento dell'Autorità giudiziaria, cui corrisponde maggiore complessità procedurale, e per l'applicabilità dei contenuti degli accordi ai creditori che non vi aderiscono. Il coinvolgimento del giudice è pressoché nullo nel piano di risanamento ed è crescente dagli accordi di ristrutturazione al concordato. Solo i contenuti del concordato e dell'accordo di ristrutturazione riservato ai creditori finanziari sono estensibili, con l'intervento del giudice, ai creditori che non vi abbiano aderito.

L'indagine condotta dalla Banca d'Italia nel 2015 presso i principali gruppi bancari italiani sulle procedure di gestione dei crediti deteriorati alle imprese fornisce indicazioni sul grado di utilizzo dei diversi strumenti e sugli esiti delle operazioni di ristrutturazione[1]. In termini di volume dei crediti interessati, il piano di risanamento è lo strumento cui più frequentemente si ricorre (66 per cento), seguito dall'accordo di ristrutturazione, utilizzato in poco più di un quarto dei casi, e dal concordato preventivo. L'importo medio di tali crediti è superiore negli accordi di ristrutturazione (figura, pannello a).

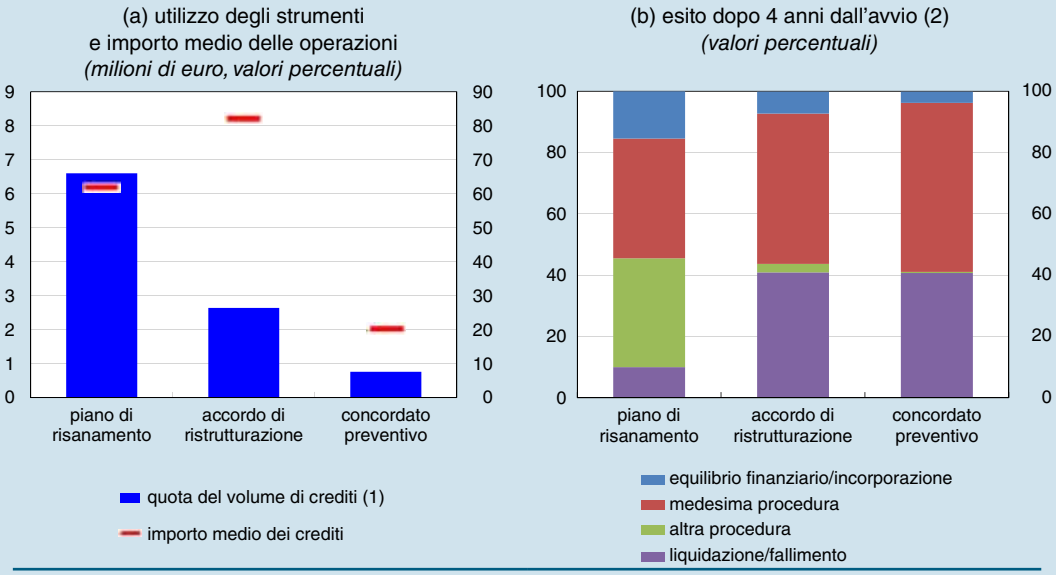
A quattro anni dall'avvio, in tre quarti delle operazioni realizzate mediante i piani di risanamento la procedura è ancora in corso o ne è stata avviata un'altra; tale quota

[1] 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.

è pari al 41 per cento per gli accordi di ristrutturazione e i concordati (a tre anni dall'avvio). Rispetto agli altri strumenti, il piano di risanamento conduce più spesso a esiti positivi: in poco più del 15 per cento dei casi si ottiene il riequilibrio finanziario delle imprese o la loro incorporazione in altre, rispetto al 7 per cento degli accordi e al 4 per cento dei concordati (figura, pannello b). Nel complesso emerge quindi una preferenza delle parti per l'impiego degli strumenti caratterizzati da minori complessità procedurali e onerosità, che tuttavia meno frequentemente arrivano a conclusione.

Figura

Utilizzo degli strumenti di ristrutturazione, importo medio delle operazioni ed esiti



(1) Scala di destra. – (2) I dati dei concordati si riferiscono agli esiti dopo 3 anni dall'avvio.

In parziale controtendenza rispetto a tale approccio, sono state introdotte modifiche alla disciplina del concordato preventivo relative alle modalità di voto e al contenuto delle proposte, che potrebbero ridurne l'impiego. Sebbene perseguano l'obiettivo di tutelare i creditori non garantiti, tali misure potrebbero ostacolare la realizzazione di soluzioni negoziali in grado di determinare, anche per i creditori, risultati migliori rispetto all'alternativa costituita dalla liquidazione fallimentare.

Il concordato è ampiamente utilizzato con finalità liquidatorie. Alla fine del 2014, secondo i dati forniti dalle principali banche italiane, quasi un quarto dei crediti interessati da procedure di liquidazione era relativo a concordati (il 54 per cento a fallimenti, il 21 a esecuzioni immobiliari); il valore medio dei crediti oggetto di procedure concordatarie era superiore a quello dei fallimenti (quasi un milione di euro rispetto a 450.000)[2]. L'utilizzo del concordato è maggiore nelle aree del Paese dove la durata delle procedure fallimentari è più elevata[3].

[2] 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.

[3] C. Castelli, G. Micucci, G. Rodano e G. Romano, *Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 316, 2016.

Le esecuzioni immobiliari. – Effetti di riduzione dei tempi per il recupero dei crediti possono scaturire dalle misure previste dal DL 83/2015 per accelerare i procedimenti di esecuzione forzata. Il modello dell'asta pubblica diviene residuale, prediligendo la vendita con offerte scritte irrevocabili e introducendo elementi di flessibilità nella determinazione del prezzo, con conseguente diminuzione del numero di tentativi di vendita necessari per allocare il bene. È stato reso obbligatorio il ricorso, da parte del giudice, alla delega a professionisti delle operazioni di vendita. Da ultimo il DL 59/2016 ha introdotto un limite temporale alla possibilità del debitore di opporsi al procedimento e reso obbligatorio per il giudice il ricorso a modalità telematiche per le operazioni di vendita.

Il sistema delle garanzie. – Il confronto internazionale mostra ampi spazi di ammodernamento della disciplina in materia di privilegio, pegno e ipoteca[4].

Il DL 59/2016 introduce una forma di garanzia mobiliare non possessoria, laddove in precedenza era richiesto al debitore di privarsi del bene, facilitando così la concessione di garanzie. Il nuovo istituto prevede che, in caso di inadempimento, il creditore possa rivalersi direttamente sul cespite chiedendone l'assegnazione in proprietà, senza ricorrere alla procedura giudiziale. Tale meccanismo, che è destinato a operare solo per i rapporti futuri, accelera i tempi di soddisfazione in caso di inadempimento, con effetti positivi anche sulle percentuali di recupero conseguibili.

Anche per i finanziamenti alle imprese garantiti da immobili si introduce un meccanismo stragiudiziale di assegnazione del bene in proprietà al creditore. Previo consenso delle parti, tale meccanismo può operare anche rispetto ai rapporti in essere, inclusi quelli classificati come esposizioni deteriorate nei bilanci degli intermediari creditizi, purché non sia stata già avviata una procedura concorsuale. Qualora vi si faccia ricorso, l'escussione stragiudiziale della garanzia può consentire l'estinzione del debito nell'arco di alcuni mesi, rispetto a una durata stimata delle esecuzioni giudiziarie di oltre tre anni (cfr. il riquadro: *Le misure sulle procedure di recupero dei crediti* del capitolo 13). Con la nuova modalità di recupero il creditore ottiene soddisfazione attraverso l'acquisizione di un bene illiquido, laddove – nella procedura esecutiva – incamera il prezzo di vendita.

Resta critica la disciplina dei privilegi, ossia delle cause di prelazione accordate dalla legge in considerazione della natura del credito. Essi risultano spesso anacronistici e non trasparenti, rendendo incerta la soddisfazione che i creditori concorrenti possono trarre dalla garanzia[5].

I fattori di contesto

La giustizia civile. – È proseguito il calo dei procedimenti pendenti dinanzi ai giudici di primo e secondo grado, confermando il trend decrescente iniziato nel 2010. Complessivamente dalla fine del 2009 al 30 giugno 2015 la riduzione è stata pari al 23 per cento. I miglioramenti sono stati più marcati per i giudici di pace rispetto a tribunali e corti d'appello (rispettivamente -39, -15 e -21 per cento).

---

[4] L'indicatore "strenght of legal rights", contenuto nel rapporto *Doing Business 2016. Measuring Regulatory Quality and Efficiency* della Banca Mondiale, che misura il grado di tutela che la disciplina delle garanzie e alcuni istituti del diritto fallimentare accordano ai creditori e ai debitori, collocava l'Italia al penultimo posto tra i paesi OCSE.

[5] E. Brodi, *Il sistema delle garanzie in Italia: una lettura economica delle disposizioni in materia di privilegio, pegno e ipoteca*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Tali andamenti sono attribuibili soprattutto alla contrazione del numero dei casi sopravvenuti, che riflette le misure adottate negli anni passati per ridurre i procedimenti portati in giudizio. Negli uffici del giudice di pace e nei tribunali, tale calo è stato però accompagnato anche da una diminuzione dei giudizi definiti. Solo nelle corti d'appello l'efficacia operativa è migliorata; ciò si riscontra in un andamento crescente dei casi definiti, evidente già dal 2005.

A livello territoriale la riduzione delle pendenze ha interessato gli uffici giudiziari con differente intensità. Rimane un'elevata eterogeneità, indice dell'esistenza di margini di miglioramento realizzabili grazie a misure organizzative (cfr. il riquadro: *La performance degli uffici giudiziari: eterogeneità territoriali*). Aumenti di efficienza potrebbero derivare dalla legge delega 57/2016 per la riforma della magistratura onoraria, che ne prevede l'utilizzo anche in attività di supporto al giudice togato.

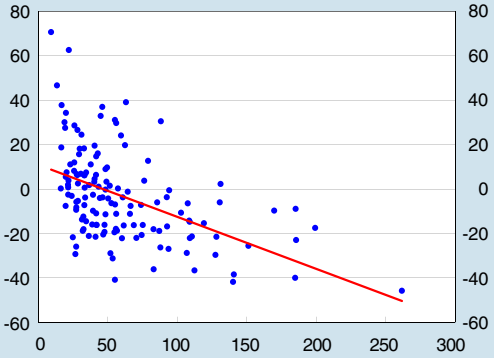
LA PERFORMANCE DEGLI UFFICI GIUDIZIARI: ETEROGENEITÀ TERRITORIALI

Nel 60 per cento dei tribunali i giudizi pendenti sono diminuiti (con tassi di variazione fino al -46 per cento), mentre sono cresciuti nel resto dei casi. Le riduzioni sono più ampie laddove maggiori erano i livelli iniziali (figura, pannello a). Gli andamenti nel tempo sono, però, correlati soprattutto con le variazioni intervenute nel numero dei giudizi avviati.

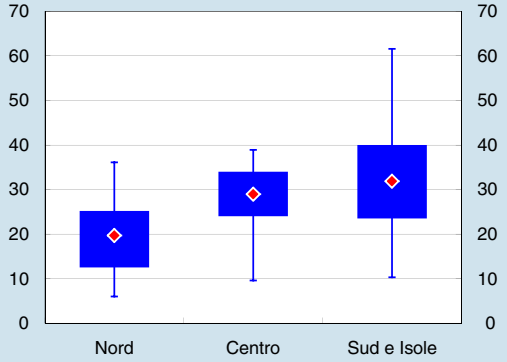
Figura

Differenze di funzionamento dei tribunali

(a) procedimenti pendenti: livello iniziale nel 2009 e variazione 2009-2014 (1)
(numero di procedimenti, valori percentuali)



(b) procedimenti pendenti da più di 3 anni sul totale per area geografica nel 2014 (2)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.
(1) L'asse delle ascisse riporta il numero di procedimenti pendenti (ogni 1.000 abitanti) nel 2009, quello delle ordinate la variazione percentuale del numero di procedimenti pendenti nel periodo 2009-2014; la linea rossa rappresenta la retta di interpolazione. – (2) Il grafico riporta la quota dei procedimenti pendenti da più di 3 anni sul totale; gli estremi inferiore e superiore indicano i valori minimi e massimi, i rombi il valore medio, il rettangolo l'ampiezza interquartile.

Il grado di eterogeneità rimane elevato, con marcate differenze tra le diverse aree del Paese. In media la quota dei casi pendenti da più di tre anni sul totale è pari al 20 per cento al Nord e al 30 al Centro Sud. La variabilità all'interno di ciascuna area è elevata, soprattutto nel Mezzogiorno (figura, pannello b). Nelle corti d'appello il numero dei giudizi pendenti ha iniziato a ridursi dal 2012. Il calo ha interessato tutte le corti, sebbene con intensità diversa. Anche per le corti d'appello si registrano rilevanti differenze, che – diversamente dai tribunali – non riflettono la collocazione geografica. Alla fine del 2014 la quota dei casi pendenti da più di tre anni variava dal 2 per cento di Trieste al 51 di Potenza.

È in controtendenza il dato relativo alla Corte di cassazione, che nell'anno ha fatto registrare un aumento dei ricorsi pendenti di poco inferiore al 4 per cento. Alla fine del 2015 questi avevano superato i 100.000, quasi il doppio rispetto al 2000. Nel 2015 sono stati iscritti quasi 30.000 ricorsi, il 38 per cento in materia tributaria. Del totale dei casi iscritti il 15 per cento aveva un valore economico dichiarato inferiore a 5.200 euro; più della metà interessava lo Stato o un ente locale.

L'efficienza della Pubblica amministrazione. – Dalla scorsa estate, con l'approvazione della legge delega 124/2015, è stato avviato un ampio e ambizioso programma di riforma della PA. Tra i principali interventi la legge dispone una razionalizzazione degli assetti organizzativi, misure di semplificazione amministrativa per accelerare l'avvio dell'attività di impresa, un più ampio ricorso alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Modifiche rilevanti interessano la dirigenza pubblica, promuovendo una maggiore trasparenza e concorrenza nel conferimento degli incarichi, e il pubblico impiego, disponendo una revisione dei meccanismi di selezione e valutazione dei dipendenti.

L'adeguata attuazione di tali misure può migliorare, nel tempo, la qualità dell'azione pubblica; la piena efficacia degli interventi può richiedere investimenti addizionali di risorse. Per imprimere un più effettivo cambiamento al funzionamento della PA è fondamentale superare l'attuale frammentazione delle competenze e la duplicazione delle funzioni.

Positiva appare l'attenzione rivolta al pubblico impiego, soprattutto per accrescere l'attrattività del settore nei confronti di soggetti motivati e competenti (cfr. il riquadro: *Le motivazioni di chi sceglie di lavorare nella Pubblica amministrazione*).

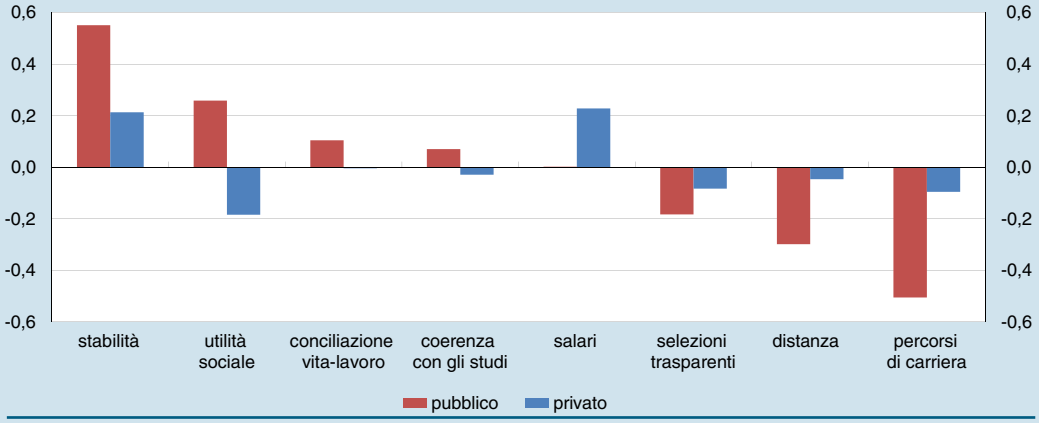
Nel nostro paese la capacità del settore pubblico di attrarre tali soggetti risente di politiche retributive e di carriera che remunerano poco l'istruzione e le competenze dei lavoratori. Secondo stime basate sui dati dell'Indagine sui redditi e sulle condizioni di vita delle famiglie in Europa (EU-SILC) dell'Eurostat, il divario nei rendimenti dell'istruzione a sfavore dell'Italia rispetto ad altri paesi (Spagna, Regno Unito, Francia e Germania) è nell'ordine di 2 punti percentuali. Tale divario è più ampio nel settore pubblico (2,6 punti percentuali) rispetto al privato (1,9). Elaborazioni basate su dati del Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC) dell'OCSE riportano risultati qualitativamente simili con riferimento alle competenze cognitive (numeriche e linguistiche) effettivamente possedute.

LE MOTIVAZIONI DI CHI SCEGLIE DI LAVORARE NELLA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE

Da una serie di quesiti contenuti nell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014, rivolti ai dipendenti pubblici e privati sulle motivazioni che li hanno indotti a scegliere il rispettivo settore di impiego, quello pubblico emerge come largamente preferito rispetto al privato: per l'82 per cento dei lavoratori della Pubblica amministrazione il settore pubblico è stata una precisa scelta, contro il 40 dei lavoratori del settore privato. I fattori che inducono a scegliere l'impiego pubblico sono soprattutto di natura non monetaria: la stabilità del rapporto di lavoro, le possibilità di conciliazione vita-lavoro, il contenuto del lavoro in termini sia di utilità sociale, sia di coerenza con il percorso di studi seguito (figura).

Figura

Influenza dei diversi fattori sulla scelta di lavorare nel settore pubblico e in quello privato (1)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014.
(1) Le barre mostrano la media per settore della differenza tra l'importanza (valori compresi tra 1 e 5) attribuita da ciascun individuo al singolo fattore nell'aver determinato la scelta del settore di impiego e il valore medio riportato dall'individuo relativamente agli 8 fattori considerati. Questi sono: la stabilità nel rapporto di impiego ("stabilità"); il desiderio di svolgere un lavoro utile alla società ("utilità sociale"); l'orario di lavoro più rispondente alle esigenze personali ("conciliazione vita-lavoro"); la maggiore coerenza con il percorso di studi e con la formazione ("coerenza con gli studi"); il salario e i sistemi di retribuzione accessori ("salari"); la trasparenza nelle procedure di selezione ("selezioni trasparenti"); la minore distanza dal luogo di residenza ("distanza"); i percorsi di carriera più dinamici ("percorsi di carriera").

Le differenze sul peso attribuito ai vari fattori da lavoratori con caratteristiche diverse evidenziano i principali punti di forza e di debolezza del settore pubblico nell'attrarre i soggetti più istruiti e capaci. Le stime mostrano che il pubblico impiego è significativamente meno attraente del privato per le prospettive di carriera, ma più attraente per la coerenza tra lavoro e studi svolti. Le differenze sopra indicate sono, inoltre, più ampie tra i lavoratori con un più elevato livello di istruzione e tra quelli più capaci (definiti come coloro che hanno impiegato meno tempo a conseguire il titolo di studio). Per i più istruiti l'attrattività del settore pubblico rispetto al privato si riduce significativamente anche in relazione alla trasparenza delle procedure di selezione e agli aspetti retributivi, mentre aumenta in relazione al desiderio di svolgere un lavoro utile alla società e alle possibilità di conciliare i tempi di vita e di lavoro[1].

[1] L. Rizzica, *Why go public? A study of the individual determinants of public sector employment choice*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

I limiti nell'attrarre i soggetti più istruiti e capaci sono stati accresciuti dall'ampio ricorso, negli ultimi quindici anni, a contratti di lavoro flessibile, stipulati di regola sulla base di procedure poco selettive, e dalle stabilizzazioni che ne sono seguite, con aggiramento delle regole concorsuali (cfr. il capitolo 15: *La Pubblica amministrazione* nella *Relazione annuale* sul 2014).

Le tradizionali prove selettive, prevalentemente orientate al reclutamento di profili generalisti sulla base della verifica di conoscenze nozionistiche, possono avere limiti nel favorire l'ingresso nel settore pubblico dei soggetti con il profilo più indicato. Stime basate sull'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nel 2014 indicano che la probabilità di superamento di un concorso dipende più dall'impegno profuso nella preparazione della specifica prova, che non da indicatori di capacità individuali. Segnalano inoltre che i costi di preparazione delle prove concorsuali per i candidati sono elevati: gli assunti

per selezione pubblica hanno studiato in media cinque mesi per sostenere la prova; oltre il 45 per cento in quel periodo si è dedicato unicamente allo studio[6]. La frequenza irregolare delle procedure e la perdurante vigenza di lunghe graduatorie di idonei (in media, sette per ogni vincitore) hanno rappresentato ulteriori aspetti problematici.

La riforma introduce limiti al ricorso a graduatorie di idonei e prevede una gestione accentrata dei concorsi, elementi che potrebbero favorire una maggiore trasparenza e comparabilità delle selezioni e renderne più regolare nel tempo la cadenza. L'accentramento dei concorsi dovrebbe preservare la possibilità di ricorrere a canali di accesso differenziati e più flessibili per il reclutamento di profili specializzati. L'efficacia delle selezioni beneficerebbe di meccanismi volti ad associare la procedura concorsuale a periodi di prova autenticamente selettivi e volti anche a verificare attitudini e motivazioni dei candidati.

Il fenomeno del precariato è contrastato mediante la riduzione delle forme di lavoro flessibile utilizzabili nella PA; per arginare il rischio di stabilizzazioni poco attente al merito è fondamentale che il successivo ingresso a tempo indeterminato sia subordinato al superamento di procedure effettivamente selettive.

I criteri della delega circa la valutazione e gli incentivi dei dipendenti pubblici, cruciali per promuoverne l'impegno lavorativo, non sono definiti con precisione. I margini per riconoscere e premiare i meriti individuali potrebbero essere ampliati attraverso un'articolazione più flessibile dei percorsi di carriera e l'attribuzione di maggiori prerogative gestionali ai dirigenti[7].

I contratti pubblici. – Miglioramenti nell'efficienza dell'azione amministrativa dovrebbero scaturire dal nuovo Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 50/2016), che determina il passaggio da una disciplina rigida e dettagliata a una più snella e flessibile. Si attribuisce una maggiore discrezionalità alle stazioni appaltanti, delle quali si prefigura una centralizzazione, introducendo anche un apposito sistema di qualificazione. Tale discrezionalità è bilanciata da un rafforzamento dei poteri di regolazione dell'Autorità nazionale anticorruzione, da importanti presidi di contrasto alla corruzione e da una specifica attenzione rivolta alla fase esecutiva dei contratti. La scelta di introdurre requisiti di carattere reputazionale per le imprese, che consentano di premiarne l'operato pregresso, appare particolarmente rilevante.

Ove tempestivamente seguito da adeguate misure di attuazione, in particolare attraverso l'adozione di strumenti di regolamentazione flessibile (linee guida e documenti tipo) da parte dell'autorità di settore, il nuovo Codice potrebbe assicurare un quadro di riferimento più stabile e responsabilizzare gli operatori in base ai risultati conseguiti. Il successo della riforma dipenderà anche dalla disponibilità di risorse e competenze professionali, cruciali per assicurare il corretto esercizio dei margini di discrezionalità insiti nei nuovi strumenti.

---

[6] C. Giorgiantonio, T. Orlando, G. Palumbo e L. Rizzica, *Incentivi e selezione nel pubblico impiego*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[7] R. Occhilupo e L. Rizzica, *Incentivi e valutazione dei dirigenti pubblici in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 310, 2016.

13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2015 il miglioramento della congiuntura si è riflesso sull'attività degli intermediari creditizi italiani.

I prestiti delle banche si sono stabilizzati alla fine dell'anno e, per la prima volta dopo quattro anni, sono cresciuti nei primi mesi del 2016, sebbene in misura molto contenuta; le politiche di offerta sono diventate più espansive, ma rimangono fortemente differenziate in ragione del rischio e della dimensione della clientela. La provvista è lievemente diminuita; il costo medio è sceso, seguendo l'andamento dei tassi di mercato monetario. Le condizioni di raccolta sono rimaste nel complesso stabili, anche dopo la risoluzione di quattro banche rappresentanti circa l'1 per cento dei depositi.

La qualità del credito ha beneficiato del miglioramento congiunturale, il tasso di deterioramento dei prestiti è diminuito in modo significativo e la consistenza dei crediti deteriorati si è stabilizzata. La redditività è tornata positiva per gli intermediari creditizi (bancari e non bancari): permangono tuttavia difficoltà per il complesso delle piccole banche, per alcune di media dimensione e per i confidi. Gli indici patrimoniali sono saliti.

Alla fine del 2015 e nei primi mesi di quest'anno la caduta dei corsi azionari nel settore bancario dell'area dell'euro, determinata principalmente da un rialzo dei premi per il rischio, e l'aumento della loro volatilità sono stati più marcati per le banche italiane, che hanno risentito dell'elevato ammontare di crediti deteriorati nei bilanci (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). Vi hanno contribuito le incertezze tra gli investitori sull'esito di alcune operazioni, già programmate, di rafforzamento del capitale.

L'elevata incidenza di prestiti deteriorati, eredità della lunga recessione, influisce negativamente sulla redditività delle banche e, quindi, sulla capacità di accrescere il patrimonio e di erogare il credito. La riduzione, necessariamente graduale, di questi crediti potrà beneficiare delle iniziative intraprese dallo scorso anno, tra cui le misure per diminuire i tempi delle procedure di recupero (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*) e lo schema di garanzia dello Stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs). Allo sviluppo di un mercato secondario dei crediti deteriorati potrà contribuire il fondo di investimento privato Atlante, recentemente costituito (cfr. il riquadro: *L'avvio del fondo Atlante*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

La raccolta degli investitori istituzionali si è mantenuta su livelli elevati. I bassi tassi di interesse hanno indotto gli intermediari a contrarre la quota del portafoglio investita in titoli pubblici italiani e ad aumentare gli investimenti in titoli emessi da imprese private. Il positivo andamento della raccolta ha continuato a sostenere la redditività nei principali comparti.

LE BANCHE

La struttura dell'industria bancaria italiana

Alla fine del 2015 erano attive in Italia 139 banche appartenenti a 75 gruppi bancari, 424 banche non appartenenti a gruppi e 80 filiali di banche estere[1]. Nell'anno il numero delle banche è diminuito di 20 unità: le iscrizioni sono state 16 mentre le cancellazioni 36 (26 a seguito di operazioni di concentrazione, 8 di liquidazioni e 2 per rinuncia all'attività bancaria).

In seguito alla riforma della disciplina delle banche popolari[2] due tra le principali banche capogruppo si sono trasformate in società per azioni nel corso del 2015, un'altra all'inizio del 2016.

Lo scorso aprile è stata approvata la riforma delle banche di credito cooperativo[3] (365 intermediari), che introduce l'istituto del gruppo bancario cooperativo per favorire l'integrazione nel comparto, il conseguimento di economie di scala e il rafforzamento patrimoniale (cfr. il riquadro: *La recente riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

Nel novembre 2015 è stata risolta la situazione di crisi di quattro banche in amministrazione straordinaria, con una quota complessiva del mercato dei depositi dell'1 per cento circa; la soluzione adottata si è basata sulle nuove norme introdotte nell'ordinamento italiano in recepimento della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche e delle imprese di investimento (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD)[4].

I gruppi bancari italiani classificati come significativi nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico e vigilati direttamente dalla BCE, in cooperazione con la Banca d'Italia, erano 13 nel 2015; il loro attivo complessivo era pari al 73 per cento di quello del sistema bancario del nostro paese. Tre gruppi risultavano tra le 37 banche europee con attività complessive di almeno 200 miliardi di euro[5]. Tali intermediari sono stati identificati dalla Banca d'Italia all'inizio del 2016 come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale[6] (other systemically important institution, O-SII); il più grande è stato incluso dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) tra le istituzioni a rilevanza sistemica globale, assieme ad altre 12 banche europee, e successivamente designato come tale dalla Banca d'Italia (global systemically important institution, G-SII; cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari e la tutela della stabilità finanziaria* nella *Relazione sulla gestione*

---

[1] Dati al 31 dicembre 2015.

[2] DL 3/2015, convertito dalla L. 33/2015.

[3] DL 18/2016, convertito dalla L. 49/2016.

[4] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Informazioni sulla soluzione delle crisi di quattro banche in amministrazione straordinaria*.

[5] Banche con esposizione di almeno 200 miliardi di euro alla fine del 2014 secondo i dati diffusi dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) sul proprio sito internet.

[6] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*.

e sulle attività della Banca d'Italia sul 2015). Nel confronto con un campione di gruppi bancari significativi, quelli italiani hanno mediamente una quota dell'attivo investita in prestiti alle imprese più elevata e un'esposizione al rischio di credito meno diversificata per paese; entrambe queste caratteristiche possono essere fattori di vulnerabilità durante le fasi recessive[7].

Lo scorso anno il numero di sportelli bancari è sceso dell'1,5 per cento rispetto all'anno precedente, a 30.258, e dell'11,4 per cento nel confronto con il 2008. La diminuzione ha interessato principalmente gli intermediari maggiori, che hanno iniziato a ridimensionare la rete delle filiali sin dal 2008. Il numero di sportelli bancari ogni 10.000 abitanti, pari nel 2014 a 5,1, è più elevato rispetto alla media dell'area dell'euro (4,7), ma più basso che in Spagna (6,9) e in Francia (5,7)[8].

La diffusione dei canali distributivi digitali per i servizi bancari è in aumento; il 57 per cento delle famiglie con un conto di deposito può accedervi attraverso questa modalità e il 50 per cento può utilizzarlo con funzioni dispositive (53 e 47 per cento, rispettivamente, nel 2014). La quota di bonifici effettuati attraverso canali telematici è aumentata di due punti percentuali rispetto al 2014, al 20 per cento. Le banche hanno anche ampliato la gamma di servizi offerti. Le risposte degli intermediari che hanno partecipato all'Indagine regionale sul credito bancario condotta all'inizio del 2016 dalle Filiali della Banca d'Italia indicano che nei primi anni di diffusione del canale digitale le banche offrivano soprattutto servizi di pagamento; gradualmente è aumentato a poco meno della metà il numero di quelle che forniscono servizi remoti di gestione del risparmio; la quota di fondi comuni collocata attraverso il canale telematico è passata negli ultimi cinque anni dal 20 al 35 per cento. Rimangono poco numerosi, seppure in aumento, gli intermediari che utilizzano il canale digitale per la concessione di prestiti, quasi esclusivamente alle famiglie.

Le tecnologie digitali stanno riducendo i costi di ingresso nell'industria dei servizi finanziari. In particolare, in alcuni paesi vi sono numerosi operatori specializzati nell'attività di prestito collettivo attraverso canali interamente digitali; in Italia la loro presenza è trascurabile (cfr. il riquadro: *Il prestito collettivo*).

IL PRESTITO COLLETTIVO

Il prestito collettivo (lending-based crowdfunding) è un canale di finanziamento alternativo rispetto a quello rappresentato dagli intermediari creditizi: famiglie e piccole imprese sono finanziate direttamente da una moltitudine di investitori[1]. L'incontro tra domanda e offerta di fondi (da parte di privati o investitori istituzionali) avviene su

[1] Il prestito collettivo si distingue dalle altre forme di finanziamento collettivo in cui: i finanzatori effettuano donazioni senza pretendere nulla in cambio (donation-based crowdfunding); i soggetti finanziati promettono ai finanziatori un compenso in natura (reward-based crowdfunding); i finanziatori partecipano al capitale di un'impresa (equity-based crowdfunding).

[7] E. Bonaccorsi di Patti, R. Felici e F.M. Signoretti, *Euro area significant banks: main differences and recent performance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 306, 2016.

[8] Elaborazioni su dati BCE, *Report on Financial Structures*, 2015.

una piattaforma informatica che: (a) valuta il merito di credito dei potenziali debitori; (b) gestisce, anche avvalendosi di società terze, i flussi di pagamento tra debitori e finanziatori. Il rischio di credito rimane, in larga parte o interamente, in capo ai finanziatori. Lo sfruttamento delle nuove tecnologie rende l'intero processo semplice, veloce e poco costoso.

I prestiti erogati avvalendosi di queste piattaforme costituiscono ancora una piccola parte del totale dei finanziamenti, ma sono in rapida crescita in particolare in Cina, negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In quest'ultimo paese si stima che nel 2015 i prestiti collettivi concessi alle piccole imprese siano raddoppiati rispetto all'anno precedente, fino a rappresentare il 14 per cento del credito erogato dalle banche a questa categoria di clientela, al netto dei rimborsi[2]. Nell'Europa continentale e in Italia questo tipo di finanziamenti è molto meno diffuso: le tre principali piattaforme attive nel nostro paese (due per i prestiti alle famiglie e una per i prestiti alle imprese) nel 2015 hanno facilitato finanziamenti per meno di 10 milioni di euro.

Il prestito collettivo permette a soggetti che fino a oggi hanno potuto rivolgersi unicamente agli intermediari tradizionali di diversificare le fonti di finanziamento e ottenere prestiti di importo limitato che spesso non vengono concessi dagli intermediari in quanto poco redditizi o considerati eccessivamente rischiosi; consente inoltre di ampliare le opportunità di investimento di privati e investitori istituzionali. Utilizzando in modo efficiente la grande quantità di informazioni messe a disposizione dall'economia digitale (big data), le piattaforme mitigano le asimmetrie informative tra debitori e finanziatori che altrimenti potrebbero essere ridotte solamente interagendo in modo diretto con la clientela. Numerosi governi, banche centrali e istituzioni sovranazionali[3] riconoscono i potenziali benefici della diffusione di questi prestiti, particolarmente per le piccole imprese. Gli effetti positivi potrebbero essere maggiori in paesi come l'Italia, in cui le microimprese hanno un peso rilevante e continuano ad avere difficoltà nell'accesso al credito (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

L'attività di prestito collettivo può inoltre rappresentare uno stimolo alla concorrenza nel settore finanziario, incentivando gli intermediari tradizionali a investire maggiormente nelle nuove tecnologie. Vi sono inoltre ampi spazi di collaborazione con le banche: negli Stati Uniti e nel Regno Unito in numerosi casi gli intermediari tradizionali hanno affidato, in parte o completamente, il processo di erogazione di alcuni tipi di prestito alle piattaforme sfruttandone la maggiore efficienza.

A fronte dei potenziali benefici sussistono rischi. Non è ancora possibile valutare se i modelli con cui le piattaforme misurano il merito di credito, non sottoposti ad alcuna forma di validazione da parte delle autorità di vigilanza, siano affidabili anche in una situazione congiunturale sfavorevole. Un rialzo dei tassi di interesse o l'avvio di una recessione potrebbe fare aumentare le perdite su crediti in misura maggiore del previsto. Alle autorità di vigilanza dovrebbe essere demandato almeno

---

[2] B. Zhang, P. Baeck, T. Ziegler, J. Bone e K. Garvey, *Pushing Boundaries. The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, 2016.

[3] Commissione europea, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD(2016) 154 final, 2016; inoltre la Banca europea per gli investimenti ha recentemente approvato un progetto pilota per il finanziamento di prestiti facilitati da una piattaforma operante nel Regno Unito.

il compito di assicurare il rispetto delle norme antiriciclaggio, la correttezza nel gestire i flussi di pagamento e la protezione dei consumatori. È necessario infine tenere sotto osservazione il crescente coinvolgimento degli investitori istituzionali[4] che, se eccessivo, potrebbe costituire un rischio per la stabilità finanziaria[5]. La regolamentazione dovrebbe contemperare l'esigenza di presidiare adeguatamente i rischi con quella di non ostacolare lo sviluppo di un'attività in rapido cambiamento. La Commissione europea non ritiene per ora necessario proporre una regolamentazione di livello comunitario, ma segue attentamente lo sviluppo di questo settore, con particolare riguardo all'efficacia delle norme nazionali e al loro grado di convergenza.

In Italia non vi è una regolamentazione specifica per l'attività di prestito collettivo, come avviene invece in alcuni paesi europei (Francia, Portogallo, Regno Unito e Spagna). I soggetti coinvolti in questo tipo di prestiti (piattaforme, finanziatori e debitori) devono tuttavia rispettare le norme che disciplinano le diverse riserve di attività (fra cui la raccolta del risparmio tra il pubblico, l'attività bancaria, l'erogazione di finanziamenti nei confronti del pubblico, la mediazione creditizia e la prestazione di servizi di pagamento). La Banca d'Italia ha recentemente sottoposto a consultazione pubblica una modifica della normativa secondaria in materia di raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche: in quest'ambito ha fornito chiarimenti in merito ai limiti da rispettare affinché l'esercizio dell'attività di finanziamento collettivo si svolga coerentemente con le norme sulla raccolta del risparmio fra il pubblico[6].

---

[4] Una quota sempre maggiore di prestiti collettivi è finanziata da fondi speculativi e banche, specialmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito (in quest'ultimo paese la percentuale è stimata poco al di sotto del 30 per cento). Sono in crescita anche i finanziamenti oggetto di cartolarizzazioni.

[5] FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*, 2014.

[6] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Disposizioni di vigilanza. Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*.

Le attività

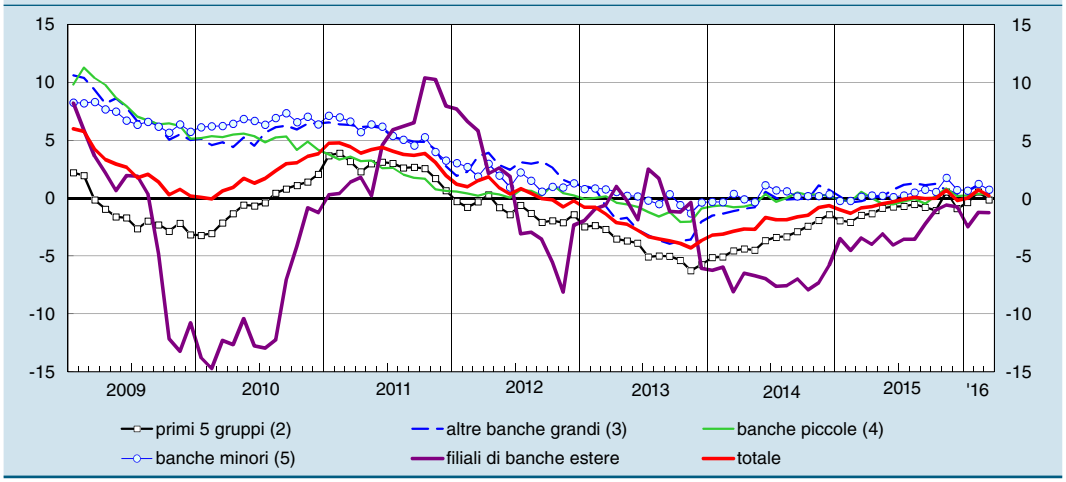
Il credito. – La contrazione dei prestiti, in atto dal 2012, si è progressivamente attenuata fino ad annullarsi. In dicembre la variazione sui dodici mesi dei prestiti delle banche operanti in Italia era pari a -0,2 per cento (fig. 13.1). Nei primi mesi del 2016 il tasso di crescita è tornato lievemente positivo (0,2 per cento lo scorso marzo); l'aumento è ascrivibile ai finanziamenti alle famiglie, che hanno ripreso a crescere per i cinque maggiori gruppi e hanno accelerato per gli altri intermediari.

Le banche hanno continuato a mantenere politiche di offerta improntate a prudenza, ampliando i prestiti alla clientela meno rischiosa. La componente italiana dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) ha rilevato, soprattutto nella seconda metà dell'anno, una moderata ripresa della domanda che sulla base di quanto dichiarato dagli intermediari partecipanti dovrebbe continuare anche nel secondo trimestre del 2016.

I prestiti alle famiglie sono aumentati nel 2015 dell'1,2 per cento. La crescita delle erogazioni di nuovi mutui ha superato quella del 2014 (38,3 e 11,7 per cento, rispettivamente); il credito al consumo concesso dalle banche ha registrato un'espansione del 5,1 per cento (era sceso dello 0,7 per cento nel 2014; cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*).

Figura 13.1

Prestiti bancari per gruppo dimensionale di banca (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)

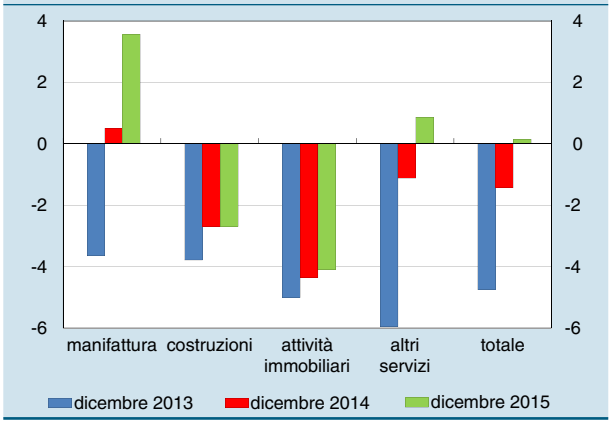


Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati di marzo del 2016 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La suddivisione degli intermediari è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a marzo 2016 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre del 2008. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Banche appartenenti ai seguenti gruppi: Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, 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.

Il credito alle imprese è diminuito dello 0,7 per cento, meno che nel 2014 (-1,9 per cento); se si considerano soltanto le imprese che non hanno debiti deteriorati, la crescita è stata lievemente positiva per l'insieme dei comparti (0,3 per cento) e in forte accelerazione per il settore manifatturiero (fig. 13.2).

Figura 13.2

Prestiti alle imprese che non hanno debiti deteriorati
(variazioni percentuali sui 12 mesi terminanti nel periodo indicato)



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Prestiti delle banche e delle società finanziarie segnalanti alla Centrale dei rischi a imprese che nell'arco dei 12 mesi considerati avevano solo debiti non deteriorati. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007.

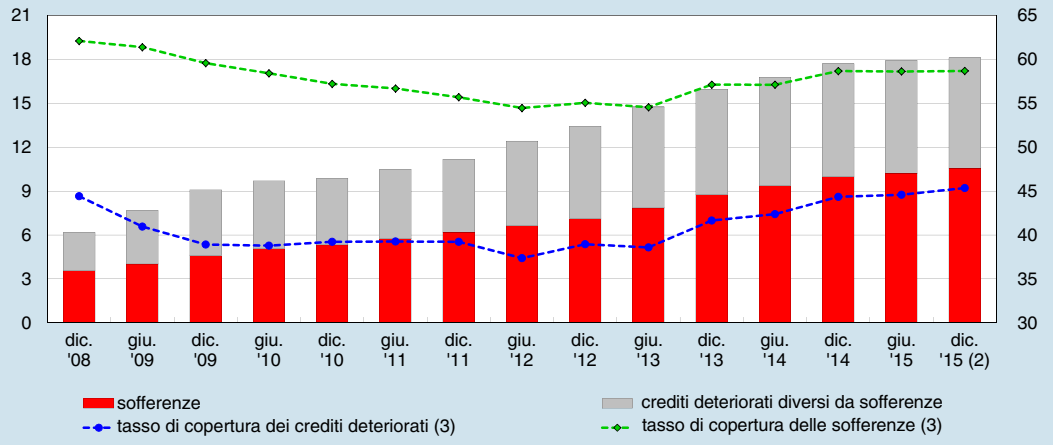
I finanziamenti hanno continuato a diminuire a ritmi sostenuti per le imprese con meno di 20 addetti (-2,5 per cento; cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Il divario rispetto alle altre aziende riflette sia la più elevata vulnerabilità dei bilanci di quelle minori – che tende a frenare la concessione del credito da parte delle banche – sia altri fattori di domanda e di offerta. Dal lato della domanda, le imprese più grandi hanno finora beneficiato maggiormente della ripresa economica, hanno aumentato gli investimenti e visto conseguentemente ampliarsi le loro esigenze di finanziamento. Dal lato dell'offerta, assumono rilievo i costi fissi di erogazione dei prestiti di piccolo importo, che ne riducono la convenienza in presenza di bassi tassi di interesse, e la minore capacità delle banche di media e piccola dimensione – gli intermediari di riferimento per le aziende medie e piccole – di concedere credito a causa della debole redditività e della crescita più rapida dei crediti deteriorati.

La qualità del credito. – La ripresa dell'economia si riflette sull'andamento della qualità del credito. Nel 2015 si è fortemente ridotto il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei crediti: in media d'anno è sceso dal 4,8 per cento del 2014 al 3,7, riportandosi sui livelli osservati nella seconda metà del 2008. Il tasso di ingresso in sofferenza è rimasto stabile rispetto all'anno precedente (2,6 per cento in media d'anno); i flussi di nuove sofferenze continuano a essere alimentati dal passaggio a questa categoria di prestiti già classificati come deteriorati. Nel primo trimestre 2016 i nuovi crediti deteriorati, su base annua e al netto dei fattori stagionali, hanno ulteriormente rallentato, al 2,9 per cento.

Nel corso del 2015 lo stock di crediti deteriorati si è stabilizzato: al lordo delle rettifiche di valore alla fine dell'anno ammontava a circa 360 miliardi (il 18,1 per cento dei prestiti alla clientela; fig. 13.3), di cui circa 210 miliardi in sofferenza; al netto delle rettifiche di valore gli importi in bilancio erano rispettivamente pari a 197 e 87 miliardi. L'incidenza dei crediti deteriorati lordi dei principali gruppi bancari italiani era del 16,8 per cento contro una media europea del 5,8[9].

Figura 13.3

Qualità del credito delle banche e dei gruppi bancari italiani: incidenze e tassi di copertura dei crediti deteriorati e delle sofferenze (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Crediti verso clientela. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le incidenze sono calcolate a partire dalle esposizioni al lordo 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.

Il 78,7 per cento dei crediti deteriorati lordi era verso imprese. Per questi crediti, le garanzie reali erano pari al 47,8 per cento delle esposizioni deteriorate lorde[10]. La quota di garanzie reali era più elevata per i crediti verso le famiglie (66,8 per cento; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

[9] Nel confronto internazionale l'indicatore include anche le esposizioni verso banche centrali e banche (cfr. EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2015*, 2016).

[10] I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. L'importo delle garanzie inoltre non corrisponde necessariamente al valore della garanzia stessa, bensì all'ammontare del credito coperto da una garanzia reale: ad esempio, nel caso di un credito assistito da una garanzia il cui valore è superiore al credito, l'importo segnalato è pari a quello del credito stesso.

Negli ultimi tre anni le svalutazioni effettuate dalle banche hanno comportato un aumento di circa 8 punti percentuali del tasso di copertura dei crediti deteriorati (rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare lordo dei crediti deteriorati), che alla fine del 2015 era pari al 45,4 per cento (58,7 per cento per le sofferenze), un valore in linea con quello medio delle principali banche europee. Per gli intermediari minori il tasso di copertura è salito di oltre 15 punti, al 40,9 per cento. Il divario rispetto alla media del sistema bancario è in gran parte attribuibile alla più elevata quota di crediti deteriorati assistiti da garanzie reali o personali (79,2 rispetto al 67,0 per cento) e al minore peso delle sofferenze nei crediti deteriorati.

Il rapporto tra i crediti deteriorati lordi e la somma delle rettifiche sui crediti e del capitale di migliore qualità (Texas ratio), benché elevato nel confronto internazionale, è soltanto di poco superiore al 100 per cento (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

Le misure adottate nel 2015 e nella primavera del 2016 per accorciare i tempi di recupero dei crediti avranno effetti positivi sulle valutazioni di mercato dei prestiti deteriorati, favorendone la cessione (cfr. il riquadro: *Le misure sulle procedure di recupero dei crediti*).

LE MISURE SULLE PROCEDURE DI RECUPERO DEI CREDITI

Una delle ragioni del mancato sviluppo in Italia di un mercato secondario dei prestiti deteriorati è il permanere di una differenza significativa tra il valore di bilancio di tali attivi e i prezzi offerti dagli investitori; su questa differenza influisce in misura rilevante la lunghezza delle procedure di recupero, elevata nel confronto internazionale. All'inizio di maggio il Governo ha varato un provvedimento (DL 59/2016) contenente misure per ridurre i tempi di recupero dei crediti (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*) che rafforzeranno gli effetti degli interventi legislativi adottati la scorsa estate[1].

Per i finanziamenti alle imprese garantiti da immobili si introduce un meccanismo stragiudiziale di assegnazione del bene in proprietà al creditore (patto marciano) che, previo consenso delle parti, può operare anche rispetto ai rapporti in essere inclusi quelli classificati come esposizioni deteriorate nei bilanci degli intermediari, purché non sia stata già avviata una procedura concorsuale. Il meccanismo può essere applicato anche alle esposizioni per le quali sia in corso una procedura esecutiva.

Qualora vi si ricorra, l'escussione stragiudiziale della garanzia può consentire l'estinzione del debito nell'arco di sette-otto mesi, rispetto a una durata stimata delle procedure esecutive di oltre quattro anni, prima degli interventi della scorsa estate, e di oltre tre anni prima del recente decreto. Questa possibilità, riducendo il carico di lavoro dei tribunali, potrebbe favorire anche una più celere conclusione dei procedimenti di recupero che seguono un iter giudiziario.

[1] M. Marcucci, A. Pischedda e V. Profeta, *The changes of the Italian insolvency and foreclosure regulation adopted in 2015*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 2, 2015.

A regime l'effetto sul prezzo di mercato di una sofferenza verso imprese assistita da garanzia immobiliare per la quale si utilizzi il meccanismo stragiudiziale di recupero potrebbe essere considerevole. Esercizi di simulazione suggeriscono che, sotto certe ipotesi, il prezzo che un operatore di mercato sarebbe disposto a pagare per una sofferenza con un valore lordo iniziale pari a 100, attualmente iscritta in bilancio a 60, potrebbe aumentare fino a valori prossimi a quello di bilancio[2].

Nella fase di transizione la quantificazione dell'effetto sul prezzo medio dello stock di sofferenze esistenti (che include sia la parte per la quale si ipotizza venga utilizzato il patto marciano sia la parte restante) dipende: (a) dalla quota delle sofferenze verso imprese potenzialmente interessata dall'applicazione del meccanismo stragiudiziale; (b) dalla percentuale di questi crediti che sarà effettivamente rinegoziata.

Per quanto riguarda il punto (a), si può assumere che le posizioni potenzialmente interessate dal meccanismo siano quelle iscritte tra le sofferenze da minore tempo, per le quali si può ritenere che le procedure di recupero giudiziali non siano state avviate o siano alle prime fasi; considerando quelle classificate tra le sofferenze da meno di due anni, la quota sarebbe pari a circa un terzo delle sofferenze verso imprese garantite da immobili. Relativamente al punto (b), la valutazione della percentuale di questi crediti che sarà effettivamente rinegoziata non è agevole: il ricorso alla rinegoziazione dei contratti dipende infatti dagli incentivi delle banche e delle imprese, sui quali incidono caratteristiche specifiche di ciascun rapporto creditizio. Se questa percentuale fosse del 50 per cento, la differenza media tra il valore di bilancio e i prezzi offerti dagli investitori per l'intero stock di sofferenze verso imprese garantite da immobili si ridurrebbe di circa il 15 per cento. Ciò corrisponderebbe a un aumento del prezzo medio offerto dagli investitori per queste sofferenze, espresso in rapporto al valore lordo iniziale, attorno a cinque punti percentuali.

---

[2] Per la metodologia, cfr. L.G. Ciavoliello, F. Ciocchetta, F.M. Conti, I. Guida, A. Rendina e G. Santini, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 3, 2016. L'esercizio riportato in questo riquadro fa riferimento al caso di una sofferenza assistita da garanzie immobiliari, che viene mediamente valutata al 60 per cento del valore lordo iniziale (da cui il 60 ipotizzato). I calcoli illustrati nel lavoro citato sono invece riferiti a una sofferenza assistita solo in parte da garanzie reali che viene mediamente valutata al 40 per cento del valore reale (con valore lordo iniziale pari a 100 e valore di libro pari a 40). Come nell'esempio del riquadro, il lavoro mostra che, se il recupero avvenisse in pochi mesi, il valore che un operatore di mercato sarebbe disposto a pagare si avvicinerebbe al valore di libro.

Nel gennaio 2015 è entrato in vigore un nuovo schema di classificazione delle esposizioni creditizie armonizzato a livello europeo; tale schema introduce la nuova categoria dei crediti oggetto di concessione (forborne exposure) ossia delle esposizioni soggette a una modifica delle condizioni contrattuali oppure rifinanziate in parte o totalmente, per tenere conto delle difficoltà finanziarie del debitore. La categoria include sia crediti in bonis sia deteriorati; in particolare, la prima componente fornisce indicazioni sull'entità dei prestiti a clientela in situazione di fragilità per i quali non sussistono le condizioni per una classificazione tra le esposizioni deteriorate. Nel giugno 2015 l'incidenza dei crediti in bonis oggetto di concessione per i maggiori gruppi italiani era pari all'1,8 per cento dei crediti lordi, poco più alta della media

europea (1,5 per cento), ma inferiore ai valori osservati in Irlanda, Portogallo e Spagna[11].

I titoli. – Nel 2015 le banche italiane hanno ridotto del 3,3 per cento gli investimenti in titoli di debito diversi da quelli emessi da banche (al netto di quelli derivanti da crediti cartolarizzati non cancellati), quasi interamente titoli di emittenti sovrani. Gli acquisti di titoli emessi dai governi di altri paesi dell'area dell'euro (in particolare spagnoli e francesi e in misura minore tedeschi) non hanno compensato il calo dei titoli di Stato e di altre Amministrazioni pubbliche italiane. Le vendite nette di titoli pubblici italiani da parte delle banche del nostro paese sono state pari a 21 miliardi; nei primi tre mesi dell'anno in corso sono stati effettuati acquisti netti quasi nulli.

La quota di titoli pubblici italiani sul totale delle attività è scesa in misura contenuta rispetto alla fine del 2014 (al 10,2 per cento in marzo), per effetto della rivalutazione dei titoli in portafoglio, e varia significativamente in ragione della dimensione delle banche: per gli intermediari piccoli e minori è quasi il 23 per cento, poco più del 7 per i primi cinque gruppi bancari.

La raccolta

Nel 2015 la raccolta delle banche italiane è lievemente diminuita (-0,8 per cento; fig. 13.4); al netto del rifinanziamento presso l'Eurosistema la provvista è cresciuta (0,8 per cento). Il costo della raccolta è sceso, beneficiando degli effetti sui rendimenti di mercato delle misure espansive di politica monetaria e della ricomposizione della provvista verso le forme meno costose.

Tra la parte finale dell'anno e l'inizio del 2016 i corsi dei titoli del settore bancario europeo hanno risentito delle tensioni sui mercati finanziari; sono saliti i premi per il rischio richiesti dal mercato agli intermediari con una qualità degli attivi più bassa o un'elevata quota in portafoglio di strumenti finanziari di difficile valutazione (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). Anche durante questo periodo le condizioni di provvista delle banche italiane sono nel complesso rimaste favorevoli.

Nel 2015 la raccolta al dettaglio è scesa dello 0,7 per cento, meno che nell'anno precedente: l'aumento dei depositi dei residenti, pari al 3,2 per cento, non ha interamente compensato l'ulteriore forte calo delle obbligazioni detenute dalle famiglie (-20,6 per cento). Alla diminuzione delle obbligazioni, in corso dall'inizio del 2012, hanno contribuito l'abolizione del vantaggio fiscale rispetto ai depositi e il collocamento da parte delle banche di prodotti finanziari e assicurativi per sostenere i ricavi da servizi. Alla fine del 2015 le obbligazioni detenute dalle famiglie rappresentavano il 13,2 per cento della raccolta al dettaglio delle banche italiane (25,1 per cento alla fine del 2011), di cui circa un ottavo era costituito da obbligazioni subordinate[12].

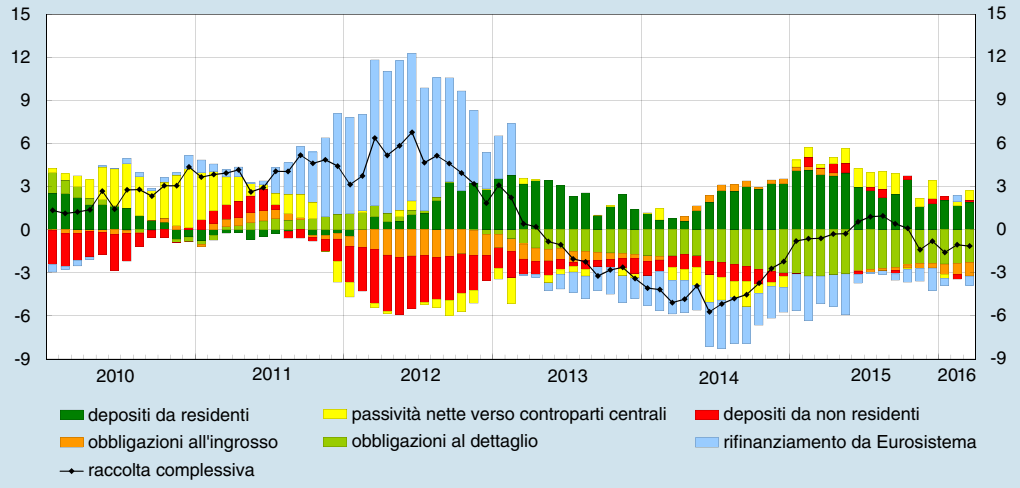
---

[11] EBA, *Report – 2015 EU-wide Transparency Exercise*, 2015.

[12] Per informazioni sulla consistenza e sui detentori di obbligazioni subordinate emesse dalle banche, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate*.

Figura 13.4

Crescita della raccolta in Italia: contributi delle diverse componenti (1)
(dati mensili; punti percentuali; variazioni sui 12 mesi)



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 di 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 nel 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.

La quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (funding gap) delle banche italiane si è ridotta, riflettendo la dinamica ancora debole del credito; a dicembre dello scorso anno era pari al 9,5 per cento, contro il 10,7 del 2014.

La raccolta all'ingrosso è cresciuta del 5,5 per cento. L'incremento ha interessato le passività nette verso controparti centrali e i depositi da non residenti; le obbligazioni collocate presso banche e investitori istituzionali sono diminuite. Nel 2015 le emissioni nette di questi titoli sono scese di 4,2 miliardi; le banche hanno sostituito parte dei titoli non garantiti in scadenza con emissioni di strumenti garantiti, meno costosi.

Nel corso del 2015 il rifinanziamento presso l'Eurosistema è diminuito del 18,6 per cento. Le banche italiane hanno sostituito solo in parte i fondi ottenuti mediante operazioni di rifinanziamento a tre anni con quelli disponibili nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operation, TLTRO; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

Il costo medio della raccolta è diminuito nel dicembre 2015 allo 0,61 per cento, 27 punti base in meno rispetto a un anno prima. Il tasso medio corrisposto sui depositi è diminuito dallo 0,58 allo 0,37 per cento; il costo medio del finanziamento interbancario è negativo dalla metà dello scorso anno.

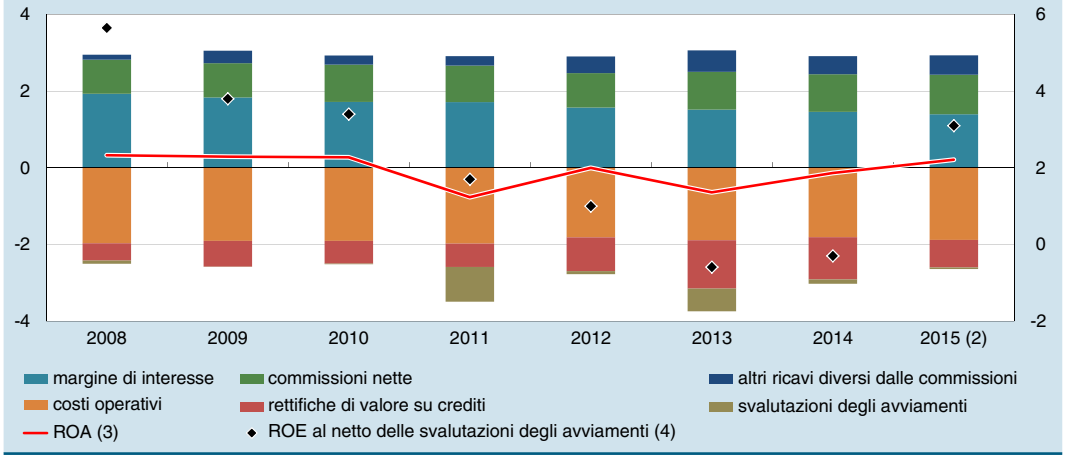
Nel marzo 2016 la raccolta complessiva è scesa dell'1,1 per cento sui dodici mesi. La provvista al dettaglio è diminuita dello 0,5 per cento: la nuova contrazione delle obbligazioni è stata quasi compensata dall'espansione dei depositi. La componente all'ingrosso si è ridotta dello 0,7 per cento, per il calo della raccolta obbligazionaria; sono cresciute le passività verso controparti centrali. È proseguita la diminuzione del rifinanziamento presso l'Eurosistema.

La redditività e il patrimonio

La redditività. – La redditività delle banche e dei gruppi bancari italiani è tornata positiva. La diminuzione del margine di interesse è stata più che compensata dall'aumento dei ricavi da commissioni e da minori rettifiche di valore su crediti, favorite dal miglioramento dell'attività economica e delle condizioni finanziarie delle imprese. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) al netto delle svalutazioni sugli avviamenti è stato del 3,1 per cento (-0,3 nel 2014; fig. 13.5).

Figura 13.5

Principali voci e indicatori di conto economico delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) In rapporto all'attivo di fine anno ad eccezione del ROE. Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori. – (3) Utile netto in rapporto all'attivo di fine anno. – (4) Scala di destra.

Il margine di interesse è sceso del 3,5 per cento; rispetto all'esercizio precedente, nel 2015 il rendimento medio da interessi delle attività è diminuito di quattro decimi di punto, più del calo del costo medio della provvista. La riduzione è ascrivibile per poco meno di due terzi agli interessi sui prestiti e per il 30 per cento a quelli percepiti sugli investimenti in titoli. Il margine di intermediazione è salito dell'1,7 per cento per effetto dell'aumento sia dei ricavi da commissioni (6,1 per cento) – in particolare riconducibili all'attività di gestione del risparmio – sia del risultato dell'attività di negoziazione, quasi raddoppiato rispetto al 2014.

I costi operativi sono cresciuti del 4,8 per cento, soprattutto per il versamento dei contributi al Fondo nazionale di risoluzione (circa 2,3 miliardi) in connessione con la risoluzione della crisi di quattro banche nel novembre scorso (cfr. il riquadro: *Il finanziamento del Fondo di risoluzione unico*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). Al netto di tale versamento, i costi sono aumentati dello 0,5 per cento. Le rettifiche su crediti sono diminuite del 34,1 per cento; la loro incidenza sul risultato di gestione è scesa di oltre 30 punti percentuali, al 68,2 per cento, un valore ancora elevato rispetto a quello precedente la crisi (era circa il 20 per cento nel biennio 2006-07).

Il ROE dei primi cinque gruppi al netto delle svalutazioni sugli avviamenti, più elevato di quello delle altre banche, è tornato al livello del 2009, portandosi al 4,6 per cento. La redditività delle altre banche grandi è stata nel complesso lievemente positiva

(0,8 per cento) nonostante le consistenti perdite di alcuni intermediari; quella delle banche minori (0,9 per cento) ha risentito principalmente del risultato negativo delle banche di credito cooperativo (-0,4 per cento), il cui margine di interesse si è ridotto più che per le altre banche e le cui rettifiche sui crediti non sono diminuite, assorbendo quasi interamente il risultato di gestione.

La redditività dei principali gruppi italiani rimane inferiore a quella delle banche europee ma il divario è diminuito significativamente rispetto all'anno precedente. Il ROE dei gruppi italiani inclusi in un campione di grandi banche europee è stato di 1,6 punti più basso di quello medio del campione nel 2015, di 7,1 punti nel 2014[13]. La differenza dipende principalmente dalle maggiori rettifiche per il più marcato deterioramento della qualità del credito, che ha riflesso il peggior andamento dell'economia rispetto agli altri principali paesi europei. Il rapporto tra costi e margine di intermediazione delle banche italiane (65 per cento) è stato superiore di due punti percentuali rispetto alla media del campione; è risultato più basso di quello delle banche francesi (68 per cento) e tedesche (79 per cento).

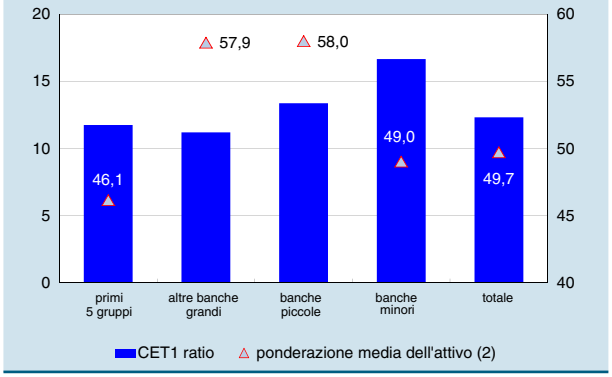
Il patrimonio. – Nel 2015 è proseguito il rafforzamento patrimoniale del sistema bancario. Alla fine dell'anno il capitale di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) era pari al 12,3 per cento delle attività ponderate per il rischio; il tier 1 e il patrimonio di vigilanza complessivo erano pari, rispettivamente, al 12,8 e al 15,1 per cento. I tre indicatori sono cresciuti di circa mezzo punto percentuale rispetto alla fine del 2014.

L'aumento degli indicatori è il risultato della crescita della dotazione patrimoniale e, in misura minore, della riduzione delle attività ponderate per il rischio. L'incremento del patrimonio è riconducibile sia agli aumenti di capitale (per 4 miliardi circa) completati da due gruppi bancari, sia al contributo della redditività tornata positiva nell'anno.

Nell'ambito delle banche significative, nei primi mesi di quest'anno un gruppo bancario ha portato a termine un aumento di capitale di 1,5 miliardi interamente sottoscritto dal fondo Atlante recentemente costituito; il fondo, di natura privata, potrà sostenere i futuri aumenti di capitale delle banche e investire in crediti deteriorati. Altri due gruppi hanno annunciato aumenti di capitale per complessivi 2 miliardi; una delle due operazioni è finalizzata a soddisfare le richieste formulate dalla BCE a seguito del processo di revisione e valutazione prudenziale

Figura 13.6

CET1 ratio e ponderazione media dell'attivo delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(valori percentuali; dicembre 2015)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) La ponderazione media dell'attivo è data dal rapporto tra le attività ponderate per il rischio e l'attivo non ponderato; per la suddivisione in classi dimensionali cfr. le note alla fig. 13.1. Dati provvisori. – (2) Scala di destra.

[13] EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2015*, 2016.

(Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) concluso alla fine dello scorso anno. La patrimonializzazione delle altre banche significative italiane è risultata adeguata rispetto ai livelli fissati dalla BCE nell'ambito dello SREP.

Le banche minori mantengono livelli di CET1 ratio complessivamente più elevati rispetto alla media di sistema (16,7 rispetto al 12,3 per cento; fig. 13.6). Il divario era più ampio prima della crisi (circa sette punti percentuali).

Il CET1 ratio dei principali gruppi bancari italiani è di circa due punti percentuali inferiore a quello di un campione di grandi banche europee[14]. Il rapporto tra il capitale tier 1 e le attività non ponderate per il rischio (leverage ratio) è invece più elevato per le banche del nostro paese: nel giugno 2015 era pari al 5,0 per cento per i due maggiori gruppi italiani contro il 4,2 per cento per le grandi banche europee attive a livello internazionale[15].

GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI

Si è accentuata la contrazione dei finanziamenti erogati dagli intermediari creditizi non bancari (-5,0 per cento, rispetto a -2,9 nel 2014). La qualità del credito delle società iscritte nell'elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia è lievemente migliorata: l'incidenza dei prestiti deteriorati sul totale è scesa al 17,2 per cento (-0,2 punti percentuali rispetto al 2014).

La redditività è cresciuta; le società finanziarie hanno avuto complessivamente un risultato di esercizio positivo (246 milioni), a fronte di una perdita nel 2014. Nel 2015 le società che hanno registrato un risultato negativo sono diminuite rispetto al 2014 (da 70 a 59) e le loro perdite si sono più che dimezzate. Il rapporto che misura l'adeguatezza patrimoniale del settore (total capital ratio) è aumentato di un punto percentuale, al 12,5 per cento, pari al doppio del requisito minimo, sia per l'incremento del patrimonio di vigilanza (3,3 per cento), sia per il calo delle attività ponderate per il rischio (-6,0 per cento).

Nel 2015 le garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'elenco speciale (13 miliardi) sono scese del 10,5 per cento rispetto al 2014: sul calo dell'operatività ha influito l'accesso diretto da parte delle banche alla controgaranzia del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese. La flessione è stata accompagnata da un incremento della rischiosità. Alla fine dello scorso anno le posizioni deteriorate erano il 35,6 per cento delle garanzie rilasciate, quelle in sofferenza il 24,7 per cento (rispettivamente 31,6 e 20,3 nel 2014). La redditività ha risentito dei minori ricavi da commissioni (-8,8 per cento rispetto al 2014) e dell'aumento dei costi operativi (2,0 per cento rispetto al 2014), che hanno assorbito quasi il 90 per cento del margine di intermediazione. Le perdite complessive dei confidi sono state di 102 milioni nel 2015 (88 milioni nell'esercizio precedente). Il patrimonio di vigilanza, quasi tutto di qualità primaria, era pari al 16,3 per cento delle attività ponderate per il rischio (total capital ratio).

---

[14] EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2015*, 2016.

[15] EBA, *CRD IV – CRR/Basel III Monitoring Exercise. Results Based on Data as of 30 June 2015*, 2016.

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

La raccolta. – Gli investitori istituzionali italiani hanno raccolto fondi per circa 113 miliardi, in leggero aumento rispetto al 2014 (tav. 13.1 e fig. 13.7.a)[16]. L'afflusso di risorse si è mantenuto elevato per tutti i 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			
	2014	2015 (1)	2014	2015 (1)	Quote percentuali	
					2014	2015 (1)
Fondi comuni (2)	40.043	30.187	250.578	280.402	15,2	15,4
Assicurazioni (3)	57.540	54.372	576.637	646.440	35,0	35,5
Fondi pensione (4)	4.731	3.781	83.620	93.619	5,1	5,1
Gestioni patrimoniali	25.312	43.533	737.192	800.795	44,7	44,0
Totale	**127.626**	**131.873**	**1.648.027**	**1.821.256**	**100,0**	**100,0**
Totale consolidato (5)	**110.705**	**112.881**	**1.256.645**	**1.405.592**	**–**	**–**
in percentuale del PIL	6,9	6,9	77,9	85,9	–	–
Per memoria:						
fondi comuni esteri (6)	59.227	68.459	477.550	615.779	–	–
di cui: di intermediari italiani (7)	30.721	44.929	277.543	325.414	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. – (3) Per i flussi netti, premi al netto dei riscatti e di altri oneri. 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. Sono escluse le riserve matematiche accantonate dalle assicurazioni relative ai fondi preesistenti. – (5) Al netto degli investimenti in OICVM 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.

Le sottoscrizioni nette di quote di fondi comuni, pur in diminuzione in confronto all'anno precedente, sono quasi raddoppiate rispetto al 2013. L'incertezza sulle prospettive di crescita dell'economia e i rendimenti contenuti nel mercato obbligazionario hanno favorito i flussi verso i fondi aperti con limitati vincoli all'allocazione del portafoglio: è aumentata la raccolta dei fondi flessibili e di quelli bilanciati, mentre i fondi obbligazionari hanno registrato una raccolta netta negativa.

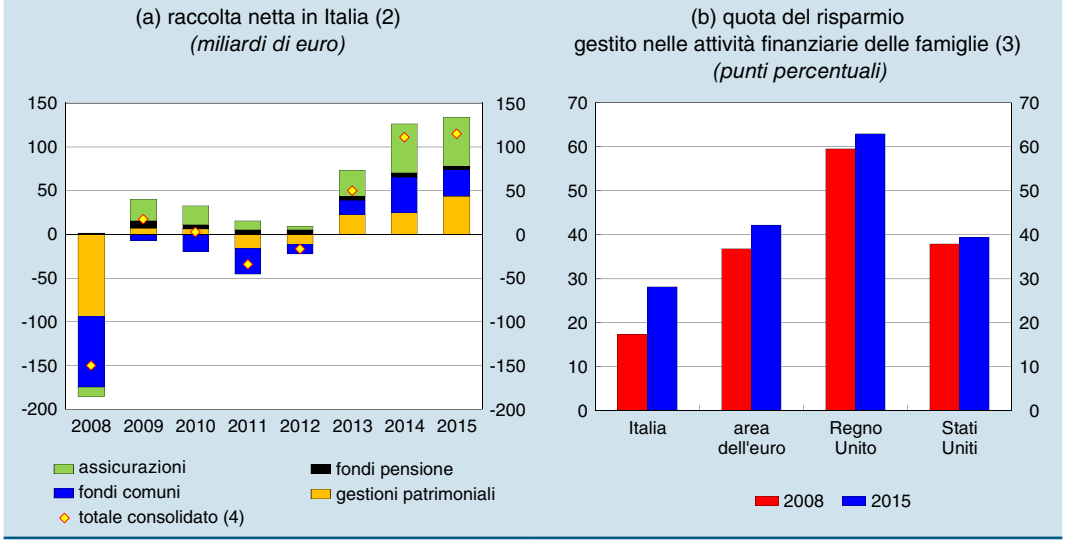
La raccolta delle gestioni patrimoniali è aumentata sensibilmente, passando da 25 a 43 miliardi di euro, principalmente a causa dei maggiori flussi provenienti dalle compagnie assicurative e dalle famiglie. Per quanto riguarda la raccolta effettuata dalle società di gestione del risparmio (SGR) – che ha rappresentato i tre quarti dei flussi verso le gestioni patrimoniali – quella proveniente da assicurazioni è passata da 10 a 17 miliardi, quella da famiglie da 4 a 8 miliardi.

I bassi tassi di interesse e i nuovi requisiti di capitale introdotti dal regime Solvibilità II hanno indotto le compagnie di assicurazione ad accrescere l'offerta di prodotti a rendimento variabile. Nel 2015 sono diminuite le sottoscrizioni di polizze con rendimento minimo garantito, mentre sono aumentate quelle con rendimento collegato a fondi di investimento (unit-linked) e le polizze multiramo (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

[16] La raccolta dei singoli comparti riportata nella tav. 13.1 include i flussi provenienti dagli altri investitori istituzionali.

Figura 13.7

Raccolta netta e patrimonio degli investitori istituzionali (1)



Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip per il pannello a; Banca d'Italia, BCE, OCSE, Bureau of Economic Analysis e Federal Reserve per il pannello b.
(1) Per il 2015, dati provvisori. – (2) I flussi dei singoli comparti sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali; per i fondi comuni sono inclusi solo quelli di diritto italiano. – (3) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19; per gli Stati Uniti il dato sui fondi pensione è relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali; sono esclusi i piani pensionistici federali; sono inclusi anche i fondi esteri detenuti da residenti; sono esclusi i fondi monetari. – (4) Cfr. le note alla tav. 13.1.

Le contribuzioni nette ai fondi pensione sono scese a causa di un aumento delle uscite per prestazioni.

La raccolta di risparmio gestito è stata sostenuta dalla riallocazione dei portafogli delle famiglie, che hanno ridotto gli investimenti in titoli pubblici e obbligazioni bancarie (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*). Nella prima parte dell'anno l'andamento positivo dei principali indici di mercato ha spinto i risparmiatori ad acquistare quote di fondi comuni azionari e flessibili; nei mesi successivi l'elevata volatilità dei mercati ha determinato una ricomposizione dei portafogli verso forme di investimento più prudenti, quali i fondi bilanciati.

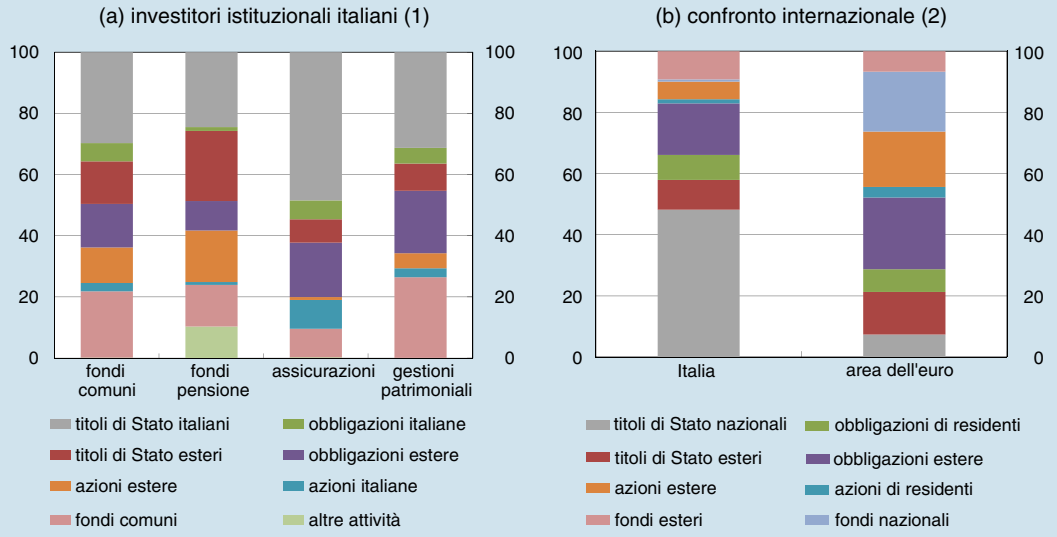
La dimensione dell'industria del risparmio gestito sul totale delle attività finanziarie delle famiglie rimane contenuta nel confronto internazionale, nonostante il divario sia diminuito negli ultimi anni (fig. 13.7.b).

Gli investimenti. – Alla fine del 2015 il patrimonio complessivo gestito dagli investitori istituzionali ammontava a circa 1.400 miliardi. L'incidenza sul PIL, pari all'86 per cento, ha superato i valori massimi registrati alla fine degli anni novanta.

Il livello contenuto dei tassi di interesse ha spinto gli investitori a ridurre la quota di titoli pubblici e ad aumentare quella in obbligazioni private e fondi comuni. Dal 2011 al 2015 il peso dei titoli di Stato italiani nel portafoglio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali è sceso, rispettivamente, dal 60 al 45 per cento e dal 43 al 30 per cento. Le variazioni nel portafoglio delle assicurazioni e dei fondi pensione, seppure più contenute, hanno seguito le stesse dinamiche.

Figura 13.8

Principali attività finanziarie degli investitori istituzionali nel 2015
(quote percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, BCE, Ivass e Covip.
(1) Attivi al valore di bilancio. Investimenti a copertura delle riserve tecniche dei rami danni e dei prodotti tradizionali del ramo vita (classe C) per le assicurazioni; patrimonio gestito per i fondi comuni, le gestioni patrimoniali e i fondi pensione. OICVM italiani. I dati includono i fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti e quelli autonomi istituiti prima della riforma del 1993 di cui si hanno informazioni sulla composizione degli attivi. I dati relativi al 2015 sono provvisori. – (2) Sono escluse le gestioni patrimoniali e le azioni non quotate.

Sono aumentati gli investimenti in titoli emessi da imprese estere e, in misura inferiore, quelli in titoli del settore privato italiano. Negli ultimi cinque anni gli investimenti dei fondi comuni aperti in titoli di imprese e fondi esteri sono saliti dal 33 al 45 per cento del portafoglio, mentre la quota di titoli emessi da imprese italiane è passata dal 7 al 12 per cento. Alla fine del 2015 il peso dei titoli di non residenti e delle quote di fondi comuni esteri nel portafoglio degli investitori istituzionali variava dal 30 per cento per le assicurazioni al 59 per cento per i fondi comuni aperti e le gestioni patrimoniali (fig. 13.8).

L'espansione relativamente contenuta degli investimenti in titoli emessi da imprese italiane risente in parte della scarsa diversificazione dell'industria del risparmio gestito. In particolare è ancora poco sviluppato il settore degli operatori specializzati, cui gli investitori istituzionali potrebbero delegare l'attività di selezione e valutazione degli investimenti.

Negli ultimi anni, a seguito dello sviluppo del mercato dei minibond, sono diventati operativi circa 30 fondi chiusi di debito (private debt) – di cui la metà italiani – con un obiettivo di raccolta complessivo di circa 5 miliardi. Alla fine del 2015 si contavano inoltre 158 fondi chiusi operativi nel comparto dell'azionariato privato (private equity), con un obiettivo di raccolta di 9 miliardi. Nel complesso l'ammontare delle risorse gestite da queste tipologie di fondi appare ancora contenuto rispetto al totale del patrimonio dell'industria.

Lo sviluppo dei segmenti di borsa dedicati alle imprese di minore dimensione, quali l'ExtraMOT PRO e l'AIM Italia-Mercato alternativo del capitale, può favorire sia l'offerta sia la domanda di titoli emessi da queste imprese.

La redditività. – Il basso livello dei tassi di interesse continua ad avere un impatto limitato sulla redditività delle compagnie di assicurazione italiane in virtù del buon allineamento tra la durata finanziaria delle attività e delle passività (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

Il risultato di gestione delle SGR è stato positivo per tutti i comparti, con un aumento del 41 per cento rispetto al 2014, particolarmente pronunciato per le società di gestione di fondi aperti e di patrimoni su base individuale, che hanno beneficiato degli elevati flussi di raccolta netta. La redditività dei gestori specializzati nel private equity, che in passato avevano risentito delle difficoltà di raccolta di nuovi capitali, è migliorata per effetto della riduzione dei costi operativi, mentre quella dei gestori attivi nel comparto immobiliare è stata influenzata positivamente dalla riduzione del carico fiscale. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale complessivo è salito da 5,2 a 7,0, a seguito delle modifiche intervenute nella normativa che hanno diminuito i requisiti minimi per alcune categorie di operatori in funzione della dimensione e specializzazione dell'attività svolta.

Le iniziative europee. – Dalla metà del 2015 è diventato operativo, nell'ambito del piano Juncker, il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), che ha l'obiettivo di rilanciare gli investimenti in Europa favorendo l'afflusso di capitali privati verso l'economia reale. Nel marzo 2016 sono stati approvati 29 progetti per l'Italia per un valore complessivo di 1,7 miliardi, di pari ammontare rispetto a quelli approvati per Francia e Regno Unito e pari al doppio in confronto a quelli di Germania e Spagna.

La Commissione europea ha ridotto i requisiti di capitale per le compagnie di assicurazione che investono in progetti infrastrutturali a lungo termine, nel FEIS e nelle azioni di imprese private negoziate attraverso piattaforme multilaterali di negoziazione.

Il progetto dell'unione dei mercati dei capitali (Capital Markets Union) prevede un programma organico di riforme di cui potranno beneficiare anche gli investitori istituzionali italiani. Sono allo studio: (a) incentivi fiscali a sostegno del venture capital e degli investitori informali nel capitale di rischio (business angels); (b) lo sviluppo di una cornice regolamentare paneuropea per i fondi di credito; (c) una possibile revisione dei requisiti di capitale del regime Solvibilità II richiesti a fronte di investimenti in titoli di debito collocati privatamente.

14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2015 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono ulteriormente migliorate, grazie all'avvio della ripresa economica e all'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria. Sono cresciuti i corsi delle azioni e delle obbligazioni societarie e si sono ridotti i rendimenti dei titoli di Stato e i loro differenziali di interesse con la Germania. All'inizio del 2016 tuttavia i corsi azionari, in particolare quelli delle banche, hanno registrato una decisa flessione, sia in Italia sia negli altri paesi dell'area dell'euro, a causa di timori sulla crescita mondiale e di incertezze sugli indirizzi della regolamentazione bancaria in Europa.

Il programma di acquisto di attività finanziarie da parte dell'Eurosistema ha contribuito a mantenere condizioni complessivamente distese sul mercato dei titoli di Stato; non ha avuto finora effetti negativi né sulla disponibilità di titoli né sulla liquidità complessiva del mercato secondario.

Nello scorso anno ha continuato a diminuire, quasi fino ad annullarsi, il divario fra le condizioni di finanziamento praticate sui mercati azionari e obbligazionari alle imprese e alle banche italiane e quelle applicate, in media, alle società degli altri paesi dell'area dell'euro.

Nonostante le vantaggiose condizioni di finanziamento, la raccolta di capitali da parte delle imprese non finanziarie si è collocata su livelli complessivamente inferiori a quelli dell'anno precedente. Le aziende italiane hanno mostrato una tendenza a ridurre il proprio indebitamento e a fare fronte al fabbisogno prevalentemente con l'autofinanziamento, mentre l'attività di investimento, sebbene in ripresa, resta ancora moderata.

Il mercato monetario

Gli scambi sul mercato monetario italiano sono stati contenuti dall'abbondante liquidità presente nel sistema bancario, alimentata anche dagli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema, e dalla conseguente ridotta necessità delle banche di ricorrere a finanziamenti interbancari.

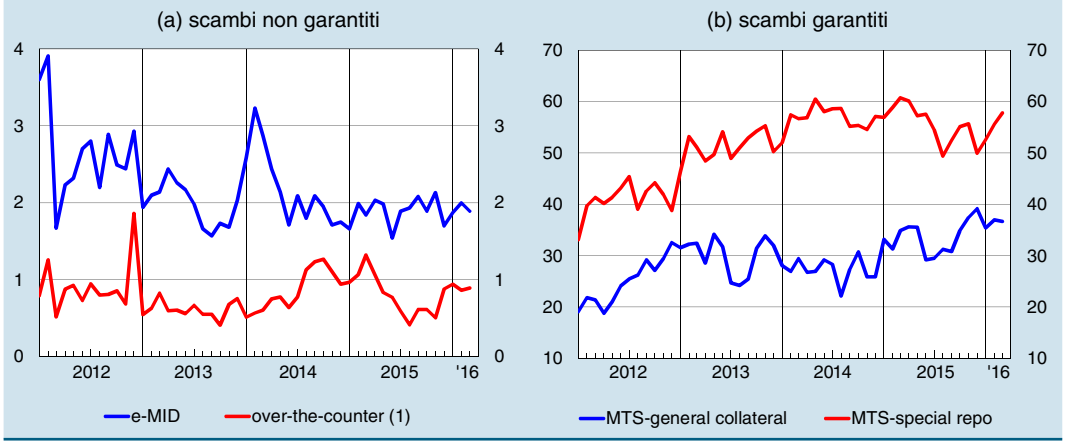
La maggior parte degli scambi di fondi interbancari ha continuato a essere effettuata per il tramite di contratti pronti contro termine sui segmenti general collateral e special repo del mercato MTS, mentre i volumi di scambio di depositi non garantiti sono rimasti su livelli molto modesti, sia sul mercato over-the-counter sia su quello telematico e-MID (fig. 14.1).

I tassi a brevissimo termine sul mercato monetario italiano, che dalla fine del 2014 si collocano su valori negativi, sono diminuiti ulteriormente (fino a toccare un

minimo di -0,35 per cento lo scorso marzo), seguendo le riduzioni dei tassi ufficiali (nel dicembre 2015 e nel marzo 2016); rimangono in linea con i tassi medi registrati negli altri mercati monetari dell'area dell'euro.

Figura 14.1

Scambi sul mercato monetario
(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro)



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 2015 le emissioni nette di titoli pubblici si sono più che dimezzate rispetto all'anno precedente (da 67 a 25 miliardi) a seguito della riduzione del fabbisogno e del parziale utilizzo delle disponibilità liquide da parte del Tesoro; la consistenza dei titoli pubblici in rapporto al PIL è rimasta pressoché invariata (al 111,4 per cento).

La quota di titoli pubblici detenuti dalla Banca d'Italia è sensibilmente aumentata (al 9,1 per cento a fine anno, dal 5,7 di un anno prima) per via delle operazioni effettuate nell'ambito del programma di acquisto da parte dell'Eurosistema (cfr. il riquadro: *I detentori di titoli pubblici italiani per settore e paese* del capitolo 10). I titoli acquistati dalla Banca d'Italia sono stati in gran parte ceduti dalle famiglie e dalle banche italiane, mentre la quota di titoli detenuti da non residenti è rimasta sostanzialmente invariata (al 29 per cento circa)[1].

I rendimenti. – I prezzi dei titoli di Stato italiani hanno beneficiato dell'avvio del piano di acquisto, analogamente a quanto accaduto negli altri paesi dell'area dell'euro (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*). Gli effetti attesi del programma – in parte già anticipati dagli operatori di

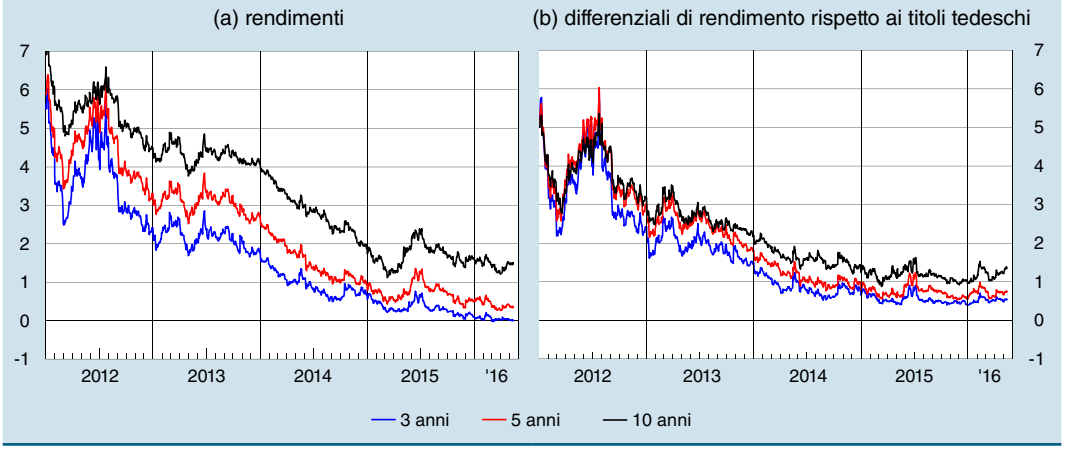
[1] Al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP) e del Public Sector Purchase Programme (PSPP), nonché dei titoli nel portafoglio di fondi comuni e gestioni patrimoniali trattati da istituzioni finanziarie estere ma riconducibili a risparmiatori italiani.

mercato alla fine del 2014, prima del varo dello stesso – hanno determinato nel primo trimestre del 2015 una marcata flessione dei rendimenti su tutte le scadenze.

Dalla seconda metà di aprile si è verificato un temporaneo rialzo dei tassi di interesse sui titoli di Stato italiani e degli altri paesi dell'area dell'euro, causato dapprima da fattori tecnici e da un miglioramento delle aspettative di inflazione e crescita nell'area e successivamente da un incremento dei premi per il rischio sovrano connesso con la crisi greca. La discesa dei rendimenti è ripresa in estate, dopo il raggiungimento di un accordo su un nuovo piano di aiuti alla Grecia (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*), ed è proseguita in autunno grazie al consolidarsi delle attese di un rafforzamento del programma di acquisto. Nel complesso del 2015 il tasso di interesse sui titoli di Stato decennali è sceso di circa 30 punti base (all'1,6 per cento lo scorso dicembre; fig. 14.2.a) e lo spread rispetto al corrispondente titolo tedesco si è ridotto da 135 a 97 punti base (fig. 14.2.b).

Figura 14.2

Rendimenti e differenziali di rendimento dei BTP su diverse scadenze
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

All'inizio del 2016 le forti tensioni sui mercati finanziari innescate dal peggioramento del quadro macroeconomico globale e da timori sulla qualità degli attivi delle banche europee hanno avuto un impatto limitato sui rendimenti dei titoli di Stato italiani, anche per via dell'effetto stabilizzante degli acquisti dell'Eurosistema. Dalla metà di febbraio i rendimenti sono tornati a diminuire, grazie anche alle attese di ulteriori misure di stimolo monetario; ne è risultato, nel complesso del primo quadrimestre, un calo di circa dieci punti base del rendimento del titolo decennale. Nello stesso periodo il differenziale di interesse a dieci anni con la Germania è moderatamente aumentato, in un contesto di elevata volatilità, risentendo di fenomeni di ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività, quali i Bund tedeschi, ritenute estremamente sicure.

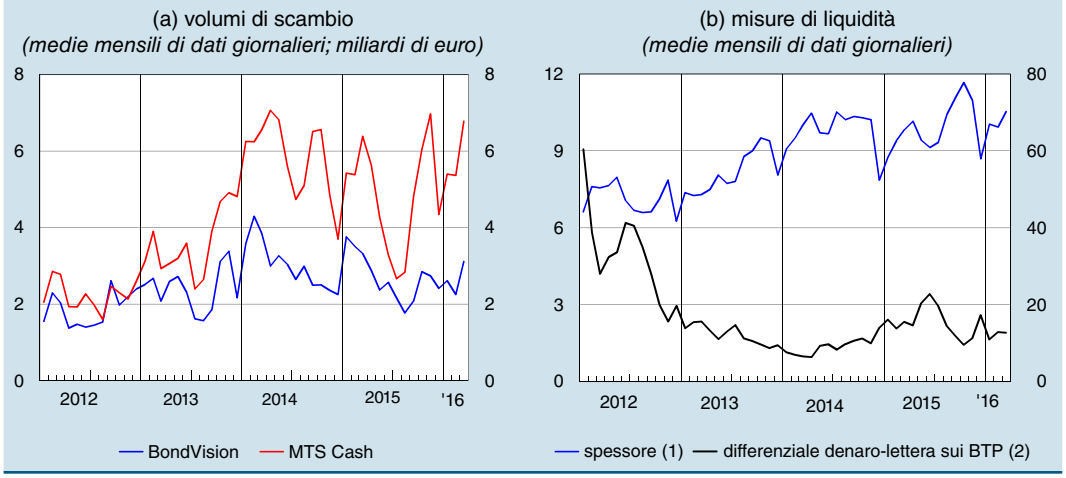
Gli scambi sul mercato secondario. – Le condizioni di liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato italiani sono rimaste distese, sebbene abbiano subito temporanei lievi peggioramenti in concomitanza con episodi di elevata volatilità sui mercati finanziari internazionali e, in particolare, attorno alla metà dell'anno, con le

fasi più acute della crisi greca. La maggiore sensibilità delle condizioni di liquidità a shock esterni sarebbe ascrivibile in parte ad alcuni cambiamenti strutturali che stanno interessando il funzionamento dei mercati dei titoli a reddito fisso, tra cui la crescente diffusione degli scambi ad alta frequenza e la minore propensione degli intermediari a detenere scorte elevate di titoli; tali sviluppi avrebbero anche in parte ridotto la capacità del mercato di assorbire ordini di importo elevato senza variazioni significative dei prezzi (cfr. il riquadro: *Il recente andamento della liquidità dei titoli di Stato dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015).

Nella media dello scorso anno gli scambi giornalieri di titoli sono stati inferiori a quelli registrati nel 2014 sia sul mercato MTS cash, sia sulla piattaforma BondVision (fig. 14.3.a); il differenziale fra denaro e lettera sulle proposte di negoziazione dei BTP è cresciuto, pur restando assai basso (fig. 14.3.b). Sono invece lievemente aumentate le quantità di titoli offerti in acquisto e in vendita dai market maker.

Figura 14.3

Scambi di titoli di Stato sul mercato secondario



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 maker nelle prime 5 migliori quotazioni in pagina. – (2) Scala di destra.

Il volume di operazioni di prestito titoli (special repo) sul mercato MTS è rimasto elevato (fig. 14.1.b). Il loro costo medio relativo, misurato dalla differenza fra i tassi sulle operazioni general collateral e su quelle special repo (specialness), si è ridotto, collocandosi su livelli molto contenuti; ciò segnala che, nonostante gli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema, continua a esservi ampia disponibilità di titoli per le operazioni di pronti contro termine.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel 2015 le società non finanziarie italiane hanno continuato a effettuare collocamenti lordi di obbligazioni sui mercati internazionali per importi consistenti (23 miliardi, contro 21 nel 2014, in base a dati di fonte Dealogic). Il saldo complessivo fra emissioni e rimborsi di obbligazioni è risultato tuttavia lievemente negativo (tav. 14.1), in linea con la tendenza recentemente mostrata dalle imprese italiane a ridurre il proprio indebitamento (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

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
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2015
Banche	-80.297	-152.993	-105.663	875.792	724.310	619.531	38
Altre società finanziarie	-16.987	-17.198	-16.291	216.178	199.131	182.979	11
Società non finanziarie	22.730	3.876	-1.773	124.778	131.134	129.855	8
Totale	**-74.555**	**-166.315**	**-123.727**	**1.216.748**	**1.054.575**	**932.365**	**58**

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. I dati differiscono da quelli pubblicati in precedenza per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

Lo scorso anno le banche, sia italiane sia degli altri paesi dell'area dell'euro, hanno continuato a sostituire le obbligazioni con fonti di provvista meno costose, tra cui i depositi della clientela (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). Ne sono conseguiti ingenti rimborsi netti di obbligazioni (tav. 14.1), realizzati dai gruppi bancari italiani anche mediante una diminuzione dei collocamenti all'ingrosso sui mercati internazionali (a 28 miliardi, da 36 nel 2014, in base a dati di fonte Dealogic).

I rendimenti. – Le condizioni di finanziamento delle società italiane sui mercati obbligazionari hanno continuato ad avvicinarsi a quelle praticate agli emittenti degli altri paesi dell'area dell'euro, segnalando il progressivo venire meno della frammentazione dei mercati dell'area lungo confini nazionali che aveva contraddistinto la fase più acuta della crisi del debito sovrano nel biennio 2011-12. Vi hanno contribuito l'avvio della ripresa economica nel nostro paese e l'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria.

Nel corso del 2015 si è azzerato il divario fra il rendimento medio delle obbligazioni emesse dalle banche italiane (sceso di 0,3 punti percentuali, all'1,1 per cento) e quello dei titoli emessi dalle banche di altri paesi dell'area dell'euro. Le tensioni che hanno interessato il comparto bancario alla fine del 2015 e all'inizio del 2016 hanno temporaneamente spinto al rialzo i rendimenti e i premi al rischio, in misura marcata per i titoli subordinati.

Anche i tassi di interesse sulle obbligazioni delle società non finanziarie italiane si sono ridotti nel corso del 2015 (di 0,1 punti percentuali, all'1,1 per cento), collocandosi su livelli leggermente inferiori a quelli medi dell'area dell'euro.

Gli effetti dell'ampliamento del piano di acquisti. – A marzo del 2016 la BCE ha deciso di estendere il proprio programma di acquisto alle obbligazioni investment grade in euro emesse da società non bancarie residenti nell'area. Dopo l'annuncio si è osservata una sensibile riduzione degli spread obbligazionari, che ha riguardato anche titoli, come quelli high yield, che saranno esclusi dagli acquisti; ciò ha confermato la capacità delle decisioni di politica monetaria di influenzare le aspettative degli operatori di mercato, con effetti immediati e significativi sui prezzi delle attività finanziarie, e di indurre riallocazioni di portafoglio che interessano uno spettro

molto ampio di attività (cfr. il riquadro: *Le notizie di politica monetaria e i loro effetti sui mercati finanziari*). Inoltre i collocamenti di obbligazioni da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro si sono intensificati notevolmente nelle settimane successive all'annuncio. In base a stime ancora preliminari, il valore nominale complessivo delle obbligazioni emesse da società italiane e acquistabili nell'ambito del programma[2] si collocherebbe attorno a 70 miliardi di euro, pari a circa l'11 per cento di tutte le obbligazioni idonee emesse da società dell'area dell'euro.

LE NOTIZIE DI POLITICA MONETARIA E I LORO EFFETTI SUI MERCATI FINANZIARI

L'analisi della risposta dei principali mercati finanziari alla componente inattesa (le "sorprese") degli annunci operati dalle banche centrali – attraverso comunicati stampa, discorsi, interviste e audizioni dei vertici istituzionali – può fornire indicazioni utili per valutare l'impatto e i canali di trasmissione delle misure di politica monetaria[1].

Tra il 2000 e il 2007 sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti le notizie inattese relative agli strumenti tradizionali di politica monetaria (tassi ufficiali) hanno influenzato principalmente i tassi di interesse a breve e a medio termine e i corsi azionari.

Tra la fine del 2008 e la primavera del 2013 la BCE e la Riserva federale hanno introdotto misure non convenzionali di sostegno monetario. In quel periodo è aumentata l'influenza delle sorprese di politica monetaria della BCE sui tassi di interesse a lungo termine dell'area, sul tasso di cambio fra euro e dollaro e sui premi al rischio, privati e sovrani. Negli Stati Uniti si sono osservati effetti della componente inattesa degli annunci della Riserva federale prevalentemente sui tassi di interesse a lungo termine e sul tasso di cambio del dollaro.

Dalla metà del 2013 le sorprese della BCE hanno continuato a influenzare i prezzi di un'ampia gamma di attività finanziarie, tra cui i titoli pubblici, le azioni e il tasso di cambio dell'euro. Inoltre si è rafforzato l'impatto delle decisioni della Banca centrale sui tassi a lungo termine e sui premi per il rischio delle obbligazioni emesse da imprese e banche. Negli Stati Uniti l'impatto delle sorprese ha invece riguardato in maniera prevalente i rendimenti dei titoli obbligazionari pubblici e privati.

[1] M. Pericoli e G. Veronese, *Monetary policy surprises and channels of transmissions*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Il mercato azionario

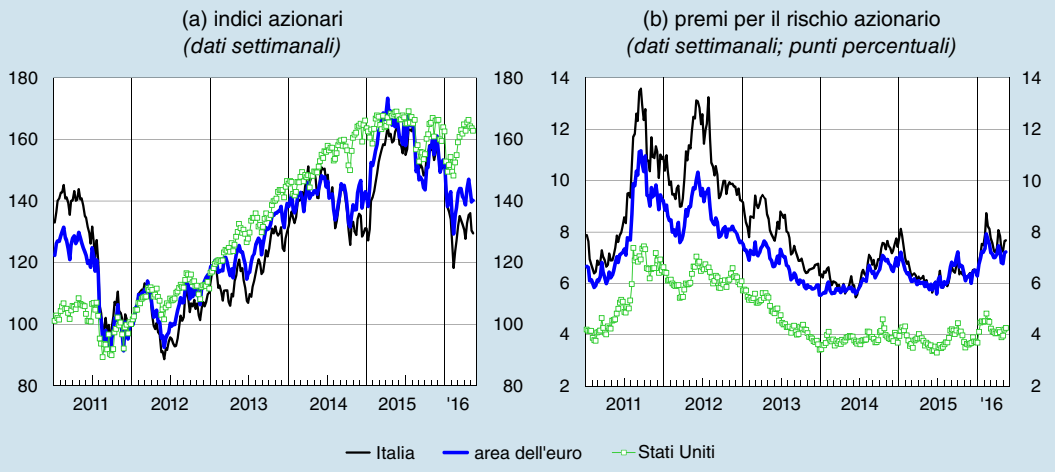
Andamento delle quotazioni azionarie. – Alla fine del 2015 l'indice generale della borsa italiana era cresciuto del 17 per cento rispetto a un anno prima (fig. 14.4.a), più dell'indice delle principali società quotate dell'area dell'euro (10 per cento).

[2] Per le principali caratteristiche che dovranno essere possedute dai titoli oggetto degli acquisti, cfr. BCE, *ECB announces details of the corporate sector purchase programme (CSPP)*, comunicato stampa del 21 aprile 2016.

Le quotazioni delle società italiane hanno beneficiato soprattutto della riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori (fig. 14.4.b), che ha più che compensato il moderato calo dei profitti attesi (del 4 per cento sull'orizzonte a un anno). Il differenziale fra il premio per il rischio sulle azioni di società italiane e quello medio sulle azioni di società di altri paesi dell'area, che aveva raggiunto picchi assai elevati nelle fasi più acute della crisi del debito sovrano, si è ulteriormente ridotto, mantenendosi nel corso dell'anno su livelli prossimi allo zero. Vi ha contribuito un clima di crescente fiducia nella ripresa economica del nostro paese.

Figura 14.4

Mercati azionari



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Datastream.

Nei primi quattro mesi del 2016 tuttavia le condizioni del mercato azionario sono peggiorate sia in Italia sia negli altri paesi dell'area dell'euro: le preoccupazioni circa i possibili effetti del rallentamento delle economie emergenti e dei cali del prezzo del petrolio, nonché il perdurare di tensioni sul comparto bancario hanno spinto al rialzo i premi per il rischio; inoltre si è avuta una nuova diminuzione dei profitti attesi delle società quotate. Fra l'inizio dell'anno e la fine di aprile l'indice di borsa italiano si è ridotto dell'11 per cento. La caduta dei corsi azionari è stata assai accentuata per le banche (del 26 per cento in Italia e del 24 in Germania), sulle cui quotazioni avrebbero pesato anche una maggiore attenzione degli operatori di mercato all'elevato ammontare dei crediti deteriorati (cfr. il riquadro: *Il recente andamento delle quotazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016) e alcune incertezze sugli indirizzi della regolamentazione bancaria in Europa.

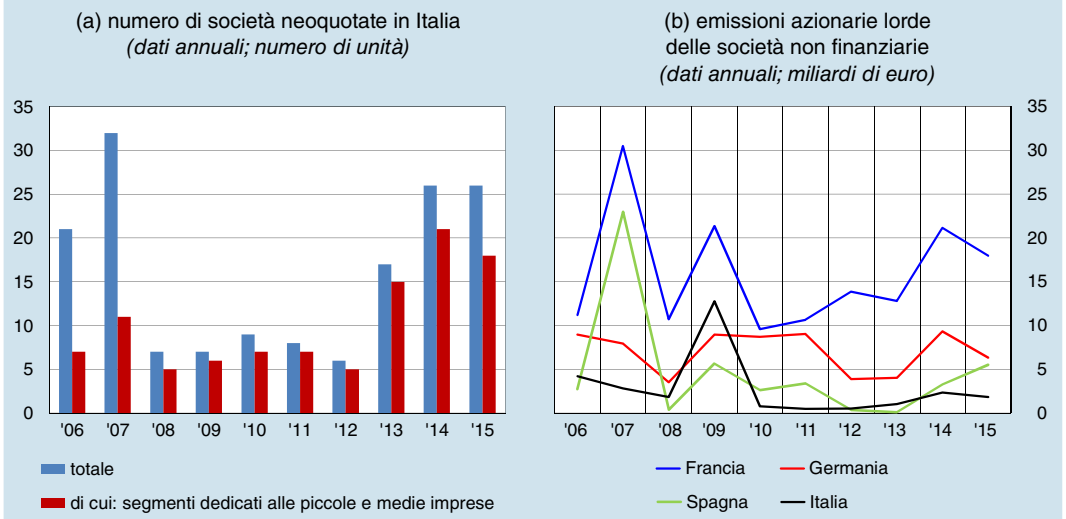
L'offerta di azioni. – Nel 2015 è rimasto stabile il numero di operazioni di prima quotazione in borsa (26, come nel 2014; fig. 14.5.a) ma è aumentato il loro controvalore (5,4 miliardi di euro, contro 2,9 nel 2014). Come nell'anno precedente, la maggior parte delle operazioni ha riguardato società che si sono quotate sul segmento dedicato alle piccole e medie imprese (AIM Italia-Mercato alternativo del capitale). Il numero di società che fanno parte di tale segmento è aumentato significativamente (a 74, da 57 a fine 2014).

Nello scorso anno il valore degli aumenti di capitale effettuati da società già quotate – pressoché interamente riconducibili alle azioni di rafforzamento patrimoniale

intraprese da alcune banche – è diminuito (a 4 miliardi, da 11 nel 2014). Il controvalore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie è sceso sia in Italia sia nella media dei principali paesi dell'area dell'euro (fig. 14.5.b).

Figura 14.5

Operazioni di prima quotazione in borsa ed emissioni azionarie lorde delle società non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e BCE.

Le infrastrutture di mercato

Nell'estate dello scorso anno è divenuta operativa la nuova piattaforma di regolamento titoli europea TARGET2-Securities (T2S), che consente agli intermediari di regolare con moneta di banca centrale transazioni in titoli concluse sui mercati europei, con netti benefici in termini di costi, semplificazione dei processi di regolamento e integrazione fra mercati (cfr. il capitolo 2: *Le funzioni di banca centrale*, nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2015). L'Italia, per il tramite del depositario centrale Monte Titoli spa, ha fatto parte, insieme a Grecia, Malta, Romania e Svizzera, del primo gruppo di paesi che hanno iniziato a operare su T2S. Dopo la transizione al nuovo sistema, avvenuta alla fine di agosto, i volumi di operazioni regolate si sono mantenuti su livelli elevati e l'incidenza di quelle non regolate per la mancanza di titoli o di contante entro il termine stabilito (fails), dopo un temporaneo incremento, è tornata nella norma (fig. 14.6.a).

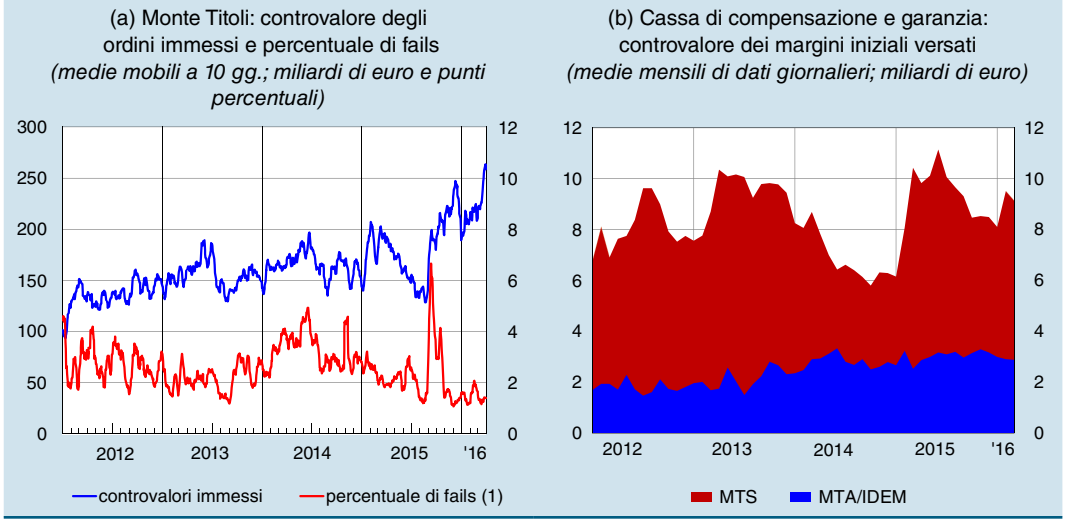
Con l'ingresso, nel marzo 2016, dei depositari centrali di Portogallo e Belgio e, nella restante parte dell'anno, di quelli di altri paesi, è prevedibile un aumento significativo del volume di transazioni, con nuovi guadagni di efficienza.

Nel 2015 l'ulteriore miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari ha avuto effetti positivi anche sull'attività della controparte centrale Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG). L'importo complessivo delle garanzie richieste da CCG spa ai partecipanti è aumentato, sia nei mercati azionari (a pronti e derivati) sia in quelli dei titoli di Stato (fig. 14.6.b); tale aumento ha riflesso prevalentemente il livello elevato di scambi su tali mercati, mentre l'approccio particolarmente prudente adottato da

CCG spa ha consentito di mantenere stabili i margini di garanzia anche durante le fasi di maggior volatilità dei mercati.

Figura 14.6

Infrastrutture di mercato



Fonte: elaborazioni su dati CCG spa e Monte Titoli spa.
(1) Scala di destra.

15. I BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE: UNO SGUARDO DI LUNGO PERIODO

L'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF), condotta dalla Banca d'Italia sin dalla metà degli anni sessanta, è tra le più longeve al mondo[1]. Dal 1977 sono disponibili dati elementari su importanti aspetti socio-demografici e sulle principali poste dei bilanci familiari. Ciò consente di analizzare in profondità le condizioni economiche delle famiglie italiane nel corso degli ultimi quarant'anni nel contesto degli sviluppi macroeconomici e demografici del Paese.

Le famiglie italiane sono state interessate da cambiamenti di grande portata: sono aumentati la speranza di vita, il livello di istruzione, la partecipazione femminile al mercato del lavoro, la presenza straniera, il livello di benessere. La disuguaglianza, che si era ridotta nei decenni precedenti, è aumentata nei primi anni novanta, rimanendo stabile successivamente.

Il rallentamento dell'economia italiana avviatosi negli anni novanta si è riflesso sui redditi familiari, in particolare dei lavoratori dipendenti: di chi era attivo nel mercato del lavoro e, in misura maggiore, di chi vi è entrato negli anni successivi; ha pesato soprattutto sui più giovani, che hanno rinviato l'uscita dalla famiglia di origine e subìto un calo del reddito atteso lungo l'intero ciclo di vita rispetto alle generazioni precedenti. Le minori esigenze di risparmio determinate dal più facile accesso al credito hanno però consentito di limitarne le ricadute sui consumi.

La minore accumulazione di ricchezza propria ha ampliato il peso di quella ereditata, concorrendo a rafforzare il ruolo della famiglia di origine nel definire lo status socio-economico e al radicarsi di disuguaglianze indipendenti dai meriti e dalle capacità individuali.

La demografia, il reddito e la ricchezza delle famiglie italiane

Negli ultimi quarant'anni, la società italiana è profondamente mutata. La popolazione con almeno 65 anni è pari oggi a oltre un terzo di quella tra 20 e 64 anni, circa il doppio che negli anni settanta; la speranza di vita a quell'età è salita da 13 a 19 anni per gli uomini, da 17 a 22 per le donne.

L'invecchiamento graduale della popolazione, comune a tutti i paesi avanzati, è stato affiancato da un marcato innalzamento del livello medio di istruzione, che

[1] La Banca d'Italia ha recentemente organizzato una conferenza scientifica in occasione del cinquantenario dell'IBF. Cfr. sul sito gli atti della conferenza: *The Bank of Italy's analysis of household finances. Fifty years of the Survey on household income and wealth and the Financial accounts*, Banca d'Italia, Roma, 3-4 dicembre 2015.

ha in parte colmato il divario con quegli stessi paesi (cfr. il capitolo 11: *Istruzione e formazione nel sistema produttivo* nella *Relazione annuale* sul 2013). La quota di persone con almeno 30 anni che hanno conseguito un diploma o una laurea è quintuplicata, a quasi il 50 per cento; nella fascia tra i 30 e 40 anni è salita al 70 per cento, con un divario di dieci punti in favore delle donne.

La partecipazione femminile al mercato del lavoro è sensibilmente aumentata, pur restando bassa nel confronto internazionale (cfr. il capitolo 11: *Il ruolo delle donne nell'economia italiana* nella *Relazione annuale* sul 2011). Vi hanno concorso fattori culturali, la più elevata istruzione, la maggiore possibilità di conciliare vita familiare e lavorativa consentita da nuove forme contrattuali (ad es. il lavoro a tempo parziale) e dall'ampliamento dell'offerta di servizi di cura della persona anche per l'apporto della popolazione straniera in Italia (cfr. il capitolo 11: *L'immigrazione* nella *Relazione annuale* sul 2008). Nel 2015 quest'ultima è giunta a costituire oltre l'8 per cento dei residenti in Italia, decuplicandosi rispetto alla metà degli anni novanta.

A fronte di questo aumento delle risorse umane disponibili, la capacità del Paese di impiegarle in modo efficiente ha progressivamente smesso di espandersi. L'economia italiana ha faticato ad adattarsi ai cambiamenti generati dalla globalizzazione e dalla rivoluzione tecnologica[2]. La produttività totale dei fattori, che approssima l'efficienza complessiva del sistema produttivo, ha rallentato da una crescita media annua dell'1,4 per cento nel periodo 1974-1993 allo 0,3 per cento nei vent'anni successivi[3].

Le principali componenti del reddito disponibile delle famiglie (redditi da lavoro dipendente e autonomo, da pensioni, da fabbricati) sono state influenzate da queste tendenze macroeconomiche e demografiche in modo diverso.

Il reddito annuo medio pro capite da lavoro dipendente (al netto di imposte e contributi sociali), salito quasi ininterrottamente fino al 1989, si è fortemente contratto durante la recessione dei primi anni novanta; nel 2006 era cresciuto di appena il 10 per cento rispetto al 1977. Dalla metà degli anni novanta, la modesta dinamica dei redditi da lavoro dipendente pro capite e la forte crescita della quota di percettori riflettono entrambe la diffusione di forme di occupazione meno stabile, facilitata dalle modifiche regolamentari del mercato del lavoro[4] (fig. 15.1.a). Per contro, il reddito annuale medio pro capite da lavoro autonomo, che è in media più elevato, nello stesso periodo (1977-2006) è cresciuto di circa il 40 per cento (fig. 15.1.b).

---

[2] A. Brandolini e M. Bugamelli (a cura di), *Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 45, 2009; A. Accetturo, A. Bassanetti, M. Bugamelli, I. Faiella, P. Finaldi Russo, D. Franco, S. Giacomelli e M. Omiccioli, *Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 193, 2013.

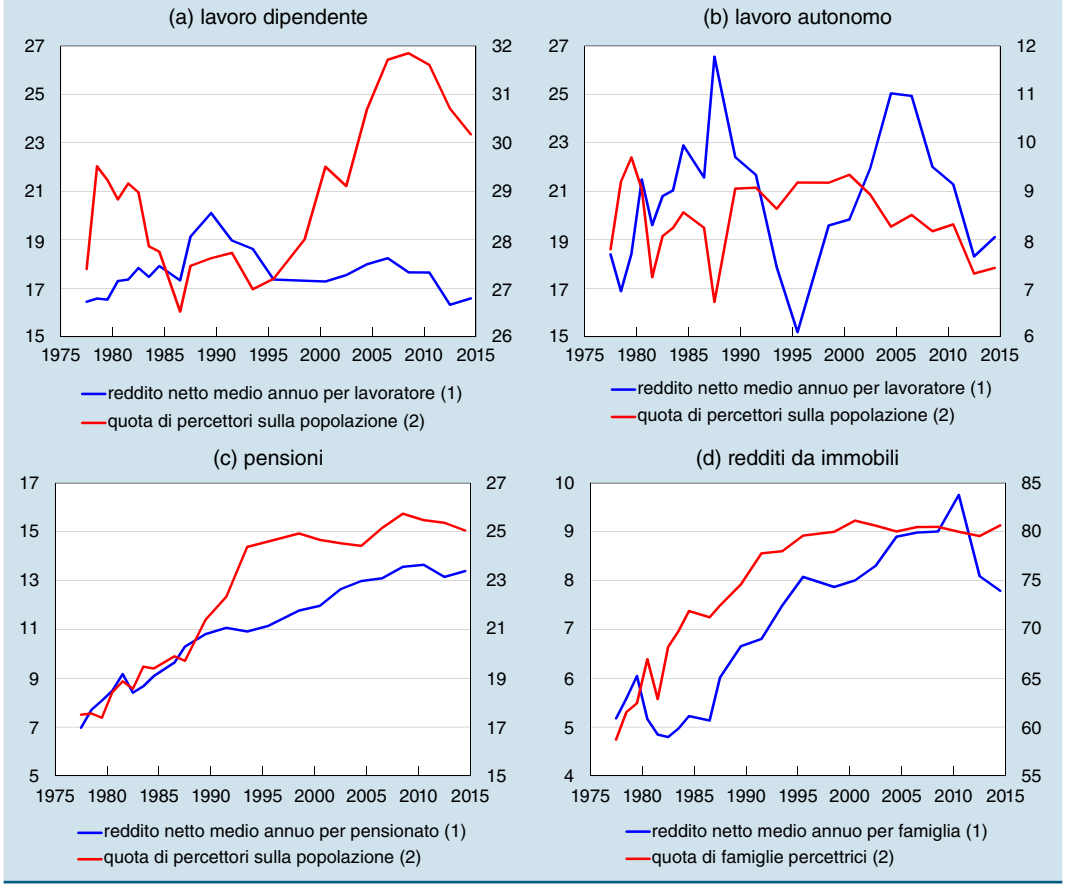
[3] S.N. Broadberry, C. Giordano e F. Zollino, *La produttività*, in G. Toniolo (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale. Dall'Unità a oggi*, Venezia, Marsilio, 2013, pp. 257-311.

[4] A. Brandolini, P. Casadio, P. Cipollone, M. Magnani, A. Rosolia e R. Torrini, *Employment growth in Italy in the 1990s: institutional arrangements and market forces*, in N. Acocella e R. Leoni (a cura di), *Social Pacts, Employment and Growth. A Reappraisal of Ezio Tarantelli's Thought*, Heidelberg, Physica-Verlag, 2007, pp. 31-68. A. Rosolia, *L'evoluzione delle retribuzioni in Italia tra il 1986 e il 2004 secondo i dati dell'archivio WHIP*, "Politica economica", 26, 2, 2010, pp.179-201.

Per entrambe le categorie, il dispiegarsi della crisi economica globale avviatasi nel 2008, proseguita in Europa con la crisi del debito sovrano, ha riportato nel 2014 i redditi ai livelli della fine degli anni settanta; la parallela contrazione dell'occupazione ne ha ulteriormente aggravato le conseguenze per le famiglie, soprattutto per quelle dei lavoratori dipendenti.

Figura 15.1

I redditi delle famiglie italiane
(migliaia di euro a prezzi 2014 e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (versione 9.0). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Migliaia di euro a prezzi 2014. – (2) Valori percentuali, scala di destra.

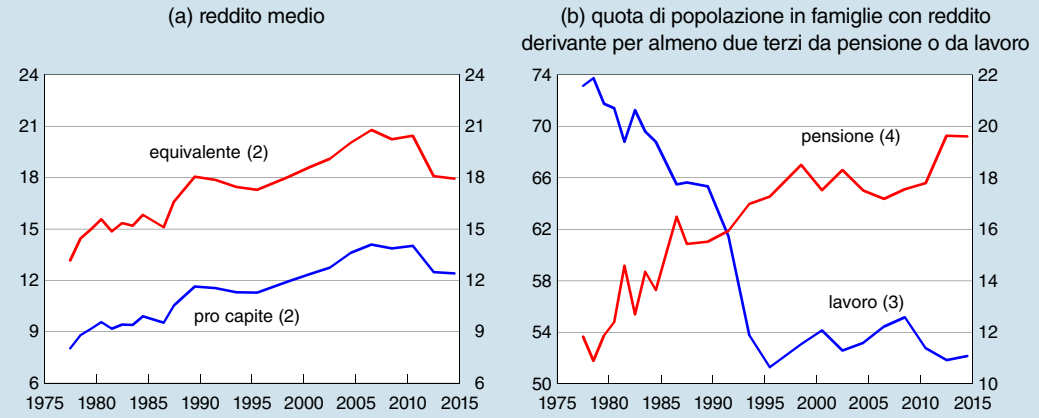
Il processo di riforma del sistema pensionistico avviato nei primi anni novanta, volto a garantirne la sostenibilità di lungo periodo, ha gradualmente contribuito a prolungare la partecipazione al mercato del lavoro dei più anziani e ha interrotto il forte aumento della quota di titolari di pensione sulla popolazione registrato nei vent'anni precedenti (fig. 15.1.c). Le famiglie hanno tuttavia continuato a beneficiare della crescita dei redditi medi pro capite da pensione che sono raddoppiati nel corso dei quarant'anni in esame: nel 2014 il reddito medio annuo da pensione (al netto delle imposte) ammontava all'80 per cento di quello da lavoro dipendente.

L'andamento favorevole dei redditi da fabbricati, riconducibile all'espansione dei prezzi di mercato degli immobili, ha fornito un sostegno considerevole al benessere familiare sia attraverso i canoni effettivamente percepiti sia, soprattutto, per il tramite del maggior valore dei servizi abitativi forniti dagli immobili usati direttamente (fig. 15.1.d).

Per effetto di tutti questi andamenti, secondo l'IBF il reddito disponibile annuale netto pro capite è cresciuto, tra il 1977 e il 2006, di circa il 75 per cento in termini reali. Tuttavia, le due recessioni che hanno colpito l'economia italiana a partire dal 2008 e i ritmi ancora modesti della successiva ripresa hanno eroso circa un quarto di questo aumento (fig. 15.2.a); tra il 1977 e il 2014 il reddito pro capite è cresciuto del 54 per cento. Secondo gli aggregati dei Conti nazionali per settore istituzionale dell'Istat il reddito disponibile lordo del settore delle famiglie, in termini pro capite e a prezzi costanti, ha avuto un andamento qualitativamente analogo, crescendo di oltre il 50 per cento tra il 1977 e il 2006 e perdendo circa un quarto di questo incremento durante la successiva fase di crisi[5]. Il reddito medio equivalente reale, una misura convenzionale del livello di benessere individuale desumibile dall'IBF tenendo conto delle economie di scala nei consumi che derivano dalla dimensione e composizione della famiglia, è cresciuto del 58 per cento fino al 2006 ed è sceso del 14 per cento tra il 2006 e il 2014; nell'intero quarantennio è salito del 36 per cento[6].

Figura 15.2

Redditi medi e principali fonti di reddito delle famiglie italiane (1)
(migliaia di euro a prezzi 2014 e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (versione 9.0). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Reddito al netto dei proventi da attività finanziarie; reddito equivalente calcolato secondo la scala OCSE modificata. – (2) Migliaia di euro a prezzi 2014. – (3) Valori percentuali. – (4) Valori percentuali, scala di destra.

Prima della recessione del 1992-93, il 65 per cento della popolazione italiana viveva in famiglie il cui reddito derivava per almeno i due terzi da lavoro; nel 1995 era solo circa la metà; grazie alla ripresa dell'occupazione, questa quota è aumentata, seppure in misura contenuta, fino al 2008 (al 55 per cento); è poi nuovamente scesa per effetto delle due crisi che hanno interessato l'economia italiana. Al contrario, la quota di chi vive in famiglie il cui reddito proviene per almeno i due terzi da pensioni è salita ininterrottamente dal 12 per cento nel 1977 fino al 18 per cento nella seconda metà

[5] Analogamente a quanto si osserva per le indagini campionarie sui bilanci familiari condotte in Italia e all'estero, gli aggregati stimati sui dati dell'IBF non sono direttamente confrontabili con le poste corrispondenti dei Conti nazionali, a causa delle molte differenze definitorie e metodologiche. Cfr. *Nota metodologica*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 5, 2014.

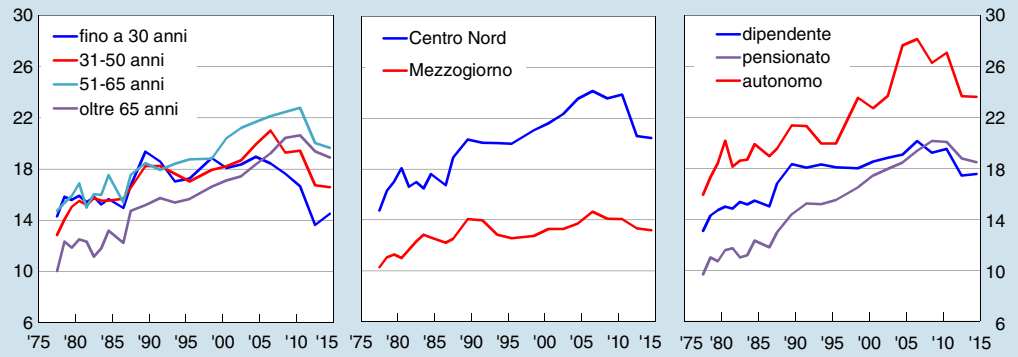
[6] Se non altrimenti specificato, la definizione di reddito adottata nel capitolo non comprende i redditi finanziari che sono stimabili solo dal 1987, quando è stata avviata la rilevazione delle attività finanziarie. Dal 1987 al 2014, il reddito medio equivalente è cresciuto, a prezzi costanti, circa del 7 per cento includendovi interessi e dividendi, dell'8 per cento escludendoli. Per il calcolo dei valori equivalenti si utilizza la scala di equivalenza dell'OCSE modificata.

degli anni novanta; dopo una fase di stasi, è tornata a crescere durante la crisi finanziaria globale, contribuendo a mitigarne le ricadute sugli standard di vita delle famiglie[7] (fig. 15.2.b).

Da questi sviluppi sono discesi profondi mutamenti nelle posizioni relative di specifici gruppi della popolazione. Dalla metà degli anni novanta il divario tra il reddito equivalente dei membri delle famiglie in cui il capofamiglia è un lavoratore autonomo e quello dei componenti delle famiglie in cui è un lavoratore dipendente si è ampliato in misura apprezzabile; si è colmato solo in parte durante l'ultima fase recessiva, durante la quale però il benessere medio di quest'ultimo gruppo è risultato inferiore a quello dei membri dei nuclei il cui capofamiglia è un pensionato. In media, l'arretramento nelle condizioni di vita durante le crisi recenti è stato particolarmente intenso tra le famiglie più giovani; è stato anche più forte nel Centro Nord che nel Mezzogiorno, quasi annullando, nel 2014, l'ampliamento del divario tra le due aree che aveva caratterizzato il periodo 1995-2006 (fig. 15.3).

Figura 15.3

Reddito medio equivalente per caratteristiche del capofamiglia (1)
(migliaia di euro a prezzi 2014)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (versione 9.0). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Reddito al netto dei proventi da attività finanziarie; reddito equivalente calcolato secondo la scala OCSE modificata.

Nonostante l'andamento complessivamente contenuto del reddito, la ricchezza delle famiglie è cresciuta, nell'intero periodo dell'Indagine, in modo sostenuto (cfr. il riquadro: *La ricchezza reale e finanziaria delle famiglie italiane secondo le statistiche aggregate*). L'IBF rileva il valore delle attività reali detenute (immobili, aziende e oggetti di valore) e l'ammontare dei debiti residui per l'acquisto o la ristrutturazione di beni immobili sin dal 1977, quello delle attività finanziarie a partire dal 1987 e quello delle altre passività finanziarie dal 1991.

Le attività reali rappresentano una quota rilevante della ricchezza lorda per la maggior parte delle famiglie; quelle finanziarie, detenute prevalentemente nella forma di depositi bancari, costituiscono una frazione preponderante del patrimonio lordo solo per le famiglie meno abbienti.

[7] A. Brandolini, F. D'Amuri e I. Faiella, *Country case study – Italy*, in S.P. Jenkins, A. Brandolini, J. Micklewright e B. Nolan (a cura di), *The Great Recession and the Distribution of Household Income*, Oxford, Oxford University Press, 2013, pp. 130-152.

LA RICCHEZZA REALE E FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE ITALIANE SECONDO LE STATISTICHE AGGREGATE

Nel 2014, sulla base delle statistiche ufficiali, la ricchezza netta delle famiglie ammontava a circa sei volte il prodotto interno lordo (PIL), un valore appena superiore a quello prevalente negli anni immediatamente precedenti la crisi finanziaria globale; per oltre due terzi era costituita da attività reali[1]. Nel confronto internazionale, la ricchezza delle famiglie italiane è elevata, sia in termini pro capite sia in rapporto al PIL[2].

Secondo ricostruzioni storiche per l'intero periodo postunitario, nell'ultimo decennio il rapporto tra patrimonio netto delle famiglie e PIL è tornato su livelli analoghi a quelli dell'inizio del secolo scorso, dopo aver toccato un minimo, dimezzandosi, intorno alla metà degli anni sessanta[3]. Tra gli anni cinquanta del Novecento e la metà degli anni sessanta, la flessione del rapporto ha rispecchiato l'eccezionale espansione del PIL (figura); la crescita della ricchezza, a un tasso pari a un quinto di quella del prodotto, è dipesa in egual misura dall'espansione del patrimonio immobiliare, a fronte di quotazioni unitarie sostanzialmente stabili, e dalla crescita della ricchezza finanziaria netta. Nei quindici anni successivi, queste tendenze si sono invertite: il patrimonio netto delle famiglie è cresciuto a un ritmo decisamente più alto di quello del PIL, e all'inizio degli anni ottanta era più che triplicato (al netto della variazione dei prezzi al consumo). Per circa quattro quinti questa crescita è stata sostenuta da quella delle attività reali, sospinta anche dall'andamento molto favorevole delle quotazioni immobiliari[4]. L'espansione della ricchezza nel corso degli anni ottanta e novanta è invece riconducibile per quasi due terzi a quella del patrimonio finanziario netto, triplicato nonostante l'aumentato indebitamento delle famiglie[5]. L'accumulo di ricchezza reale è derivato quasi esclusivamente dall'ampliamento della base proprietaria, favorito anche dalla maggiore facilità di accesso al credito; nonostante le ampie oscillazioni delle quotazioni che hanno caratterizzato l'intero periodo, alla fine degli anni novanta i prezzi unitari non erano molto discosti da quelli di vent'anni prima. I prezzi degli immobili sono tornati a sostenere la crescita della ricchezza netta nel periodo successivo fino all'avvio della crisi finanziaria globale, quando si sono arrestati; vi si è accompagnata l'espansione della ricchezza finanziaria netta che aveva ristagnato all'inizio del decennio per effetto della correzione al ribasso

---

[1] La ricchezza netta della famiglie è data dalla somma di attività reali e attività finanziarie al netto delle passività finanziarie. Le poste reali sono stimate dall'Istat per il periodo dal 2005; quelle finanziarie dalla Banca d'Italia per il periodo dal 1995. Cfr. *La ricchezza delle famiglie italiane. Anno 2014*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 69, 2015.

[2] L. Bartiloro, M. Coletta, R. De Bonis e A. Mercatanti, *Household wealth in a cross-country perspective*, in R. De Bonis e A.F. Pozzolo (a cura di), *The Financial Systems of Industrial Countries. Evidence from Financial Accounts*, Berlin-Heidelberg, Springer-Verlag, 2012.

[3] L. Cannari, G. D'Alessio e G. Vecchi, *Wealth*, in G. Vecchi (a cura di), *Measuring Wellbeing. A History of Italian Living Standards*, Oxford, Oxford University Press, di prossima pubblicazione; R. Bonci e M. Coletta, *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi*, Banca d'Italia, atti del convegno *I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali*, Perugia, 1-2 dicembre 2005.

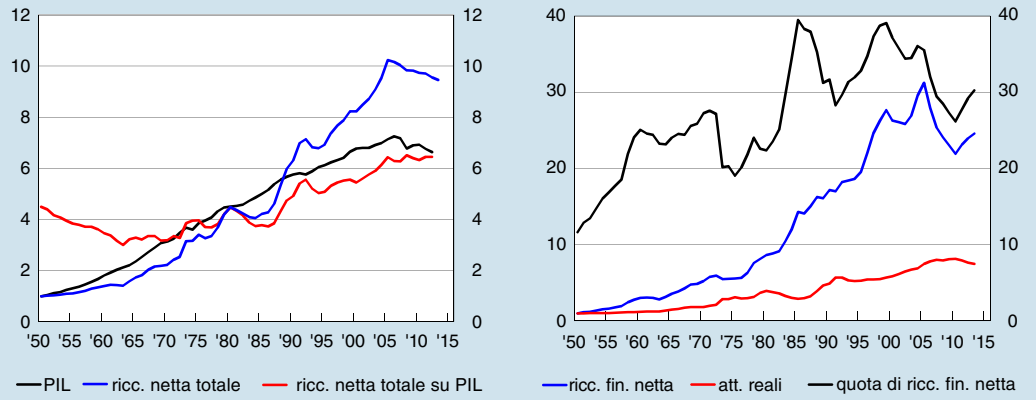
[4] F. Zollino, S. Muzzicato e R. Sabbatini, *Prices of residential property in Italy: constructing a new indicator*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 17, 2008.

[5] R. De Bonis, D. Fano e T. Sbano, *Household aggregate wealth in the main OECD countries from 1980 to 2011: what do the data tell us?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 160, 2013.

connessa con lo scoppio della bolla tecnologica. Nel periodo della crisi finanziaria globale e di quella europea dei debiti sovrani, la ricchezza netta si è contratta, sebbene meno del PIL, per effetto della flessione del valore delle attività finanziarie nette, avviatasi già nel 2007, e delle attività reali, dal 2011.

Figura

PIL, ricchezza netta totale, attività reali e ricchezza finanziaria netta
(prezzi costanti 2010; 1951=1)



Fonte: L. Cannari, G. D'Alessio e G. Vecchi, *Wealth*, in G. Vecchi (a cura di), *Measuring Wellbeing. A History of Italian Living Standards*, Oxford, Oxford University Press, di prossima pubblicazione; A. Baffigi, *Il PIL e la storia d'Italia. Istruzioni per l'uso*, Venezia, Marsilio, 2015.

Nel complesso, dalla metà degli anni sessanta, quando in quasi tutti i paesi avanzati il rapporto tra la ricchezza delle famiglie e il PIL ha ripreso ad aumentare, la crescita del patrimonio delle famiglie italiane è derivata soprattutto da quella della componente immobiliare, in larga parte dovuta all'ampliamento della proprietà.

Tra il 1977 e il 2010, il valore medio familiare delle attività reali, al netto della crescita del deflatore dei prezzi al consumo, è quasi triplicato; quello mediano è quadruplicato. La crescita del valore del patrimonio immobiliare ha riflesso sia l'aumento delle quotazioni, quasi raddoppiate, sia la diffusione della proprietà. Quest'ultima è stata sospinta dalla crescita e dall'invecchiamento della popolazione e ha beneficiato di più agevoli condizioni di accesso al credito[8]. La quota di famiglie proprietarie di immobili è salita da poco più della metà nel 1977 al 72 per cento nel 2010, con una crescita particolarmente sostenuta fino al 2000; l'aumento complessivo è stato maggiore tra le famiglie più anziane, dal 60 all'80 per cento (cfr. *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 64, 2015).

Sempre tra il 1977 e il 2010, la quota di nuclei familiari indebitati per l'acquisto o la ristrutturazione di immobili è salita dal 4 all'11 per cento, accompagnandosi con un aumento, dalla fine degli anni novanta, del valore del debito in essere in rapporto al patrimonio immobiliare: mentre quest'ultimo è circa raddoppiato, l'esposizione complessiva è più che triplicata.

[8] A. Nobili e F. Zollino, *A structural model for the housing and credit markets in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 887, 2012.

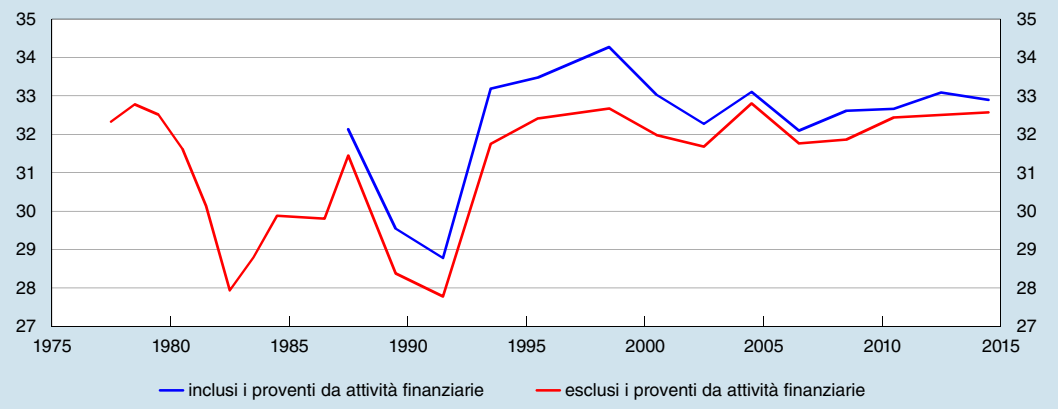
Tra il 1991, quando è stata avviata la rilevazione di tutte le passività, e il 2014 la quota di famiglie indebitate ha oscillato attorno a un quarto, un valore basso nel confronto internazionale[9]. Poco più della metà era indebitata esclusivamente per ragioni diverse dall'acquisto o ristrutturazione di immobili, mentre solo circa un terzo di quelle esposte per questi ultimi motivi ha anche altri debiti.

La distribuzione del reddito e della ricchezza

L'indice di Gini del reddito equivalente, una misura di disuguaglianza che varia tra 0 e 100 e sintetizza quanto la distribuzione si discosta da quella egualitaria, ha seguito fino alla prima metà degli anni ottanta una tendenza discendente proseguendo quella che, pur con passo diverso, aveva contraddistinto tutto il periodo postunitario[10] (fig. 15.4). Questa tendenza si è interrotta nella seconda metà degli anni ottanta e si è poi invertita durante la recessione che ha colpito l'Italia nel biennio 1992-93, in concomitanza con le turbolenze del meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo: la disuguaglianza è rapidamente cresciuta, in parallelo con una modesta flessione del reddito disponibile pro capite.

Figura 15.4

Indice di Gini del reddito equivalente (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (versione 9.0). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Il reddito equivalente è calcolato secondo la scala OCSE modificata.

Al contrario, la disuguaglianza non ha subito variazioni apprezzabili dopo l'avvio della crisi finanziaria globale nel 2008 e dopo la successiva recessione indotta dalla crisi del debito sovrano, nonostante una più ampia contrazione del reddito. Nel complesso, la disuguaglianza si è stabilizzata su valori prossimi a quelli registrati alla fine degli anni settanta e relativamente elevati nel confronto internazionale; dagli anni ottanta è però cresciuta meno che in molti altri paesi avanzati[11].

---

[9] R. Gambacorta, G. Ilardi, A. Locatelli, R. Pico e C. Rampazzi, *Principali risultati dell'Household finance and consumption survey: l'Italia nel confronto internazionale*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 161, 2013.

[10] A. Brandolini e G. Vecchi, *Il benessere degli italiani*, in G. Toniolo (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale. Dall'Unità a oggi*, Venezia, Marsilio, 2013, pp. 313-341.

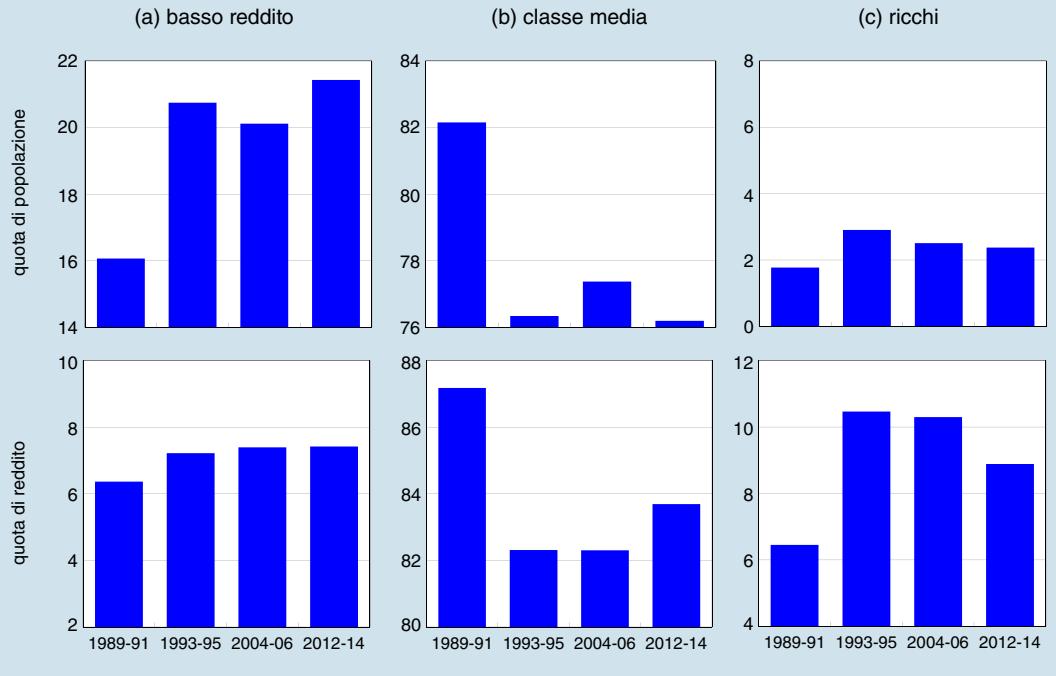
[11] Cfr. Luxembourg Income Study (LIS), *Inequality and Poverty Key Figures*.

Le due principali contrazioni dell'economia italiana dal dopoguerra, quella dei primi anni novanta e quella, doppia, coincidente con la crisi globale finanziaria e con quella europea dei debiti sovrani, hanno dunque avuto effetti diversi sulla disuguaglianza, anche in conseguenza della diversa composizione della popolazione all'avvio delle due recessioni: mentre durante la prima la distribuzione dei redditi si è polarizzata, durante la seconda ha registrato un complessivo slittamento verso il basso.

Durante la recessione dei primi anni novanta, la quota di popolazione appartenente alla classe media si è contratta di sei punti percentuali e la quota del reddito equivalente, comprensivo dei rendimenti finanziari, riconducibile alla medesima classe è scesa di cinque punti[12] (fig. 15.5); nell'ultima recessione la riduzione della classe media è stata invece contenuta e si è accompagnata con un aumento della sua quota di reddito. La crescita della quota di persone a basso reddito è stata assai più forte nella prima recessione (da 16 a 21 per cento), quando il livello di partenza era tuttavia più basso. In quell'occasione è aumentata la quota di reddito dei più ricchi (dal 6 al 10 per cento), contrariamente a quanto accaduto nella recessione recente.

Figura 15.5

Quota del reddito equivalente e della popolazione per classi di reddito equivalente (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (versione 9.0). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Reddito comprensivo dei proventi da attività finanziarie; reddito equivalente calcolato secondo la scala OCSE modificata. "Basso reddito": reddito equivalente inferiore al 60 per cento di quello mediano; "classe media": reddito equivalente compreso tra il 60 per cento e il triplo del reddito equivalente mediano; "ricchi": reddito equivalente superiore al triplo di quello mediano.

[12] Secondo la definizione qui adottata, la classe media comprende le persone che hanno un reddito equivalente tra il 60 per cento di quello mediano, la soglia convenzionalmente utilizzata per individuare la popolazione a basso reddito, e tre volte quello mediano. Cfr. A.B. Atkinson e A. Brandolini, *On the identification of the middle class*, in J.C. Gornick e M. Jäntti (a cura di), *Income Inequality. Economic Disparities and Middle Class in Affluent Countries*, Stanford (CA), Stanford University Press, 2013, pp. 77-100.

Ciò è verosimilmente dipeso dal fatto che alla fine degli anni ottanta la classe media era composta per i quattro quinti da persone appartenenti a famiglie di lavoratori dipendenti e autonomi, più esposti agli effetti delle fluttuazioni cicliche; alla metà del decennio scorso questa quota era scesa al di sotto del 70 per cento, mentre era aumentata di dieci punti (al 30 per cento) quella di membri di famiglie di pensionati, più isolati dalle conseguenze del ciclo economico.

Tra la fine degli anni ottanta e il 2014, l'espansione della quota di popolazione a basso reddito si è accompagnata con un sostanziale cambiamento della sua composizione, più che dimezzandosi tra le famiglie di pensionati (dal 40 al 15 per cento), salendo tra quelle dei lavoratori dipendenti (dal 14 al 20 per cento) e, sebbene meno intensamente, dei lavoratori autonomi (dal 12 al 15 per cento).

A conferma della limitatezza degli strumenti di protezione sociale contro la povertà[13], la condizione di basso reddito interessa pressoché tutti i nuclei il cui capofamiglia è stato prevalentemente disoccupato nell'anno, una condizione che nel 2014 è giunta a coinvolgere quasi il 4 per cento della popolazione, più del doppio di quanto registrato al culmine della recessione dei primi anni novanta.

Il disagio economico è più elevato per i membri delle famiglie più giovani. Considerando tutti gli appartenenti alle famiglie con capofamiglia di età non superiore ai 30 anni, oltre una persona su tre è in condizione di basso reddito (solo una su dieci alla fine degli anni ottanta); la stessa tendenza ha riguardato, con minore intensità, anche i nuclei con capofamiglia di età compresa tra i 31 e i 50 anni. Si è invece lievemente ridotta la quota di famiglie a basso reddito nel Mezzogiorno, scesa al 33 per cento da quasi il 40 nel 1995; resta però circa il triplo di quella del Centro Nord.

Le famiglie, soprattutto quelle in condizioni di disagio, possono attingere al proprio patrimonio per attutire le ripercussioni degli shock di reddito sulle proprie condizioni di vita. Nel 2014 le famiglie a basso reddito detenevano tuttavia meno del 4 per cento della ricchezza netta complessiva, tre punti meno che nel biennio 1993-95. Quasi la metà di queste famiglie non sarebbe uscita dalla condizione di basso reddito per un solo anno nemmeno liquidando interamente il proprio patrimonio; durante la recessione degli anni novanta questa quota era decisamente più bassa e non arrivava al 30 per cento. Tali nuclei particolarmente fragili sono più frequenti nel Mezzogiorno, tra quelli più piccoli, tra quelli il cui capofamiglia è un lavoratore dipendente. La ricchezza delle altre famiglie in condizione di basso reddito è in media superiore a circa sei volte il valore che definisce questa condizione, un livello sostanzialmente analogo a quello della metà degli anni novanta.

I divari generazionali

L'indebolimento, dagli anni novanta, dell'economia italiana ha gravato in particolare sui più giovani: sono aumentate le opportunità di ingresso nel mercato del lavoro, ma le carriere lavorative sono diventate più intermittenti e i livelli retributivi

[13] *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.

iniziali inferiori a quelli dei coetanei di generazioni precedenti, nonostante il più alto livello di istruzione[14].

Secondo i dati dell'INPS, tra la fine degli anni ottanta e l'inizio del decennio scorso, la retribuzione settimanale d'ingresso è diminuita, in termini reali, di circa un quinto; il calo non è stato accompagnato da progressioni retributive più rapide[15]. La doppia recessione tra il 2008 e il 2013 ha pesato soprattutto su chi si accingeva a entrare nel mercato del lavoro, annullando larga parte dell'aumento delle probabilità giovanili d'impiego registrato negli anni precedenti.

Le generazioni più giovani hanno risposto a questo indebolimento della capacità di generare reddito rinviando l'uscita dalla famiglia di origine. Tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni duemila la quota di giovani tra i 25 e i 34 anni che viveva ancora nella famiglia di origine è raddoppiata, da poco più di un quarto a circa la metà; il tenue calo osservato fino al 2008 è stato interrotto dalla crisi finanziaria globale e, nel 2014, la quota è tornata prossima al 50 per cento (al 30 per cento nella fascia tra i 30 e i 34 anni). Questi giovani hanno beneficiato delle migliori condizioni economiche dei loro genitori: il loro reddito equivalente è stato in media superiore a quello dei coetanei che avevano formato una nuova famiglia.

Si stima che il reddito permanente al netto dei trasferimenti pensionistici, ovvero quanto in media ci si può attendere di guadagnare lungo l'intero ciclo di vita, non cresca più o sia addirittura in calo per le generazioni più giovani che hanno formato una famiglia rispetto a quelle che le hanno precedute[16]. Il divario intergenerazionale di benessere è plausibilmente maggiore se si considera che, a seguito dell'introduzione del metodo contributivo, i redditi da pensione delle generazioni giovani dipenderanno più che in passato dall'andamento, per lo più discontinuo, delle loro carriere lavorative[17].

A fronte di un più basso reddito permanente, queste generazioni hanno tuttavia beneficiato dello sviluppo del mercato del credito italiano e del miglioramento delle condizioni di indebitamento registrati tra la metà degli anni novanta e l'inizio della crisi finanziaria globale, anche tra i segmenti della popolazione che storicamente riscontravano maggiori difficoltà di accesso al credito[18]; le minori esigenze di accumulazione che ne sono derivate hanno permesso di contenere il calo dei consumi comprimendo il risparmio.

---

[14] F. Giorgi, A. Rosolia, R. Torrini e U. Trivellato, *Mutamenti tra generazioni nelle condizioni lavorative giovanili*, in A. Schizzerotto, U. Trivellato e N. Sartor (a cura di), *Generazioni disuguali. Le condizioni di vita dei giovani di ieri e di oggi: un confronto*, Bologna, il Mulino, 2011, pp. 111-144.

[15] A. Rosolia e R. Torrini, *The generation gap: a cohort-level analysis of earnings levels, dispersion and the role of initial labor market conditions in Italy, 1974-2014*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[16] A. Brandolini e A. Rosolia, *Consumi, redditi, risparmi e benessere*, in A. Golini e A. Rosina (a cura di), *Il secolo degli anziani. Come cambierà l'Italia*, Bologna, Il Mulino, 2011, pp. 137-158; A. Brandolini e G. D'Alessio, *Disparità intergenerazionali nei redditi familiari*, in A. Schizzerotto, U. Trivellato e N. Sartor (a cura di), *Generazioni disuguali. Le condizioni di vita dei giovani di ieri e di oggi: un confronto*, Bologna, il Mulino, 2011, pp. 145-173.

[17] D. Franco, M.R. Marino e P. Tommasino, *Pension policy and poverty in Italy: recent developments and new priorities*, "Giornale degli economisti e annali di economia", 67, 2, 2008, pp. 119-159.

[18] S. Magri e R. Pico, *L'indebitamento delle famiglie italiane dopo la crisi del 2008*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 134, 2012.

Le generazioni più giovani possono inoltre attendersi una maggiore ricchezza ereditata per via della riduzione del numero medio di figli. Nel 2014 circa un terzo delle famiglie ha dichiarato di aver ricevuto un lascito; la ricchezza di queste famiglie, per le quali i lasciti rappresentano in media il 60 per cento del patrimonio netto, è più del doppio di quella dei nuclei che hanno dichiarato di non aver ricevuto eredità o donazioni. All'inizio degli anni novanta, quando solo circa un quinto delle famiglie aveva ricevuto un lascito, il patrimonio delle famiglie beneficiarie era di solo circa il 70 per cento più elevato di quello dei nuclei che non riportavano eredità o donazioni[19].

La ricchezza netta delle famiglie più facoltose è meno dipendente dai lasciti di quanto non lo sia quella delle famiglie meno abbienti, grazie alla maggiore capacità di accumulare risorse autonomamente. Il reddito complessivo, che determina in larga parte questa capacità, è però collegato più strettamente che in altri paesi avanzati a quello della famiglia di origine, segnalando un basso grado di mobilità sociale; vi concorrono l'elevata persistenza, tra generazioni successive, dei livelli di istruzione e dei percorsi professionali. Vi sono evidenze che per le generazioni più giovani il ruolo complessivo della famiglia di origine nel determinare i propri redditi si sia rafforzato[20].

Il maggior valore della ricchezza ereditata e il crescente ruolo della famiglia di origine nello spiegare le differenze di reddito tra i più giovani comportano una più forte persistenza delle disuguaglianze di benessere tra generazioni successive.

[19] L. Cannari e G. D'Alessio, *Intergenerational transfers in Italy*, in *Household Wealth in Italy. Papers Presented at the Conference Held in Perugia, 16-17 October 2007*, Banca d'Italia, 2008, pp. 255-285.

[20] S. Mocetti, *Intergenerational earnings mobility in Italy*, "The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy", 7, 2, 2007; A. Rosolia, *Intergenerational relations: the importance of the family*, in Società italiana di statistica, *Atti della XLIV riunione scientifica*, Università della Calabria, 25-27 giugno 2008, Padova, CLEUP, 2008, pp. 329-336.