



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 31 maggio 2021

**EMBARGO SINO A QUANDO
IL GOVERNATORE INIZIA A PARLARE**

CENTOVENTISETTESIMO ESERCIZIO

anno 2020

esercizio

CXXVII



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2020 – centoventisettesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2021

© Banca d'Italia, 2021

Indirizzo

Via Nazionale, 91
00184 Roma - Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati.

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

ISSN 1972-845X (stampa)

ISSN 2280-4129 (online)

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

Stampato nel mese di maggio 2021

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

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

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

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale	3
La congiuntura e le politiche macroeconomiche	3
Riquadro: <i>L'evoluzione della pandemia di Covid-19 e i progressi nella campagna di vaccinazione</i>	4
Il commercio internazionale	13
I prezzi e i mercati delle materie prime	14
I mercati finanziari internazionali	16

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro	25
La fase ciclica	25
Riquadro: <i>I flussi finanziari nei paesi dell'area dell'euro durante la pandemia</i>	26
I prezzi e i costi	28
I mercati finanziari	29
Le politiche di bilancio	31
La risposta europea alla crisi economica connessa con la pandemia	32
3. La politica monetaria nell'area dell'euro	37
L'azione di politica monetaria	38
Riquadro: <i>Il PEPP e la stabilizzazione dei mercati finanziari</i>	39
La revisione della strategia di politica monetaria	41
Le operazioni di politica monetaria	42
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	44
La moneta e il credito	45

L'ECONOMIA ITALIANA

4. Il quadro di insieme	49
Riquadro: <i>La trasmissione della pandemia all'economia italiana</i>	50
Riquadro: <i>Gli andamenti territoriali</i>	54
Riquadro: <i>I possibili effetti demografici a lungo termine della pandemia</i>	58
Riquadro: <i>Il piano nazionale di ripresa e resilienza</i>	61
5. Le famiglie	64
Il reddito e la sua distribuzione	64
Riquadro: <i>L'impatto della crisi da Covid-19 e delle misure di sostegno al reddito sulla disuguaglianza nella prima metà del 2020</i>	67
I consumi	70
Riquadro: <i>I comportamenti di consumo e di risparmio in tempi di pandemia</i>	72
Riquadro: <i>L'impatto della pandemia sulle abitudini di pagamento delle famiglie</i>	76
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni	78
Riquadro: <i>Pandemia e preferenze delle famiglie: indicazioni dal mercato immobiliare</i>	79
6. Le imprese	82
Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo	82
Riquadro: <i>La demografia di impresa durante la pandemia</i>	85
Gli investimenti	87
L'innovazione e la produttività	89
7. Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese	92
La ricchezza e gli investimenti finanziari delle famiglie	92
L'indebitamento delle famiglie	96
La redditività e il saldo finanziario delle imprese	99
Le fonti di finanziamento delle imprese	100
Riquadro: <i>L'evoluzione della leva finanziaria delle imprese italiane e il ciclo economico</i>	101
Riquadro: <i>Le misure di sostegno finanziario e il credito alle imprese durante la pandemia</i>	104
8. Il mercato del lavoro	108
L'occupazione e le ore lavorate	108
Riquadro: <i>Il lavoro agile nel settore privato</i>	111
L'offerta di lavoro	115
Riquadro: <i>Le prospettive di ricollocazione dei lavoratori nei settori più colpiti dalla pandemia</i>	116

Le altre politiche di sostegno ai lavoratori	119
Le relazioni industriali e la contrattazione	120
9. I prezzi e i costi	121
I prezzi e i costi nel 2020	121
Le prospettive dell'inflazione nel 2021	123
Riquadro: <i>La pandemia e le strategie di prezzo delle imprese</i>	124
10. L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti	127
Le esportazioni e le importazioni	127
Riquadro: <i>Le esportazioni settoriali dell'Italia nell'ultimo decennio e gli effetti della pandemia</i>	128
Riquadro: <i>Il turismo internazionale in Italia durante la pandemia</i>	132
La competitività di prezzo	134
La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	135
11. La finanza pubblica	140
La finanza pubblica nel 2020	140
Riquadro: <i>I divari territoriali nella dotazione di infrastrutture</i>	147
La finanza pubblica nel 2021 e le prospettive di medio termine	152
12. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale	156
La concorrenza e la regolamentazione dei mercati	156
Riquadro: <i>Gli effetti delle riforme sulla produttività e sulla crescita: evidenze per l'Italia</i>	157
La gestione delle crisi di impresa	159
Il contesto istituzionale	161
13. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali	165
La struttura dell'industria bancaria	166
Le attività delle banche	166
Riquadro: <i>Le garanzie pubbliche e la crescita del credito alle imprese</i>	168
La raccolta bancaria	172
La redditività e il patrimonio delle banche	174
Gli altri intermediari creditizi e i confidi	177
Gli investitori istituzionali	177
Riquadro: <i>Gli accordi commerciali e le partecipazioni azionarie tra banche e assicurazioni in Italia</i>	180

14. I mercati monetari e finanziari	184
I mercati monetari e dei titoli pubblici	184
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	188
Il mercato azionario	190
Riquadro: <i>Le quotazioni azionarie nei diversi comparti durante la pandemia</i>	191
Le infrastrutture di mercato	194

SEZIONE MONOGRAFICA

15. Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile	199
I rischi climatici per l'economia e il sistema finanziario	200
Dai rischi climatici alla finanza sostenibile	201
Le iniziative delle banche centrali	203
La Banca d'Italia e la finanza sostenibile	205
Le iniziative della presidenza italiana del G20	207

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA	209
---	-----

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.

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

Per la denominazione dei paesi europei indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (<https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm>).

Pubblicazione aggiornata con i dati disponibili al 19 maggio 2021, salvo diversa indicazione.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. LA CONGIUNTURA MONDIALE, LE POLITICHE ECONOMICHE E IL COMMERCIO INTERNAZIONALE

La pandemia di Covid-19 ha avuto effetti estremamente gravi sul piano umano, sociale ed economico. Oltre 160 milioni di persone sono state contagiate e più di 3 milioni hanno perso la vita. Secondo le stime dell’FMI, nel 2020 il PIL mondiale è diminuito del 3,3 per cento, la più forte contrazione dalla seconda guerra mondiale; il commercio, anche a seguito delle restrizioni alla mobilità di merci e persone, si è ridotto dell’8,9 per cento.

La diffusione del virus ha investito l’intera economia globale; con le successive ondate epidemiche gli effetti economici si sono manifestati in misura diversa tra settori e aree geografiche, riflettendo la severità della pandemia a livello locale e le risposte delle politiche economiche.

Le politiche monetarie hanno evitato che la crisi pandemica si tramutasse in una crisi finanziaria, garantendo la liquidità sui mercati e favorendo il credito attraverso diverse iniziative tra cui programmi di acquisto di titoli, adottati per la prima volta anche dalle banche centrali di alcune economie emergenti. Le politiche fiscali hanno svolto un ruolo cruciale nel sostenere i redditi delle famiglie e delle imprese, soprattutto nei paesi avanzati, scongiurando che si innescasse un ampliamento della crisi.

Le condizioni sui mercati finanziari, dopo il repentino deterioramento osservato nella fase iniziale della pandemia, sono diventate progressivamente più distese. Dagli ultimi mesi del 2020 il rafforzamento delle prospettive di crescita, alimentato dalle notizie sulla disponibilità di vaccini, ha contribuito alla riduzione dell’avversione al rischio degli investitori e alla risalita dei tassi di interesse a lunga scadenza, in particolare negli Stati Uniti.

La crisi ha colpito soprattutto le fasce più deboli della popolazione e i paesi più vulnerabili, accrescendo i rischi di un aumento delle disuguaglianze nei prossimi anni. Secondo la Banca Mondiale la pandemia ha arrestato per la prima volta da oltre vent’anni la riduzione del numero di persone in povertà estrema. In questo contesto, il sostegno della comunità finanziaria internazionale alle economie più fragili e il progresso delle campagne di vaccinazione saranno determinanti per creare i presupposti per l’uscita dalla crisi, ridurre l’incertezza economica e accelerare il ritorno alla crescita.

La congiuntura e le politiche macroeconomiche

I principali paesi avanzati. – Nel 2020 il PIL dei paesi avanzati è diminuito del 4,7 per cento (tav. 1.1), con una contrazione degli investimenti e dei consumi privati. Il reddito disponibile delle famiglie è sceso invece assai meno, grazie ai consistenti trasferimenti dei governi. Per effetto delle ridotte possibilità di consumo di alcuni beni

e servizi e dell'aumento dell'incertezza sanitaria ed economica, nel loro complesso le famiglie hanno considerevolmente aumentato i risparmi¹. Dopo il forte calo della prima metà dell'anno, legato al diffondersi dell'epidemia e alle relative misure di contenimento², l'attività globale ha avuto un deciso recupero nel terzo trimestre; con la ripresa dei contagi, negli ultimi tre mesi dell'anno ha nuovamente rallentato, anche se in misura meno accentuata che nel secondo trimestre per via dell'adozione di provvedimenti restrittivi più mirati e di una migliorata capacità di adattamento dei comportamenti degli individui e delle imprese (cfr. il riquadro: *L'evoluzione della pandemia di Covid-19 e i progressi nella campagna di vaccinazione*).

Tavola 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
PAESI	PIL		Inflazione (1)	
	2019	2020	2019	2020
Paesi avanzati	1,6	-4,7	1,4	0,7
Giappone	0,3	-4,8	0,5	0,0
Regno Unito	1,4	-9,9	1,8	0,9
Stati Uniti	2,2	-3,5	1,5	1,2
Paesi emergenti e in via di sviluppo	3,6	-2,2	5,1	5,1
Brasile	1,4	-4,1	3,7	3,2
Cina	6,0	2,3	2,9	2,5
India	4,8	-6,9	3,7	6,6
Russia	2,0	-3,0	4,5	3,4

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

L'EVOLUZIONE DELLA PANDEMIA DI COVID-19 E I PROGRESSI NELLA CAMPAGNA DI VACCINAZIONE

La diffusione nel mondo. – Secondo i dati dell'Organizzazione mondiale della sanità (World Health Organization, WHO), dai primi casi riscontrati in Cina nel dicembre 2019, i contagi da Covid-19 nel mondo sono stati 164 milioni, mentre i decessi hanno raggiunto i 3,4 milioni¹.

Gli effetti della pandemia sulla mortalità – che in molti paesi è risultata molto più elevata rispetto alla media del quinquennio precedente – sono stati

¹ Dati al 19 maggio 2021.

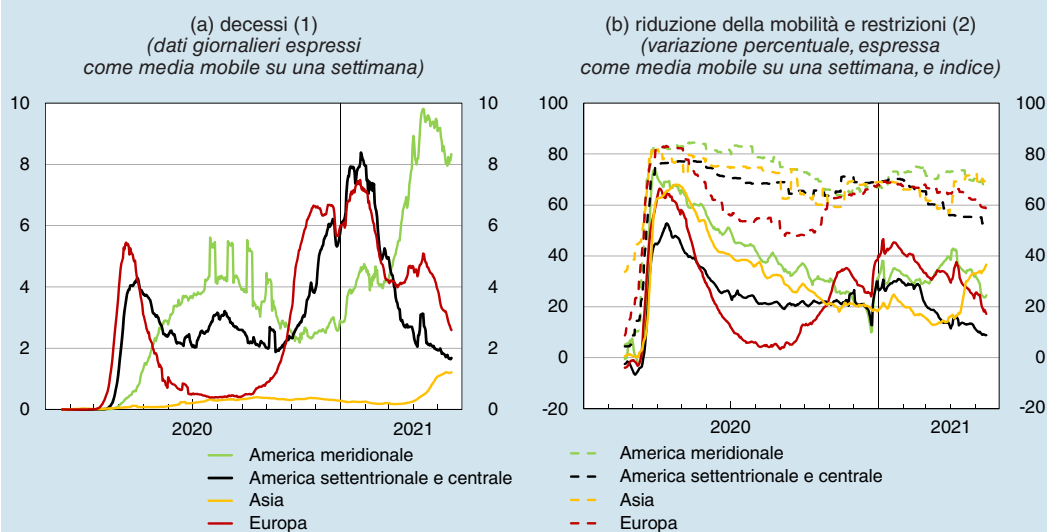
¹ V. Ercolani, *Covid-induced precautionary saving in the US: the role of the unemployment rate*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 6 luglio 2020; V. Ercolani, *Strengthening national health systems and dampening precautionary attitudes*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 5 novembre 2020; V. Ercolani, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *Fears for the future: saving dynamics after the Covid-19 outbreak*, "Note Covid-19", di prossima pubblicazione.

² I. Buono e F.P. Conteduca, *Mobility before government restrictions in the wake of Covid-19*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 9 novembre 2020.

eterogenei tra aree geografiche (figura A, pannello a), riflettendo le diverse caratteristiche delle popolazioni colpite (ad es. età media e diffusione di patologie croniche) e delle politiche di contenimento. In molti paesi europei, raggiunti dall'epidemia con qualche settimana di anticipo rispetto al continente americano, i governi hanno adottato disposizioni molto restrittive, che hanno contribuito a un drastico calo della mobilità. Gli interventi hanno portato a una netta riduzione dei decessi giornalieri già dall'inizio dell'estate, prima di quanto osservato nell'America settentrionale e centrale. Ne è seguito un allentamento generalizzato delle restrizioni, che ha favorito la ripresa delle attività economiche e delle interazioni sociali (figura A, pannello b). Dall'autunno si è tuttavia innescata una seconda ondata di contagi, di portata superiore alla prima. Con il peggioramento del quadro sanitario i governi hanno imposto nuove misure di contenimento che, sebbene meno severe di quelle precedenti, hanno consentito una graduale riduzione dei decessi nel quarto trimestre. Mentre il calo negli Stati Uniti è proseguito in maniera costante anche nei primi mesi del 2021, beneficiando della rapida campagna vaccinale, in Europa la diffusione di varianti più contagiose del virus ha ridotto l'efficacia dei provvedimenti e causato una nuova recrudescenza dell'epidemia. La diffusione di nuove varianti è anche all'origine del rapido rialzo dei contagi e dei decessi registrato dagli ultimi mesi del 2020 in America meridionale, particolarmente in Brasile, e di quello più recente in India.

Figura A

Evoluzione della pandemia e della mobilità in alcune aree del mondo



Fonte: elaborazioni su dati Center for Systems Science and Engineering della Johns Hopkins University, Google Covid-19 Community Mobility Reports e Blavatnik School of Government della Oxford University.

(1) Numero di decessi per milione di abitanti. – (2) La riduzione della mobilità (linea continua) è rappresentata come la variazione percentuale del numero delle visite a negozi, ristoranti, bar, centri commerciali, musei, biblioteche, cinema e parchi a tema, rispetto al periodo di riferimento 3 gennaio-6 febbraio 2020. Le restrizioni alla mobilità (linea tratteggiata; scala di destra) sono rappresentate utilizzando l'indicatore proposto in T. Hale et al., *A global panel database of pandemic policies (Oxford Covid-19 Government Response Tracker)*, "Nature Human Behavior", 8 marzo 2021. Il livello 100 (0) identifica il massimo (minimo) grado di restrittività delle politiche di contenimento.

Le campagne vaccinali. – Grazie allo sforzo dell'intera comunità scientifica, agli investimenti delle aziende farmaceutiche e allo stanziamento di cospicui

fondi pubblici e privati in favore della ricerca, lo sviluppo di vaccini efficaci è stato realizzato con una rapidità senza precedenti. Dal dicembre 2020, con il completamento delle fasi di sperimentazione, le principali agenzie del farmaco occidentali hanno raccomandato ai governi di autorizzare la somministrazione dei primi vaccini nei propri confini nazionali. Il rischio che emergano varianti in grado di ridurre l'efficacia rende particolarmente urgente accelerare l'immunizzazione della popolazione, che rappresenta la via di uscita dalla crisi pandemica. In questa direzione il programma *Covid-19 Vaccines Global Access* (Covax), condotto dalla WHO, costituisce la principale iniziativa internazionale. Sebbene ancora in fase iniziale, il programma ha l'obiettivo di distribuire due miliardi di dosi, di cui 1,3 nei paesi a basso reddito, entro la fine del 2021 e di vaccinare almeno il 20 per cento della popolazione dei paesi partecipanti.

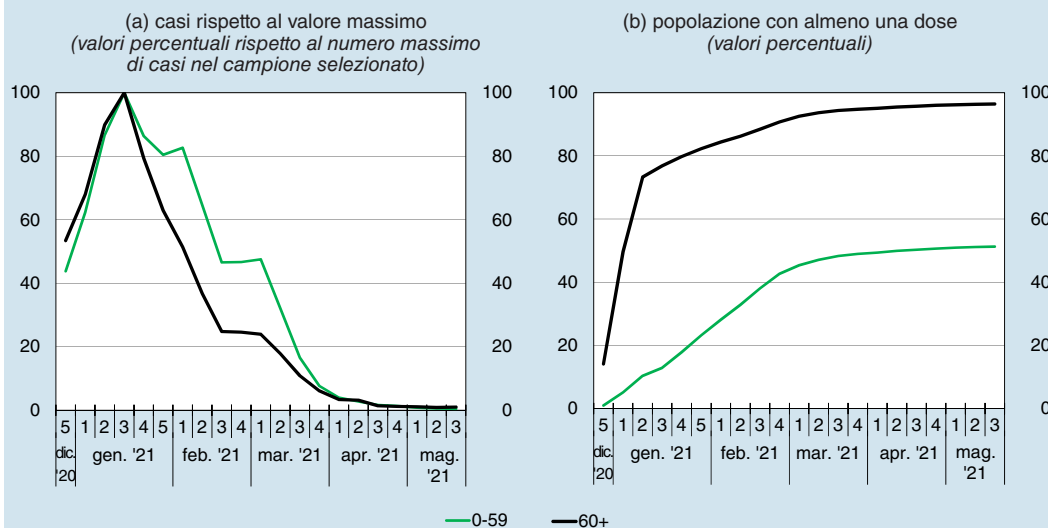
Nel mondo sono state somministrate 1,5 miliardi di dosi². I progressi nella campagna di vaccinazione sono stati tuttavia estremamente eterogenei: il 41,3 per cento delle dosi è stato somministrato in America settentrionale e centrale e in Europa, dove risiede il 17 per cento della popolazione mondiale. Nei paesi dell'Unione europea risultano somministrate 200 milioni di dosi, il 32 per cento della popolazione ne ha ricevuta almeno una. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito – dove la campagna vaccinale ha beneficiato dello sviluppo di vaccini efficaci da parte di produttori nazionali – la quota di popolazione vaccinata è pari rispettivamente al 47,2 e al 54,1 per cento. In altri paesi avanzati i progressi sono stati più lenti: gli individui che hanno ricevuto almeno una dose di vaccino sono meno dell'8 per cento della popolazione in Corea del Sud, Giappone e Nuova Zelanda. In generale in Asia e in Oceania la campagna vaccinale procede con molta lentezza, mentre in Africa i soggetti vaccinati sono una frazione esigua della popolazione. Questi andamenti costituiscono un rischio sia per le stesse aree sia per l'intera popolazione mondiale.

Il caso di Israele. – In considerazione della dimensione relativamente contenuta della popolazione (9,3 milioni di persone) e dell'ampia e tempestiva disponibilità di dosi, Israele rappresenta un caso importante per analizzare l'efficacia delle campagne vaccinali. Iniziate il 19 dicembre e accompagnate da un lockdown cominciato il 7 gennaio, le vaccinazioni hanno raggiunto in due mesi la copertura dell'80 per cento della popolazione sopra i 60 anni. Già nella seconda metà di gennaio i casi accertati di infezione hanno mostrato una rapida discesa in tutte le fasce d'età. Tra gli individui con più di 60 anni (i più coperti dalle vaccinazioni) il calo delle infezioni è stato significativamente superiore rispetto al resto della popolazione. La differenza si è successivamente azzerata con il procedere della campagna (figura B). Dalla metà di febbraio il governo di Israele ha gradualmente allentato gran parte dei vincoli di distanziamento sociale, senza che si siano finora determinate ripercussioni sul numero dei contagi.

² Dati al 19 maggio 2021 tratti da Our World In Data; E. Mathieu et al., *A global database of Covid-19 vaccinations*, "Nature Human Behavior", 10 maggio 2021.

Figura B

Evoluzione delle vaccinazioni in Israele
(dati settimanali)

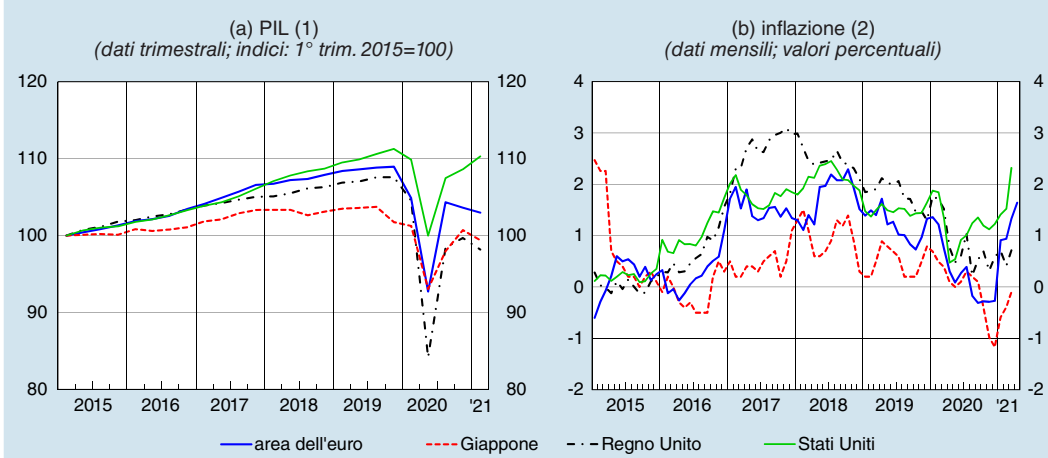


Fonte: elaborazioni su dati del Ministero della Salute israeliano.

Le conseguenze della pandemia si sono manifestate in modo differenziato tra paesi e settori economici. Nella media del 2020 negli Stati Uniti la contrazione del PIL (-3,5 per cento) è stata inferiore a quella osservata negli altri principali paesi avanzati, anche grazie alle misure fiscali, più consistenti che altrove, e alla minore intensità dei provvedimenti di contenimento adottati nella seconda parte dell'anno (fig. 1.1.a). In Giappone, benché non sia stato attuato un lockdown totale, il PIL è diminuito del 4,8 per cento, anche per il forte calo delle esportazioni. Nel Regno Unito la caduta del prodotto è stata tra le più accentuate (-9,9 per cento), con una diminuzione generalizzata di tutte le componenti della domanda. I vincoli alla mobilità hanno colpito più pesantemente il settore dei servizi, in

Figura 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati



Fonte: statistiche nazionali.

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

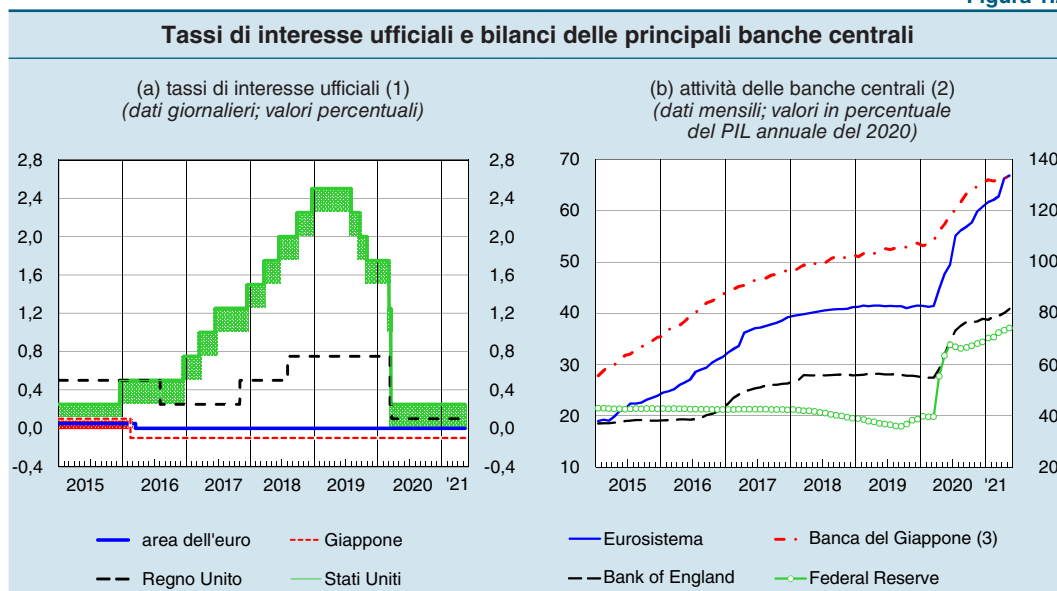
particolare il turismo e i trasporti, mentre il calo dell'attività nelle industrie manifatturiere, sia pur consistente, è stato più contenuto ed è stato seguito da un recupero più rapido.

Secondo le più recenti previsioni dell'FMI, nel 2021 il PIL globale aumenterà del 6,0 per cento, mentre i paesi avanzati cresceranno del 5,1 per cento, grazie soprattutto alla ripresa dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese. L'attività economica tornerà sui livelli precedenti la crisi già nella prima metà del 2021 negli Stati Uniti, nella seconda metà in Giappone e nel corso del 2022 nel Regno Unito. Nel complesso delle economie avanzate il prodotto si riporterebbe sul sentiero previsto prima della pandemia solo dal 2024.

L'inflazione, già al di sotto degli obiettivi delle banche centrali, ha segnato un'ulteriore diminuzione, tornando su valori negativi in Giappone e, temporaneamente, nell'area dell'euro (fig. 1.1.b); il calo generalizzato della domanda aggregata, unito alla conseguente riduzione dei prezzi delle materie prime, ha più che compensato gli effetti inflattivi dovuti al restringimento dell'offerta.

Le condizioni del mercato del lavoro, deterioratesi bruscamente nella primavera del 2020, sono in seguito progressivamente migliorate. L'occupazione rimane tuttavia inferiore rispetto al periodo precedente la crisi, soprattutto negli Stati Uniti, dove gli interventi governativi hanno puntato sul rafforzamento dei sussidi di disoccupazione, piuttosto che su programmi di integrazione salariale come avvenuto in molti altri paesi. Negli Stati Uniti la disoccupazione, dopo essere aumentata fino a quasi il 15 per cento in aprile, è scesa gradualmente a circa il 6 nei primi mesi del 2021; nel Regno Unito è salita di appena un punto percentuale, in misura ancora minore in Giappone. Questi andamenti risentono tuttavia della diminuzione del tasso di partecipazione al mercato del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nonché di criticità nelle rilevazioni statistiche a causa dell'emergenza sanitaria.

Figura 1.2



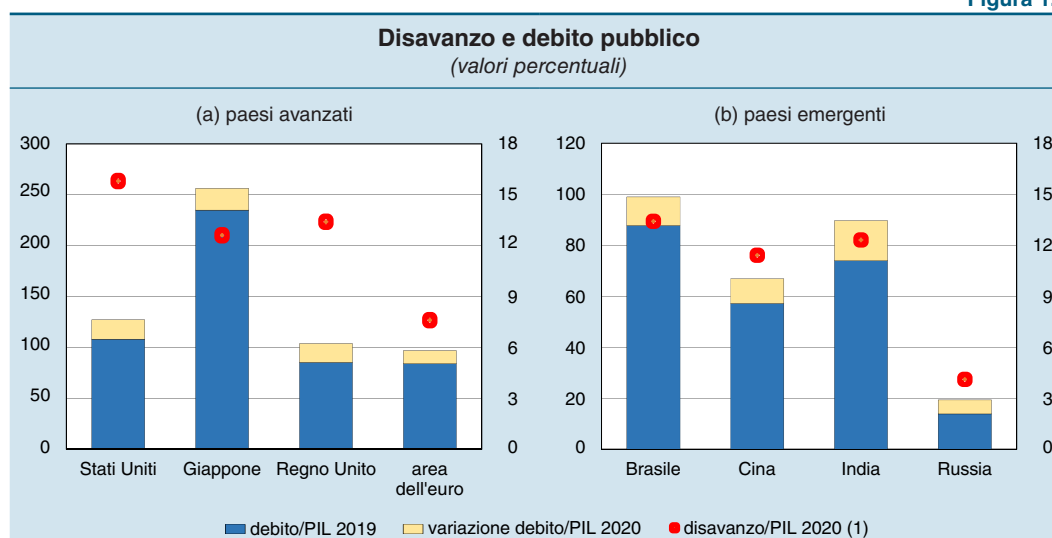
Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; 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 il Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Bank of England; per gli Stati Uniti: intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds. – (2) Dal 2 ottobre 2014 la Bank of England include solo le attività acquisite attraverso operazioni di politica monetaria (oltre il 90 per cento del totale). – (3) Scala di destra.

Le banche centrali dei principali paesi avanzati, dopo i massicci interventi effettuati nella fase iniziale della pandemia (cfr. il riquadro: *La risposta delle banche centrali all'emergenza Covid-19* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2019), hanno continuato a sostenere la domanda aggregata e il buon funzionamento dei mercati finanziari attraverso il proseguimento delle politiche di acquisto di titoli e di offerta di liquidità e la conseguente espansione dei propri bilanci (fig. 1.2). In agosto la Federal Reserve ha portato a termine la revisione della propria strategia di politica monetaria, avviata nel novembre 2018, precisando che le sue decisioni risponderanno al duplice obiettivo di contrastare deviazioni negative dell'occupazione dal pieno impiego e di raggiungere un tasso di inflazione attorno al 2 per cento in media; pertanto un'inflazione moderatamente superiore potrà essere perseguita dopo periodi in cui sia stata inferiore all'obiettivo. Lo scorso marzo anche la Banca del Giappone ha parzialmente rivisto la propria strategia: ha annunciato uno schema di sostegno alla redditività del settore bancario in caso di ulteriori diminuzioni del tasso di interesse di riferimento, ha specificato il margine di oscillazione tollerato nel movimento dei tassi decennali e ha aumentato il limite massimo degli acquisti di titoli sui mercati.

Le politiche fiscali, anche dopo gli interventi nella prima fase della pandemia (cfr. il riquadro: *La risposta delle politiche di bilancio all'emergenza Covid-19* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2019), hanno mantenuto un carattere espansivo, sostenendo famiglie e imprese. Nel 2020 il governo degli Stati Uniti ha approvato una serie di piani fiscali per un ammontare complessivo di 3.500 miliardi di dollari, suddivisi tra trasferimenti fiscali diretti, sussidi per il mercato del lavoro, crediti al settore produttivo e stanziamenti per il sistema sanitario, che hanno contribuito all'aumento del disavanzo di bilancio al 15,8 per cento del PIL. In Giappone e nel Regno Unito il disavanzo è stato di poco inferiore, mentre nell'area dell'euro ha raggiunto il 7,6 per cento (fig. 1.3.a). All'inizio dell'anno in corso la nuova amministrazione statunitense ha varato una manovra da 1.900 miliardi di dollari, che per lo più proroga misure precedenti giunte a scadenza; è attualmente in discussione un ulteriore piano di stimolo, incentrato su opere infrastrutturali³.

Figura 1.3



Fonte: FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2021.

(1) Scala di destra.

³ V. Ercolani, *The macroeconomic impact of infrastructure investment: a review of channels*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 613, 2021.

Nei paesi avanzati gli interventi fiscali e il calo del prodotto hanno determinato un forte incremento del debito pubblico, destinato ad aumentare anche nell'anno in corso; il basso livello corrente e atteso dei tassi di interesse contribuisce a contenere la spesa per interessi e allontana i timori sulla sua sostenibilità nel medio e nel lungo termine.

I paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'Unione europea. – Nel 2020 l'attività economica nei paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti alla UE ma non all'area dell'euro⁴ si è contratta del 4 per cento. Secondo le previsioni della Commissione europea il PIL crescerà del 3,4 per cento nel 2021. L'inflazione nel 2020 è salita al 3 per cento, risentendo soprattutto del deprezzamento delle valute e delle restrizioni all'offerta. La politica monetaria è stata molto accomodante: nelle economie con un cambio flessibile nei confronti dell'euro⁵ i tassi di riferimento sono stati ridotti a più riprese. Le banche centrali di Croazia, Polonia, Romania e Ungheria hanno inoltre adottato programmi di acquisto di titoli pubblici e privati. Nel mese di luglio la Bulgaria e la Croazia sono entrate a far parte degli Accordi europei di cambio II (AEC II), passaggio necessario nel percorso verso l'adozione dell'euro.

Le principali economie emergenti. – La pandemia ha avuto impatti estremamente pronunciati sulle economie emergenti, non solo in termini di vite umane a causa delle limitate risorse a disposizione dei sistemi sanitari locali, ma anche per la crescita economica, in particolare nei paesi maggiormente dipendenti dai flussi turistici internazionali e dalle esportazioni di materie prime. Secondo le previsioni dell'FMI, l'attività nelle principali economie emergenti dovrebbe tornare su livelli pre-crisi nel corso del 2023, con l'eccezione della Cina dove il PIL aveva già pienamente recuperato alla fine del 2020. L'aumento dell'indebitamento pubblico (fig. 1.3.b) si è reso indispensabile per contrastare gli effetti della pandemia; può tuttavia accentuare le vulnerabilità di alcuni paesi – in particolare di quelli che hanno accumulato un più alto stock di debiti – esponendoli ai rischi di un inasprimento delle condizioni finanziarie globali.

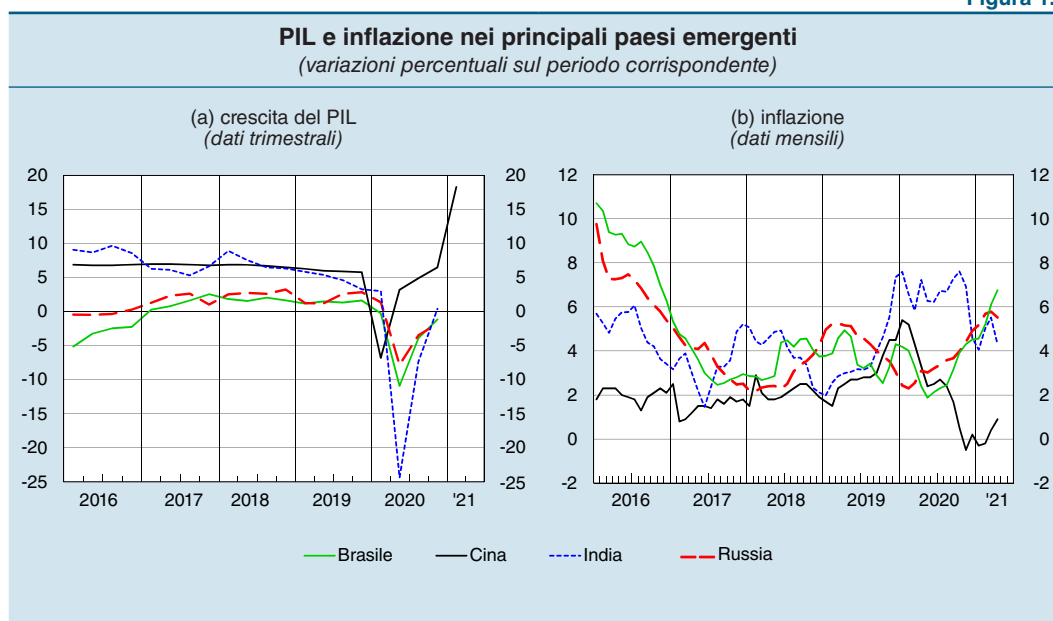
Le ricadute economiche della pandemia si sono manifestate dapprima in Cina, dove il Covid-19 si è diffuso originariamente con più virulenza. Nel primo trimestre del 2020 il PIL si è ridotto in maniera marcata (-6,8 per cento), ma è tornato a crescere già dal secondo (fig. 1.4.a), grazie a provvedimenti molto restrittivi per il controllo dei contagi, ampie politiche fiscali di sostegno all'economia e politiche monetarie mirate. La ripresa si è rafforzata nel corso del 2020 e, in particolare, nel primo trimestre del 2021, con il PIL in crescita del 18,3 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente. Nel 2020 l'inflazione è scesa moderatamente, al 2,5 per cento (fig. 1.4.b).

Sulla ripresa dei consumi pesano le debolezze del sistema di assistenza sociale e l'aumento dell'indebitamento delle famiglie (fig. 1.5.a). La crescita delle esportazioni, spinte dalla domanda di dispositivi medicali e apparecchiature informatiche, ha determinato un ampliamento dell'avanzo commerciale (fig. 1.5.b).

⁴ Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria.

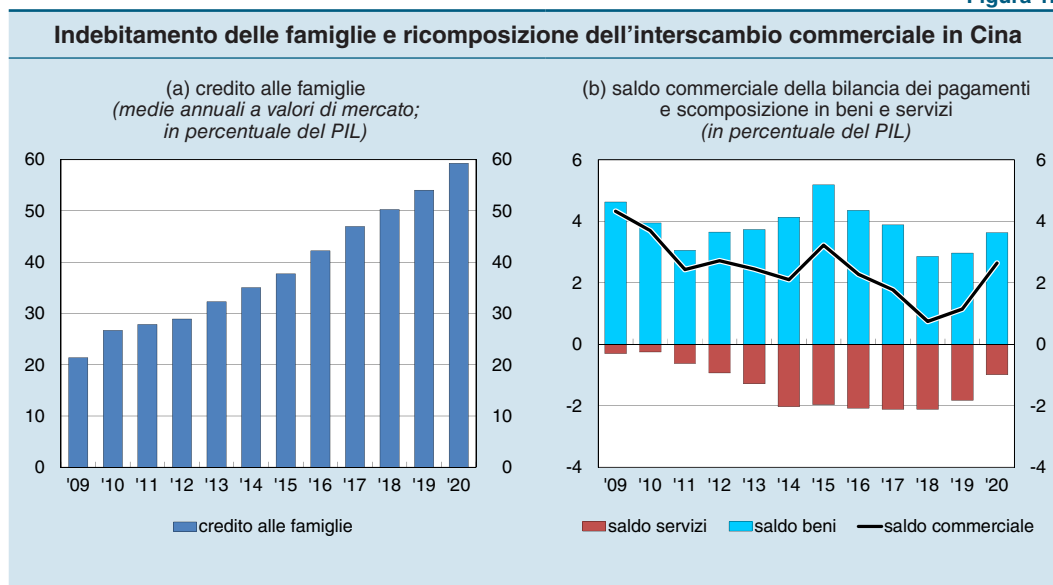
⁵ Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria.

Figura 1.4



Fonte: statistiche nazionali.

Figura 1.5



Fonte: BRI ed FMI.

La Banca centrale cinese è intervenuta con immissioni di liquidità e limitati interventi sui tassi, affiancati da misure per favorire l'accesso al credito delle piccole e micro imprese. Nel corso del 2020 sono stati rimossi l'obbligo di riserva sulle negoziazioni in valuta a termine e il fattore anticiclico nella determinazione del tasso di cambio, introdotto nel 2017 per limitare le pressioni al ribasso sul renminbi. Sul fronte fiscale l'ampliamento del deficit nel 2020 è stato finanziato con emissioni di obbligazioni del governo a livello centrale e locale. Sono aumentate le emissioni di titoli speciali (per 3,6 trilioni di renminbi) per il finanziamento di progetti riconducibili allo sviluppo infrastrutturale e al potenziamento del sistema sanitario.

L'emergenza sanitaria ha accentuato le vulnerabilità finanziarie delle imprese cinesi, già caratterizzate da elevati livelli di indebitamento. Dalla fine del 2020 il default di alcune imprese a partecipazione pubblica ha innescato un aumento degli spread sul mercato delle obbligazioni societarie, con tensioni estese ai mercati azionari in concomitanza con alcuni episodi di recrudescenza della pandemia all'inizio del 2021.

Nel quattordicesimo Piano quinquennale è stato fissato un obiettivo di crescita per il 2021 pari ad almeno il 6 per cento, un valore inferiore rispetto alle ultime previsioni dell'FMI (8,4 per cento).

In India lo scorso anno il PIL si è contratto del 6,9 per cento, con una forte caduta soprattutto nel comparto industriale (-10,7 per cento) e nel terziario (-7 per cento). I lavoratori informali hanno risentito pesantemente del blocco dell'attività e dei trasporti, restando confinati nelle aree urbane senza forme di sostentamento e senza la possibilità di rientrare nei villaggi di origine. Le restrizioni alla circolazione interna hanno determinato sensibili rincari dei beni alimentari; nella media del 2020 l'inflazione è salita al 6,6 per cento, sopra l'obiettivo della Banca centrale. Quest'ultima ha continuato a sostenere il credito all'economia riducendo il tasso di riferimento e avviando un ampio programma di acquisto di titoli pubblici sul mercato secondario. Per l'anno fiscale 2021-22 la previsione di spesa del governo è pari al 15,6 per cento del PIL, circa 2 punti percentuali in meno rispetto al livello previsto per l'anno fiscale precedente. Secondo le stime dell'FMI il prodotto dovrebbe crescere del 12,5 per cento nell'anno fiscale 2021-22; permangono tuttavia forti rischi al ribasso legati alla severa recrudescenza della pandemia a partire da marzo di quest'anno.

In Brasile il PIL si è contratto del 4,1 per cento nel 2020. La caduta del prodotto è stata attenuata, oltre che da massicce misure di stimolo fiscale (il cui importo è quantificabile nel 12 per cento del PIL), dalla scelta del governo di limitare la mobilità in misura minore rispetto ai paesi limitrofi. Nei primi mesi del 2021, con il diffondersi di una variante locale più contagiosa del coronavirus, la ripresa dell'attività economica ha perso slancio. L'inflazione al consumo, in progressiva crescita dal minimo di maggio del 2020, ha superato da marzo di quest'anno il limite superiore della fascia obiettivo, collocandosi in aprile al 6,8 per cento. Per contrastare un disancoraggio delle aspettative la Banca centrale ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 150 punti base a partire da marzo, avviando allo stesso tempo un percorso di rientro dallo stimolo straordinario realizzato nel corso del 2020. La restrizione monetaria potrebbe tuttavia frenare la ripresa e aumentare la spesa per interessi sul debito pubblico, cresciuto nel 2020 all'88,8 per cento del PIL.

In Russia il PIL è sceso del 3 per cento nel 2020. Dopo il calo del secondo trimestre, cui ha contribuito il crollo delle quotazioni petrolifere, l'economia ha accelerato nella seconda metà del 2020, trainata dalla ripresa dei consumi interni, anche grazie a misure di contenimento poco stringenti. Il supporto della politica fiscale (che ha introdotto misure quantificabili nel 4,5 per cento del PIL) è stato significativo, favorito dal basso livello di debito pubblico. La politica monetaria ha risposto alla crisi con ampi incrementi della liquidità e riduzioni del tasso di riferimento. Dallo scorso marzo la Banca centrale ha aumentato a più riprese i tassi ufficiali per contrastare sia il rialzo dell'inflazione sopra l'obiettivo, sia l'indebolimento del rublo connesso con il riacutizzarsi di tensioni geopolitiche.

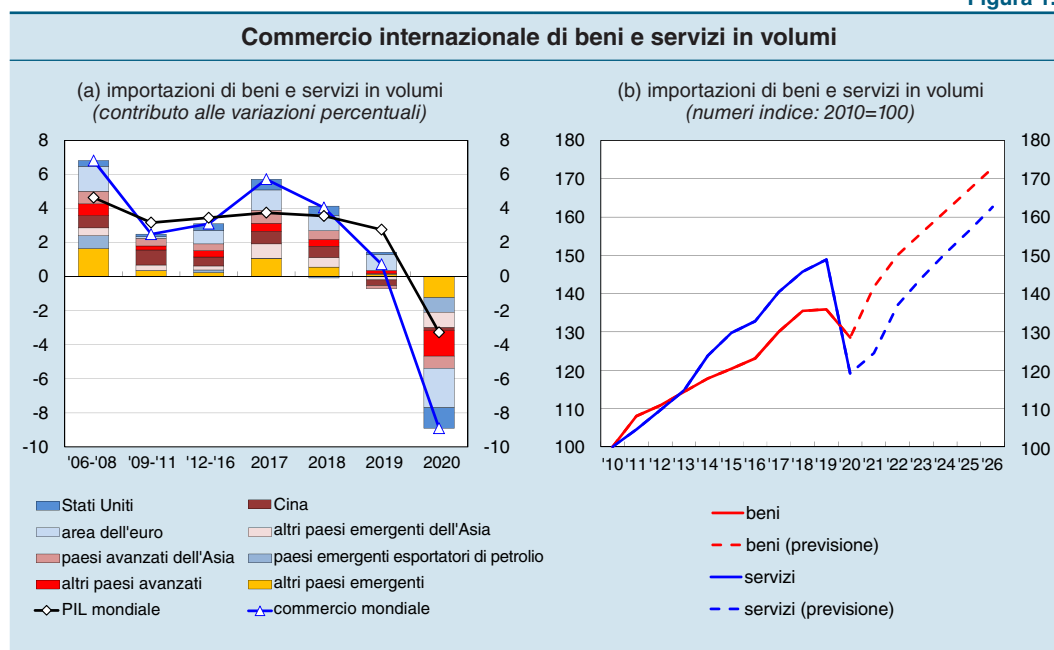
Nei paesi in via di sviluppo la pandemia ha generato un forte deterioramento delle condizioni di vita; secondo la Banca Mondiale la quota di individui in condizioni di povertà estrema potrebbe aumentare fino a 4 punti percentuali nel biennio 2020-21. In queste economie le ricadute della crisi sono state amplificate da spazi fiscali limitati, forte contrazione della domanda estera, riduzione dei flussi di rimesse nonché, in alcuni casi, da preesistenti situazioni di conflitto.

Il commercio internazionale

Nel 2020 il commercio mondiale si è contratto dell'8,9 per cento, il calo più marcato dalla fine della seconda guerra mondiale dopo quello osservato nel 2009 in concomitanza con la crisi finanziaria globale (-10,8 per cento), quando però la riduzione del prodotto era stata molto più contenuta (-0,1 per cento, a fronte di -3,3 per cento nel 2020).

Lo shock pandemico ha interessato in maniera pressoché omogenea il commercio estero di tutte le principali aree geografiche (fig. 1.6.a), sebbene con tempi diversi legati alla diffusione del virus, ma ha colpito in maniera differenziata i settori di attività, anche in funzione delle misure di contenimento adottate dai governi. Gli impatti dell'emergenza sanitaria sono stati più contenuti sulle transazioni con l'estero della Cina, grazie al rapido riavvio dell'attività economica e all'andamento favorevole della domanda in settori in cui il paese è specializzato. I servizi, che avevano sospinto la dinamica degli scambi globali negli ultimi anni, sono stati colpiti dalle restrizioni alla mobilità (-20 per cento, a fronte di un calo del 5,4 per cento della componente di beni; fig. 1.6.b). Il turismo ne ha risentito in misura eccezionale: nel 2020 il numero di arrivi internazionali di turisti si è ridotto di oltre il 70 per cento su scala globale.

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2021.

Dopo la contrazione del secondo trimestre del 2020, gli scambi globali sono tornati a crescere a un ritmo sostenuto nella seconda metà dell'anno. La ripresa per il comparto dei beni è stata più rapida di quanto ci si potesse attendere sulla base della dinamica della domanda aggregata⁶, superando nel quarto trimestre il livello precedente la pandemia. Gli scambi di servizi rimangono invece fortemente al di sotto dei livelli della fine del 2019 e dovrebbero recuperare del tutto solo nel corso del 2024.

L'arresto della produzione in molti paesi nel 2020 ha messo in luce la vulnerabilità delle catene di approvvigionamento globali⁷. Tra le potenziali ricadute della crisi da Covid-19 vi potrebbe essere la scelta delle imprese multinazionali di modificare le proprie reti di fornitori e acquirenti: ad esempio riportare nel paese di origine fasi produttive attualmente delocalizzate potrebbe consentire di ridurre i rischi di interruzioni nell'approvvigionamento. Le evidenze sinora disponibili suggeriscono tuttavia che in Italia, come in altri paesi avanzati, le imprese non avrebbero radicalmente modificato le proprie strategie di integrazione nei mercati internazionali a seguito dello shock pandemico⁸.

Peraltro le tensioni geopolitiche e le tendenze protezionistiche emerse negli ultimi anni potrebbero innescare una riorganizzazione delle catene del valore, specialmente in comparti di natura strategica, quali i semiconduttori e i beni farmaceutici. Il cambio di amministrazione statunitense non ha finora comportato una revisione delle misure protezionistiche introdotte dagli Stati Uniti negli anni scorsi; le relazioni con la Cina continuano a essere regolate dall'accordo che prevede barriere commerciali su circa due terzi dell'interscambio commerciale tra i paesi (*phase-one deal*).

In altre aree emergono alcuni segnali di ripresa dei processi di integrazione commerciale. All'inizio del 2021 il governo cinese ha concluso un accordo, ancora da ratificare, sugli investimenti con l'Unione europea (*Comprehensive Agreement on Investment*) e un accordo di libero scambio con i dieci paesi dell'ASEAN e con Australia, Corea del Sud, Giappone e Nuova Zelanda (*Regional Comprehensive Economic Partnership*), che favorirebbe la regionalizzazione degli scambi nella regione asiatica. Il 1° gennaio 2021 è entrato in vigore il nuovo accordo sugli scambi e sulla cooperazione tra Regno Unito e Unione europea (cfr. il riquadro: *L'accordo sugli scambi commerciali e sulla cooperazione tra l'Unione europea e il Regno Unito*, in *Bollettino economico*, 1, 2021). Sebbene l'accordo preveda l'esenzione totale da dazi, tariffe e restrizioni quantitative per i beni prodotti nelle due economie, l'introduzione di controlli doganali ha significativamente rallentato l'interscambio di beni tra la UE e il Regno Unito nei primi mesi dell'anno.

I prezzi e i mercati delle materie prime

I prezzi del petrolio. – Nel 2020 i corsi petroliferi hanno mostrato ampie oscillazioni (fig. 1.7.a). Nel primo semestre la contrazione dell'attività produttiva connessa con le limitazioni alla mobilità di persone e merci ha determinato un drastico calo della

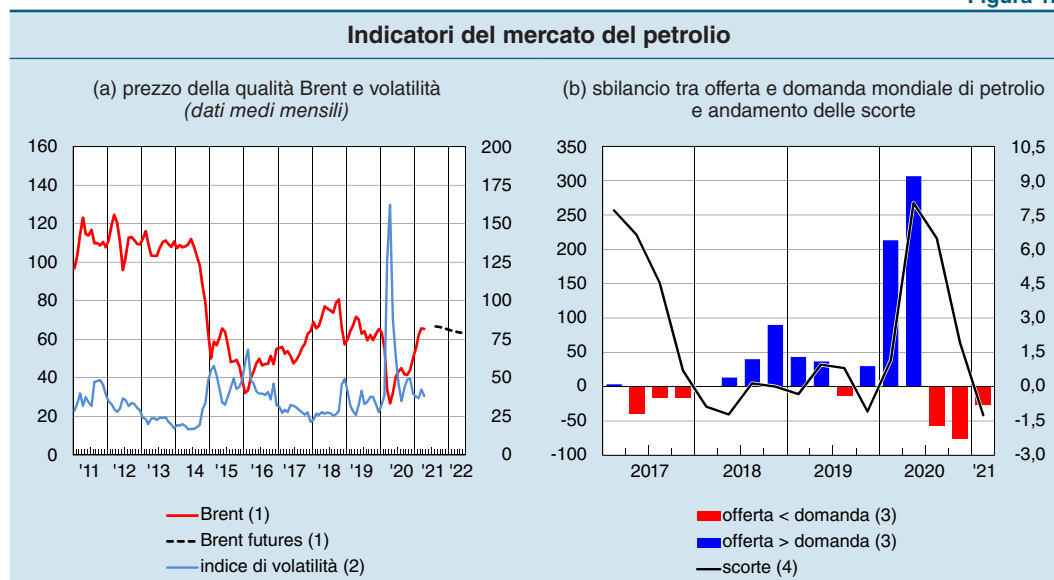
⁶ A. Borin, A.G. Gazzani e M. Mancini, *Trade and economic activity: non-linear modelling and forecasting*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁷ E. Di Stefano, *Covid-19 and global value chains: the ongoing debate*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 618, 2021.

⁸ G. Giovannetti, M. Mancini, E. Marvasi e G. Vannelli, *Il ruolo delle catene globali del valore nella pandemia: effetti sulle imprese italiane*, "Rivista di Politica Economica", 2, 2020, pp. 77-99.

domanda mondiale di petrolio (fig. 1.7.b). L'aumento senza precedenti delle scorte di greggio, che hanno raggiunto i limiti della capacità globale di stoccaggio, si è tradotto in un crollo dei corsi, scesi in aprile ai valori più bassi degli ultimi vent'anni (20 dollari il barile per il Brent) e divenuti addirittura negativi per la qualità WTI per la prima volta nella storia.

Figura 1.7



Al successivo riequilibrio del mercato petrolifero ha concorso l'accordo raggiunto ad aprile del 2020 fra i paesi membri dell'OPEC+ per tagli alla produzione per 9,7 milioni di barili al giorno (MBG), circa il 10 per cento della produzione mondiale. A questi tagli si è aggiunta la sensibile riduzione dell'offerta negli Stati Uniti, dove il basso livello delle quotazioni del greggio ha determinato il fallimento di molte imprese con tecnologie estrattive non convenzionali (*shale*), già fortemente indebitate prima della pandemia.

Con il miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale, soprattutto in seguito all'annuncio in novembre dell'efficacia dei primi vaccini, i prezzi a pronti del petrolio hanno segnato netti rialzi; contestualmente è tornata negativa la pendenza della curva dei futures (ossia la differenza tra il prezzo a pronti e quello dei contratti futures con scadenza tra un anno), segnalando il graduale riequilibrio del mercato fisico del greggio. Secondo le stime dell'International Energy Agency (IEA), la domanda mondiale di petrolio si è contratta di 8,7 MBG nel complesso del 2020.

Nei primi mesi del 2021 il recupero dei corsi petroliferi si è intensificato, fino a raggiungere i 70 dollari al barile in maggio; vi hanno contribuito l'approvazione di significative misure di sostegno fiscale negli Stati Uniti e il progresso nelle campagne di vaccinazione. Le quotazioni hanno anche beneficiato della decisione dell'OPEC+ di adottare un approccio più graduale nel ripristino della produzione nel corso del 2021 e della scelta unilaterale dell'Arabia Saudita di ridurre di un MBG la propria produzione tra febbraio e aprile. Sulla base dell'ultimo piano concordato dall'OPEC+ all'inizio di aprile, la produzione dovrebbe gradualmente aumentare di circa 2,1 MBG tra maggio e luglio.

I corsi delle altre materie prime. – Dopo la flessione del primo semestre del 2020 per la contrazione dell'attività economica globale, i corsi dei metalli industriali si sono ripresi ampiamente a partire dalla seconda metà dell'anno, trainati principalmente dalla maggiore domanda proveniente dalla Cina. Il clima di incertezza legato alla pandemia ha alimentato le quotazioni dell'oro, che hanno superato per la prima volta i 2.000 dollari l'oncia nel corso del 2020, per poi ridursi nell'ultima parte dell'anno in relazione al calo dell'avversione al rischio degli investitori.

I mercati finanziari internazionali

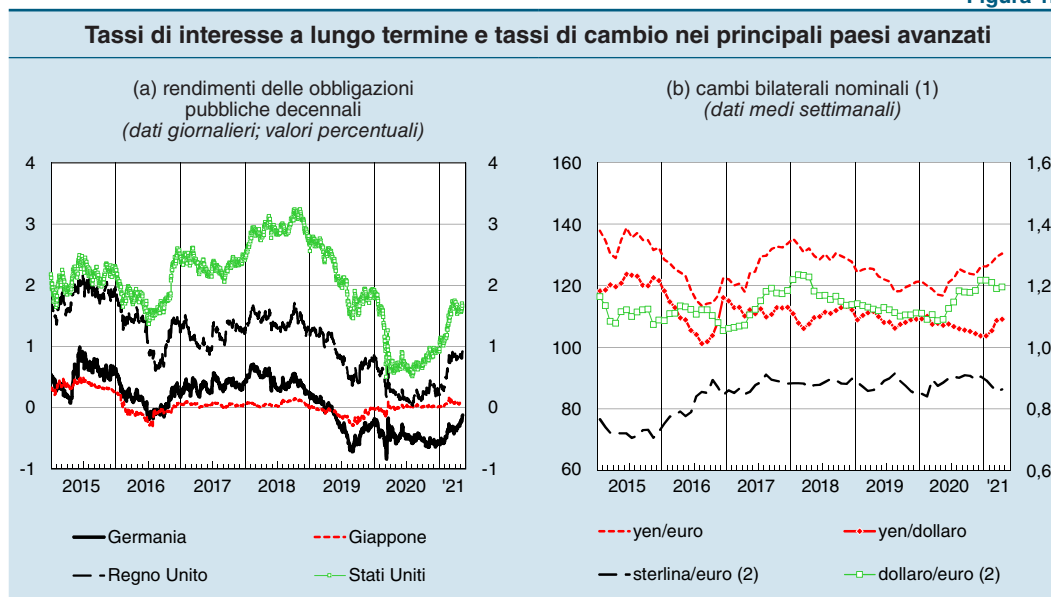
La pandemia ha generato una fase di forti turbolenze sui mercati finanziari tra febbraio e marzo dello scorso anno, quando la volatilità ha superato i livelli raggiunti durante la crisi finanziaria del 2008-09; la liquidità sui mercati si è deteriorata e si sono registrati marcati ribassi dei corsi azionari e delle obbligazioni societarie, anche di quelle considerate meno rischiose. In seguito le condizioni sui mercati sono divenute progressivamente più distese grazie alle misure di supporto dei governi e delle banche centrali e, sul finire dell'anno, agli sviluppi della campagna vaccinale.

I paesi avanzati. – Negli Stati Uniti i tassi di interesse a lungo termine, che nella primavera dello scorso anno avevano toccato nuovi minimi storici, sono successivamente risaliti, dapprima lentamente, poi con maggiore rapidità, riportandosi in prossimità dei livelli precedenti la crisi (fig. 1.8.a). Ciò ha riflesso il miglioramento delle prospettive economiche, l'aumento delle aspettative di inflazione (dai valori molto bassi toccati all'apice della crisi) e la forte espansione fiscale. In Giappone i rendimenti si sono mantenuti intorno a zero, in linea con la strategia di controllo della curva dei rendimenti perseguita dalla Banca centrale.

Immediatamente dopo l'insorgere della pandemia il dollaro statunitense si è apprezzato in termini effettivi, grazie anche al suo ruolo di valuta rifugio; questa tendenza si è in seguito invertita, contribuendo a un allentamento delle condizioni finanziarie di quelle economie emergenti che hanno legami più stretti con la valuta statunitense. Il dollaro è tornato ad apprezzarsi da gennaio, in concomitanza con il rapido aumento dei rendimenti dei titoli pubblici statunitensi; nei confronti dell'euro, tra l'inizio del 2020 e la fine di maggio del 2021 il dollaro ha comunque accumulato un deprezzamento pari al 9 per cento (fig. 1.8.b). Anche la sterlina, che rispetto all'euro si era deprezzata di circa il 5 per cento nel corso del 2020, ha recuperato valore dall'inizio dell'anno in corso, sostenuta dalla ratifica dell'accordo sugli scambi commerciali e sulla cooperazione con l'Unione europea.

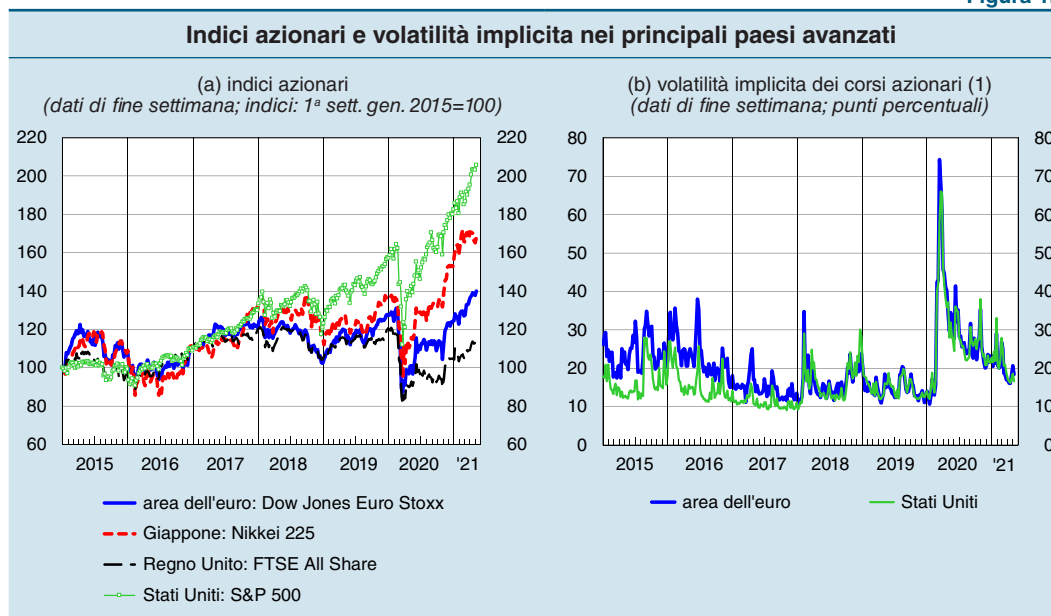
Negli Stati Uniti e in Giappone gli indici azionari hanno più che recuperato le perdite accumulate nella fase più acuta della crisi, raggiungendo a maggio del 2021 valori di circa un quarto superiori a quelli precedenti lo scoppio della pandemia (fig. 1.9.a); la volatilità si è ridotta significativamente, collocandosi su livelli maggiori di quelli di inizio 2020 ma in linea con la media storica (fig. 1.9.b). Il recupero dei corsi azionari è stato meno rapido nel Regno Unito, dove alle conseguenze economiche molto più gravi della pandemia si è aggiunta per la maggior parte dell'anno scorso la perdurante incertezza relativa all'accordo sulla Brexit.

Figura 1.8



Fonte: Refinitiv, Banca d'Italia e BCE.
(1) Unità della prima valuta per unità della seconda. - (2) Scala di destra.

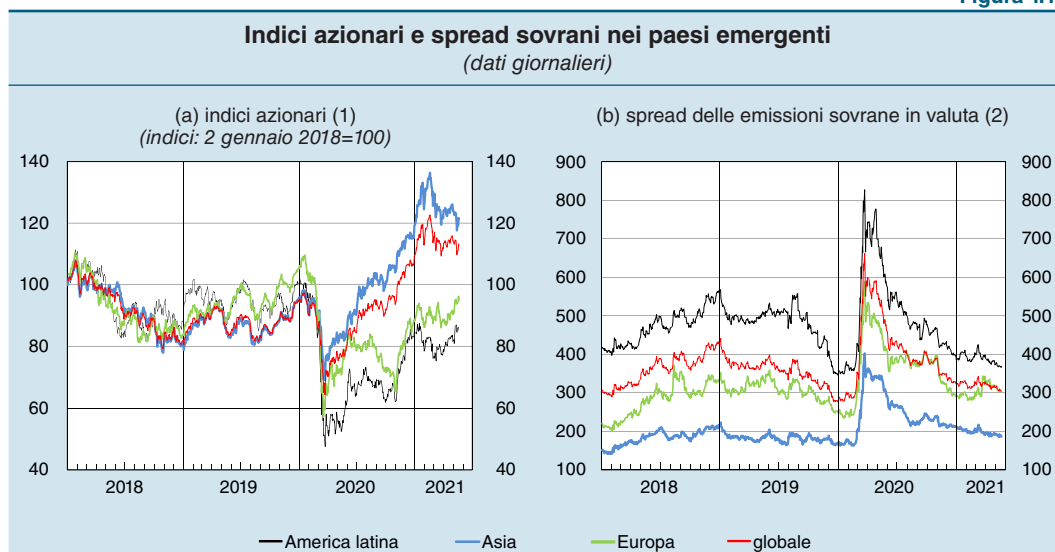
Figura 1.9



Fonte: Refinitiv.
(1) Indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti.

Le economie emergenti. – La reazione dei mercati finanziari delle economie emergenti al diffondersi della pandemia è stata eccezionale per intensità e rapidità ma, a differenza di altri episodi di tensione internazionale, temporanea. La minore propensione degli investitori per attività a più elevato rischio ha prodotto simultaneamente un calo delle quotazioni azionarie (fig. 1.10.a), un aumento del costo del debito sovrano (fig. 1.10.b) e un indebolimento delle valute nei confronti del dollaro (fig. 1.11.a). La ricomposizione dei portafogli da parte degli investitori internazionali ha determinato deflussi di capitale (fig. 1.11.b) superiori a

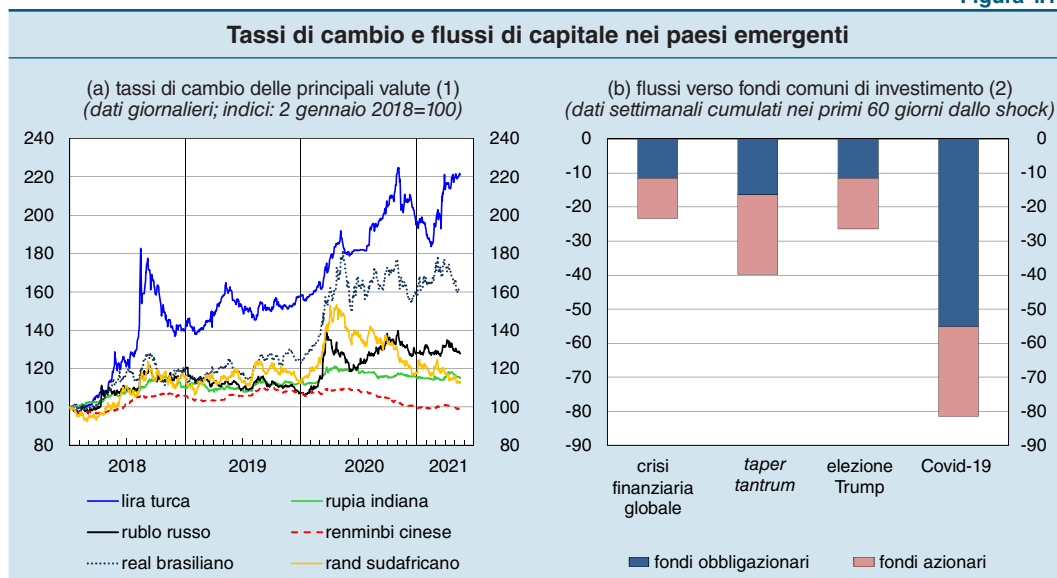
Figura 1.10



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Indici azionari MSCI in dollari. – (2) Lo spread misura la differenza tra i rendimenti delle emissioni sovrane in valuta dei principali paesi emergenti e i rendimenti sovrani statunitensi; dati in punti base da indici J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global (EMBIG).

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv ed Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

(1) Tassi di cambio rispetto al dollaro. Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento. – (2) Flussi cumulati verso fondi comuni che investono in attività finanziarie dei paesi emergenti; dati in miliardi di dollari. Le date di inizio degli shock sono: 15 settembre 2008 (crisi finanziaria globale); 22 maggio 2013 (episodi di turbolenza finanziaria noti come *taper tantrum*); 8 novembre 2016 (elezione del Presidente degli Stati Uniti Donald Trump); 21 febbraio 2020 (Covid-19).

quelli registrati in occasione di precedenti episodi di crisi⁹; ha inoltre fatto riemergere il tema dell'adeguatezza delle risorse dell'FMI a fronte di crisi di natura sistemica¹⁰.

⁹ F. Ferriani, *From taper tantrum to Covid-19: portfolio flows to emerging markets in periods of stress*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

¹⁰ F. Eguren Martin, M. Joy, C. Maurini, A. Moro, V. Nispi Landi, A. Schiavone e C. van Hombeeck, *Capital flows during the pandemic: lessons for a more resilient international financial architecture*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 589, 2020.

Nella seconda metà del 2020, grazie all'orientamento eccezionalmente accomodante della politica monetaria nelle economie avanzate, sono ripresi i flussi di capitale verso le economie emergenti. Le condizioni finanziarie sono progressivamente migliorate, seppure con andamenti eterogenei fra paesi, riflettendo il diverso successo nel contenere la pandemia e nel rinsaldare la ripresa economica. In Cina gli afflussi di capitale sono stati particolarmente intensi, favoriti anche dall'inclusione nei principali indici di riferimento per gli investitori globali dei titoli azionari e obbligazionari cinesi denominati in renminbi e negoziati sui mercati nazionali¹¹.

Il rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti dalla fine del 2020 non si è tradotto in un generalizzato irrigidimento delle condizioni finanziarie dei paesi emergenti. Alcune economie (quali ad es. Brasile, India e Turchia) rimangono tuttavia maggiormente esposte a un repentino acutizzarsi della volatilità sui mercati internazionali.

Il mercato delle criptoattività. – Nel 2020 è cresciuto significativamente il mercato delle criptoattività. La capitalizzazione totale è salita da circa 190 miliardi di dollari all'inizio dell'anno a circa 760 miliardi alla fine di dicembre. L'aumento si è concentrato nell'ultimo trimestre, in un contesto di maggiore propensione al rischio degli operatori, ed è proseguito a ritmi ancora più elevati nei primi mesi del 2021, favorito dagli acquisti da parte di investitori istituzionali, società e piccoli investitori. Dalla metà di maggio aspettative di una regolamentazione più stringente a livello internazionale e lo scetticismo di alcune società circa l'utilizzo di Bitcoin come mezzo di pagamento e investimento hanno innescato un forte e generalizzato calo delle quotazioni. Nei primi cinque mesi del 2021 la capitalizzazione totale di mercato è comunque più che raddoppiata, portandosi su valori vicini ai 1.700 miliardi di dollari; quella del segmento degli *stablecoins*¹² è salita a circa 98 miliardi alla metà di maggio del 2021, da 30 nel dicembre 2020, anche grazie alla quotazione di un importante operatore del mercato. L'ammontare di criptoattività impiegate su piattaforme di finanza decentralizzata (*decentralized finance*, DeFi) è aumentato di 48 miliardi nei primi cinque mesi del 2021, da 16 alla fine del 2020. L'andamento della capitalizzazione ha riflesso quello delle quotazioni delle principali criptoattività (Bitcoin ed Ether). La volatilità è rimasta sostenuta, raggiungendo picchi superiori ai 100 punti percentuali nel marzo 2020 e nel primo trimestre di quest'anno.

Il sostegno della comunità finanziaria internazionale nei confronti dei paesi più vulnerabili. – Il forte indebolimento delle prospettive di crescita dei paesi a basso reddito, caratterizzati anche prima della pandemia da elevati livelli di indebitamento, ha spinto la comunità internazionale a offrire aiuto a questi paesi, attraverso l'incremento dei prestiti a condizioni favorevoli erogati dall'FMI e dei finanziamenti delle banche multilaterali di sviluppo, nonché mediante alcune importanti iniziative promosse dal G20, in particolare l'approvazione di una moratoria sui prestiti (*Debt Service Suspension Initiative*, DSSI) e la condivisione di un approccio per gestire future

¹¹ S. Antonelli, F. Corneli, F. Ferriani e A. Gazzani, *Benchmark effects from the inclusion of Chinese A-shares in MSCI global indexes*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

¹² Il segmento è composto da criptoattività il cui valore viene stabilizzato, in genere, tramite l'ancoraggio al valore di altre attività finanziarie; cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Stablecoins*.

operazioni di ristrutturazione del debito (*Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI*).

I prestiti erogati dal *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT), lo strumento attraverso cui l’FMI fornisce finanziamenti agevolati ai paesi a basso reddito, sono aumentati nel 2020 di oltre 8 miliardi di dollari. In previsione della crescita nei prossimi anni della domanda di assistenza finanziaria, l’FMI ha potenziato la capacità di prestito del PRGT per circa 24 miliardi di dollari. La Banca d’Italia ha contribuito al potenziamento sottoscrivendo un accordo per un importo di circa 1,4 miliardi di dollari.

Le maggiori banche multilaterali di sviluppo sono intervenute impegnando 230 miliardi di dollari per finanziare progetti di investimento nel settore sanitario e nell’acquisto di vaccini, per rafforzare gli ammortizzatori sociali e per sostenere il settore privato. La considerevole dimensione degli investimenti necessari per favorire la ripresa e la trasformazione strutturale nelle economie in via di sviluppo ha intensificato il dibattito in merito alla capacità finanziaria di queste istituzioni e alle misure perseguibili per un utilizzo ottimale delle risorse loro conferite¹³.

La DSSI, adottata nel maggio 2020, ha consentito a 43 paesi a basso reddito di ottenere un differimento di pagamenti per un importo aggregato di 5,7 miliardi di dollari nel corso del 2020, mitigando le pressioni di liquidità e liberando risorse utilizzabili per rispondere alla crisi. La moratoria è stata attuata principalmente dai creditori bilaterali ufficiali; non vi hanno partecipato i creditori privati e le banche multilaterali di sviluppo. Queste ultime hanno ritenuto che la loro partecipazione avrebbe influito negativamente sui propri rating, mettendo così in difficoltà il meccanismo di funzionamento su cui poggiano tali istituzioni. Lo scorso aprile i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G20 hanno concordato di estendere per un’ultima volta la durata dell’iniziativa, sino alla fine del 2021.

Il *Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI*, approvato nel novembre 2020, delinea un approccio coordinato per assicurare che le operazioni di ristrutturazione del debito di paesi a basso reddito, ove necessarie, siano tempestive, imperniate su programmi di aggiustamento dell’FMI e basate sul principio di un’equa ripartizione degli oneri fra i creditori, che prevede l’inclusione dei soggetti privati nei processi di ristrutturazione del debito.

La presidenza italiana del G20. – Dal 1° dicembre 2020 l’Italia ha assunto la presidenza del G20, in un contesto globale caratterizzato da sfide complesse la cui soluzione richiede una sempre più stretta cooperazione internazionale. Il programma di lavoro del G20 italiano si sviluppa attorno a tre pilastri (persone, pianeta e prosperità) e mira a individuare strategie di lungo termine per promuovere la trasformazione verso società più sostenibili, digitali e inclusive, con una particolare attenzione ai temi della salute e dell’ambiente. In linea con queste priorità, il Filone finanziario (Finance Track) del G20 ha avviato molteplici iniziative: nel campo della finanza sostenibile

¹³ R. De Marchi e R. Settimo, *Will multilateral development banks weather the Covid-19 crisis?*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 598, 2021.

ha riattivato il gruppo di studio costituito nel 2016, innalzandone lo status a gruppo di lavoro (Sustainable Finance Working Group, SFWG; cfr. il capitolo 15: *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*), con l'obiettivo di renderlo più stabile e in grado di fornire raccomandazioni di policy; sul tema della salute ha costituito il Panel indipendente di alto livello per il finanziamento di beni comuni globali, con il compito di delineare proposte per la preparazione e la risposta alle crisi pandemiche¹⁴.

La presidenza italiana sta inoltre proseguendo lo sforzo di cooperazione in risposta alla crisi, con una particolare attenzione alle iniziative a sostegno dei paesi più vulnerabili. Nella riunione dello scorso aprile i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G20, oltre a prorogare la DSSI, hanno anche raggiunto un consenso su una nuova allocazione generale di diritti speciali di prelievo (DSP), per un ammontare di 650 miliardi di dollari. Questa iniziativa, finalizzata a colmare le insufficienze delle riserve valutarie di un ampio numero di economie emergenti e in via di sviluppo, potrebbe generare consistenti benefici per i paesi a basso reddito.

Le priorità del G20 includono anche le attività volte a rendere i pagamenti transfrontalieri meno costosi e più veloci, trasparenti e inclusivi, attraverso l'implementazione del programma pluriennale concordato lo scorso ottobre (*Cross-Border Payments Roadmap*); rientra tra le iniziative la definizione di obiettivi quantitativi di efficienza a livello globale. La Banca d'Italia è ampiamente coinvolta nei filoni di lavoro per realizzare gli interventi (*building blocks*) previsti dal programma ed è capofila in uno di questi. Un ambito correlato è quello dell'inclusione finanziaria, su cui l'Istituto si è attivato in quanto copresidente, dal 2021, del gruppo di lavoro sui temi dell'inclusione e dell'educazione finanziaria (Global Partnership for Financial Inclusion, GPFi); le attività di questo gruppo si stanno concentrando sull'inclusione finanziaria digitale, in particolare sui divari emersi durante la pandemia e sull'individuazione delle migliori pratiche per ridurli, anche attraverso la regolamentazione e la protezione del consumatore.

¹⁴ Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia, *Il G20 istituisce un Panel Indipendente di alto livello per il finanziamento di beni comuni globali per la preparazione e la risposta alle crisi pandemiche*, comunicato stampa del 27 gennaio 2021.

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

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

Il PIL dell'area dell'euro ha segnato la contrazione più pesante dall'avvio dell'Unione monetaria. La dinamica dell'attività economica in corso d'anno ha rispecchiato l'andamento dell'epidemia e delle conseguenti misure di contenimento: alla forte riduzione dei primi due trimestri ha fatto seguito nei mesi estivi un marcato recupero, che si è però interrotto in autunno.

La diminuzione dell'inflazione, scesa allo 0,3 per cento nella media dell'anno, ha riflesso il calo della domanda globale, dei prezzi dell'energia e dell'attività interna. Il rialzo dei primi mesi del 2021 ha risentito del recupero della componente energetica, ma anche di fattori temporanei il cui impatto dovrebbe in buona parte riassorbirsi in corso d'anno. Nel medio periodo le prospettive dei prezzi restano deboli, benché in ripresa.

La risposta delle politiche di bilancio alla crisi pandemica è stata incisiva, attraverso una molteplicità di strumenti, tra cui l'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, l'aumento della flessibilità nell'utilizzo dei fondi di coesione europei e l'adozione di un quadro temporaneo di regole sugli aiuti di Stato. L'accordo dello scorso luglio sul programma *Next Generation EU* per il finanziamento comune dei piani dei singoli paesi a sostegno della ripresa rappresenta un'innovazione di rilevanza storica.

L'orientamento espansivo della politica di bilancio è stato comune a tutti i paesi membri e ha risposto alla gravità della recessione. Secondo le ultime stime della Commissione europea il rapporto tra l'indebitamento netto e il prodotto è aumentato di 6,6 punti percentuali nella media dell'area dell'euro; quello tra debito pubblico e PIL è salito di poco più di 14 punti.

La fase ciclica

Nel 2020 per effetto della pandemia e delle misure di contenimento del contagio, il PIL dell'area dell'euro si è contratto del 6,6 per cento; il calo si è esteso a tutte le principali economie (tav. 2.1). La caduta dell'attività nel settore manifatturiero si è concentrata nel primo semestre, mentre la debolezza del comparto dei servizi si è nuovamente accentuata nell'ultima parte dell'anno, a seguito della recrudescenza dei contagi.

Tavola 2.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2018	2019	2020	2020				2021
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Area dell'euro (2)	1,9	1,3	-6,6	-3,8	-11,6	12,5	-0,7	-0,6
Francia	1,8	1,5	-8,1	-5,8	-13,6	18,5	-1,4	0,4
Germania	1,3	0,6	-4,8	-2,0	-9,7	8,7	0,5	-1,7
Italia	0,9	0,3	-8,9	-5,6	-12,9	15,8	-1,8	-0,4
Spagna	2,4	2,0	-10,8	-5,4	-17,8	17,1	0,0	-0,5

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

Gli investimenti fissi lordi sono scesi (-8,2 per cento), in misura appena più accentuata rispetto alla spesa delle famiglie. Quest'ultima ha risentito sia dei provvedimenti di chiusura di alcuni comparti, sia delle limitazioni alla mobilità e della paura del contagio; il saggio di risparmio è salito al 20,0 per cento, anche per il rafforzamento dei moventi precauzionali; le famiglie hanno impiegato il maggiore risparmio finanziario prevalentemente in depositi (cfr. il riquadro: *I flussi finanziari nei paesi dell'area dell'euro durante la pandemia*). La caduta delle esportazioni (-9,3 per cento) è stata in linea con quella delle importazioni (-9,0 per cento).

I FLUSSI FINANZIARI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO DURANTE LA PANDEMIA

Nel 2020, nonostante i redditi primari delle famiglie dell'area dell'euro abbiano segnato il calo più forte dall'avvio dell'Unione monetaria (-3,1 per cento a prezzi correnti), il reddito lordo disponibile è lievemente aumentato (0,2 per cento) grazie all'eccezionale espansione dei trasferimenti sociali netti. La contrazione dei consumi e degli investimenti in abitazioni e capitale fisso (rispettivamente pari a -7,6 e -5,0 per cento a prezzi correnti) ha portato il rapporto tra il saldo finanziario delle famiglie e il reddito lordo disponibile all'11,3 per cento (dal 3,9 nel 2019), il valore più elevato dall'introduzione dell'euro. Il rialzo è stato diffuso nelle principali economie dell'area (figura).

Il maggiore risparmio delle famiglie è stato impiegato prevalentemente in depositi bancari e postali, cresciuti poco meno dell'8 per cento nel complesso dell'area. L'aumento dei prestiti (3,1 per cento) è stato sostenuto dall'orientamento espansivo della politica monetaria e dalle garanzie pubbliche, con una ricomposizione a favore delle scadenze a medio e a lungo termine.

Il saldo finanziario delle imprese, di solito negativo, è divenuto decisamente positivo (pari al 2,2 per cento del valore aggiunto); ciò ha riflesso la contrazione degli investimenti lordi (-12,8 per cento a prezzi correnti, la più marcata dal 2009), che ha più che compensato il calo del valore aggiunto e dei profitti, pure significativo

(-6,7 e -7,7 per cento, rispettivamente). Il saldo del settore è rimasto negativo in Francia, dove la flessione degli investimenti è stata più contenuta.

Le passività finanziarie delle imprese non finanziarie sono cresciute dell'1,9 per cento, soprattutto per effetto dell'incremento dei prestiti, piuttosto omogeneo tra paesi (al 3,4 per cento). Si è inoltre verificata una considerevole ricomposizione per scadenze, con un aumento della quota a medio e a lungo termine. I debiti finanziari delle imprese al netto delle attività liquide sono invece leggermente diminuiti (-0,3 per cento; in Italia si sono ridotti del 5,1) in seguito alla forte espansione dei depositi accumulati a titolo precauzionale¹.

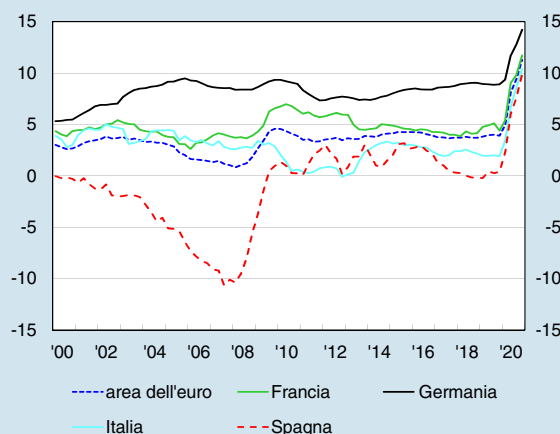
L'ampliamento della spesa per prestazioni sociali e il calo delle imposte hanno comportato una crescita rilevante dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, portatosi al 7,2 per cento del PIL (dallo 0,6 nel 2019). Le emissioni nette di titoli pubblici sono state circa 1.000 miliardi di euro, pari al 10,6 per cento delle consistenze alla fine dell'anno precedente; l'aumento è stato più forte in Germania e Francia, più contenuto in Spagna e Italia².

Sono stati elevati gli acquisti di titoli di debito pubblico da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), che includono le banche centrali. Per le banche centrali dell'area l'incidenza dei titoli del debito pubblico sul totale delle attività finanziarie è salita al 29,8 per cento (dal 28,2 nel 2019); per gli altri intermediari finanziari inclusi tra le IFM³ è aumentata dal 5,1 al 5,7 per cento. All'espansione dell'attivo di questi ultimi ha corrisposto, dal lato delle passività, un forte incremento della raccolta di depositi, comune a tutti i paesi.

¹ L. Infante, F. Lilla, G. Marinelli, M. Marinucci, G. Semeraro e F. Vercelli, *I conti economici e finanziari durante la crisi sanitaria del Covid-19*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 14 gennaio 2021.
² In Germania del 15 per cento (255 miliardi), in Francia dell'11,9 (286 miliardi), in Spagna dell'8,1 (100 miliardi) e in Italia del 6,4 per cento (145 miliardi).
³ Oltre alle banche centrali, le IFM includono le banche, i fondi comuni monetari, gli istituti di moneta elettronica e, per l'Italia, la Cassa depositi e prestiti.

Figura

Saldo finanziario delle famiglie nell'area dell'euro (1)
 (dati trimestrali; in percentuale del reddito lordo disponibile)

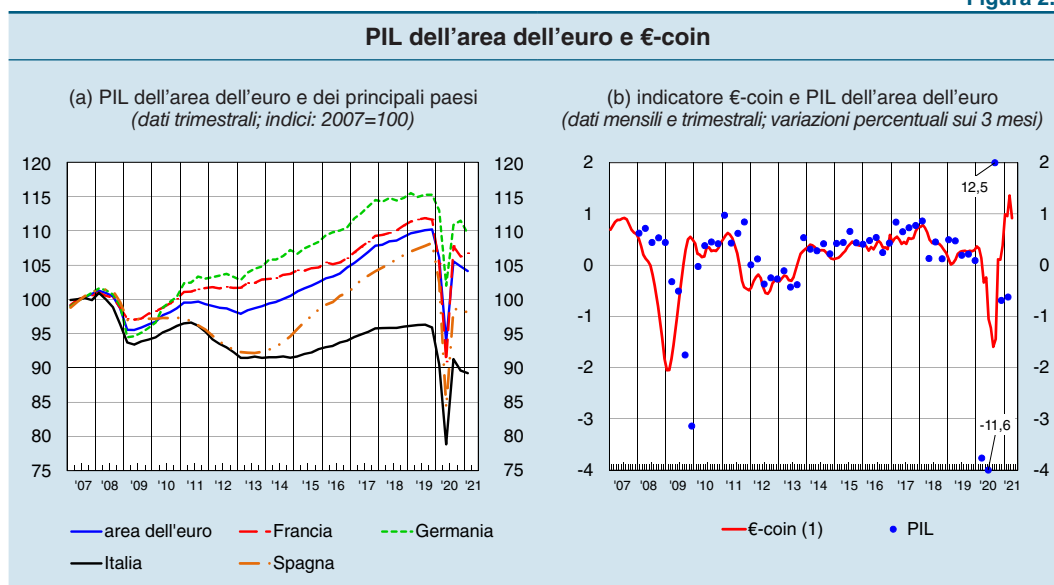


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Eurostat e Istat.
 (1) Flusso cumulato su 4 trimestri del saldo finanziario in rapporto al flusso cumulato sullo stesso periodo del reddito lordo disponibile.

Le misure di sostegno varate dai governi nazionali (tra le quali l'estensione dei meccanismi di integrazione salariale) hanno permesso di sostenere il reddito disponibile e l'occupazione, il cui calo, a fronte di una riduzione delle ore lavorate dell'8 per cento circa nella media dell'anno, è stato pari all'1,6 per cento.

Nel primo trimestre del 2021 il PIL è diminuito (-0,6 per cento). I dati riferiti ad aprile delineano prospettive in miglioramento; l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, si è collocato a 0,92 (era 0,32 a febbraio del 2020; fig. 2.1.b). Gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) nella manifattura segnalano prospettive di espansione della produzione, mentre nei servizi continuano a mostrare una maggiore debolezza dell'attività.

Figura 2.1



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori coincidenti del ciclo economico dell'area dell'euro (€-coin) e dell'Italia (Ita-coin)* e sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore €-coin: aprile 2021*.

I prezzi e i costi

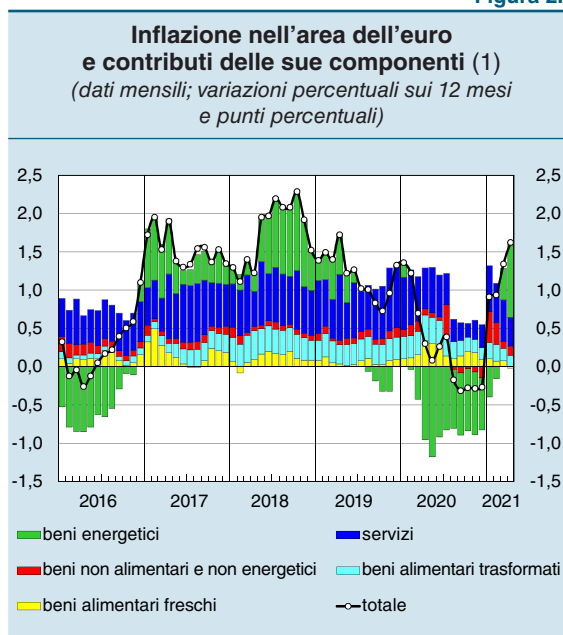
Nel 2020 l'inflazione al consumo dell'area dell'euro è scesa allo 0,3 per cento. I prezzi sono aumentati in misura lievemente maggiore in Francia e Germania (0,5 e 0,4 per cento, rispettivamente); sono diminuiti in Italia (-0,1 per cento). La riduzione riflette la flessione dei prezzi dei beni energetici dovuta al calo dei corsi petroliferi (fig. 2.2); anche l'inflazione al netto delle componenti più volatili è scesa, allo 0,7 per cento nella media dell'anno; tra settembre e dicembre ha toccato in media lo 0,2 per cento (minimo storico).

La contrazione della domanda e i diversi provvedimenti adottati dai governi hanno contribuito a frenare la dinamica dei prezzi. Alla flessione di quella dei beni industriali ha contribuito il taglio delle aliquote IVA in Germania nel secondo semestre; l'inflazione dei servizi ha anche risentito dell'andamento delle voci relative ai viaggi

e al tempo libero, più penalizzate dalle misure di contenimento del contagio.

Da gennaio del 2021 l'inflazione è tornata positiva, collocandosi all'1,6 per cento in aprile. Gli incrementi osservati all'inizio dell'anno sono tuttavia in larga parte dovuti a fattori temporanei: il venire meno degli effetti del taglio delle aliquote IVA in Germania; le misure introdotte dal *Climate Action Programme 2030* tedesco (ad es. la carbon tax, gli incentivi all'utilizzo di energia da fonti sostenibili, l'aumento delle tasse sulle nuove immatricolazioni in base alle emissioni di CO₂); l'avvio posticipato dei saldi stagionali invernali in Francia e Italia.

Figura 2.2

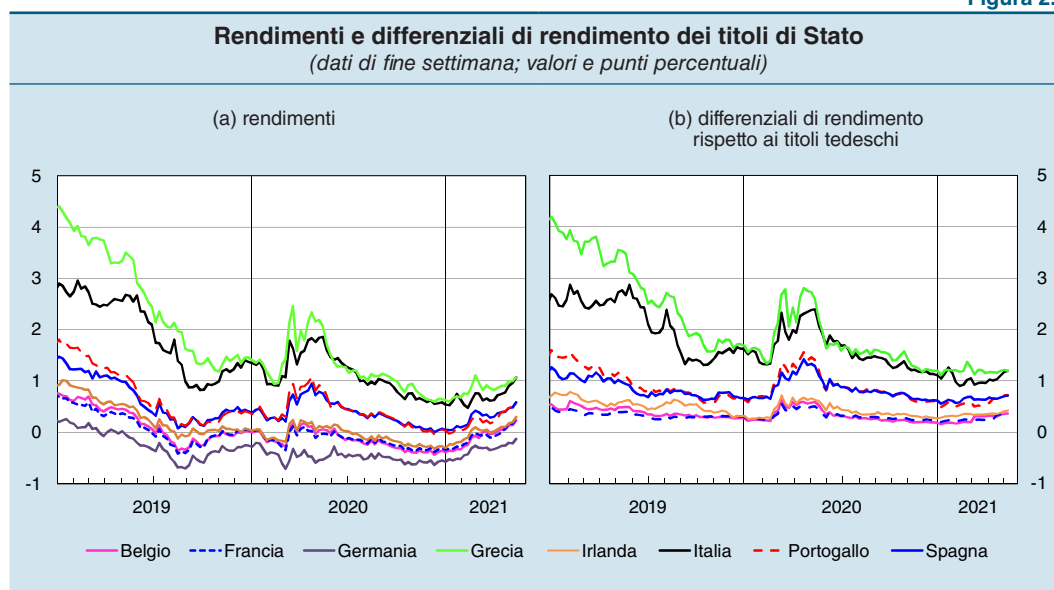


A ciò occorre aggiungere che gli andamenti dell'inflazione dall'inizio della crisi sanitaria hanno risentito di importanti effetti statistici, anch'essi di natura temporanea. Nel 2020 l'emergenza sanitaria ha creato notevoli difficoltà nella rilevazione dei prezzi, rendendo in molti casi necessario il ricorso all'imputazione dei dati elementari, specialmente per numerosi servizi la cui fruizione è stata limitata dalle misure di contenimento. La pandemia ha inoltre comportato significative modifiche nel paniere di spesa, che sulla base delle raccomandazioni dell'Eurostat hanno determinato nel 2021 un cambiamento nella struttura dei coefficienti di ponderazione degli indici elementari.

Le attese di inflazione ricavate dai rendimenti degli *inflation swaps* sull'orizzonte a due anni erano nella prima settimana di maggio pari all'1,6 per cento, quelle a cinque anni intorno all'1,5 per cento.

I mercati finanziari

Nelle settimane immediatamente successive all'insorgere dell'emergenza sanitaria, nei mercati finanziari dell'area dell'euro si sono manifestate significative tensioni, che hanno raggiunto il culmine intorno alla metà di marzo e sono poi progressivamente rientrate dopo gli interventi di politica monetaria. Le condizioni si sono distese dapprima con l'annuncio del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), varato il 18 marzo dalla Banca centrale europea (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), e successivamente con gli annunci relativi alla politica di bilancio e a quella monetaria. Al miglioramento nel secondo semestre del 2020 hanno contribuito le aspettative divenute più favorevoli con l'avvio della produzione e distribuzione dei vaccini.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Dopo i forti aumenti della prima parte dell'anno, i rendimenti dei titoli di Stato (fig. 2.3.a) e i premi per il rischio di credito sovrano (fig. 2.3.b) sono tornati a scendere a seguito degli interventi delle autorità monetarie e fiscali. Tra l'inizio e la fine dell'anno il rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi è diminuito di 38 punti base e i premi per il rischio sovrano si sono ridotti in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro.

Alla fine del 2020 i rialzi dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie in euro osservati nella fase più acuta della crisi sono del tutto rientrati nel comparto *investment grade*, solo in parte in quello *high yield*.

Le quotazioni azionarie, che si erano ridotte del 37 per cento alla fine della seconda decade di marzo rispetto al massimo toccato prima dello scoppio della pandemia, hanno recuperato quasi per intero le perdite subite nei primi mesi del 2020. Gli andamenti settoriali hanno risentito dell'impatto eterogeneo della crisi sui diversi comparti dell'attività economica. Nell'insieme del 2020, a fronte di un calo dell'1 per cento dell'indice generale di borsa, quello bancario è sceso del 25 per cento, penalizzato dai timori sugli effetti recessivi della crisi sull'attività economica, dalla mancata distribuzione degli utili agli azionisti, nonché dall'impatto della diminuzione dei tassi di interesse sulla redditività. La volatilità degli indici di borsa implicita nelle opzioni è tornata su livelli solo lievemente più alti rispetto a quelli prevalenti all'inizio dell'anno.

Nei primi cinque mesi del 2021 le condizioni sui mercati finanziari dell'area dell'euro hanno continuato a beneficiare dell'ampia liquidità garantita dalle misure espansive adottate dalla BCE. I progressi delle campagne vaccinali in vari paesi del mondo e l'approvazione del nuovo piano di stimolo fiscale negli Stati Uniti hanno contribuito a rinforzare le aspettative di crescita e inflazione a livello globale; ciò ha determinato un marcato rialzo dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti, che ha dato il via a un aumento anche di quelli dell'area dell'euro, contrastato dalle

decisioni assunte in marzo dal Consiglio direttivo della BCE (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

Il miglioramento delle prospettive di crescita economica ha favorito la diminuzione dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie, sia nel comparto *investment grade* sia in quello *high yield*, e un rialzo dei corsi azionari. Sono salite soprattutto le quotazioni dei settori più interessati dalla ripresa dell'attività economica, tra cui quelle del comparto bancario (del 28 per cento), sostenute anche dall'incremento dei tassi di interesse a lungo termine e da un andamento degli utili migliore delle attese.

Le politiche di bilancio

I risultati di bilancio. – Alla luce della grave recessione causata dalla pandemia il 23 marzo dello scorso anno il Consiglio della UE ha valutato che fossero soddisfatte le condizioni per l'attivazione della clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, per la prima volta dalla sua introduzione nel 2011¹. La clausola, che consente temporanee deviazioni dagli obiettivi previsti dal Patto, ha permesso agli Stati membri di definire politiche di bilancio espansive di ampia portata per contrastare gli effetti della crisi sanitaria. Le istituzioni europee hanno inoltre ampliato la flessibilità nell'utilizzo dei fondi di coesione europei e hanno temporaneamente allentato le restrizioni sugli aiuti di Stato².

Nel 2020 il disavanzo pubblico in rapporto al prodotto nell'area dell'euro è stato pari al 7,2 per cento del PIL, 6,6 punti in più che nel 2019. L'aumento rispecchia il deterioramento del saldo primario rispetto al prodotto (6,7 punti). L'orientamento della politica di bilancio è stato espansivo in tutte le economie dell'area; secondo le stime della Commissione europea la riduzione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico è stata pari a 2,5 punti percentuali del prodotto nell'area dell'euro. La sostanziale stabilità della spesa per interessi in rapporto al prodotto (-0,1 punti percentuali del PIL) riflette anche l'orientamento accomodante della politica monetaria.

Il peso del debito pubblico sul prodotto è salito di poco più di 14 punti percentuali, al 100 per cento, il valore più elevato dall'introduzione dell'euro. La crescita ha

¹ Consiglio dell'Unione europea, *Dichiarazione dei ministri delle finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19*, comunicato stampa del 23 marzo 2020.

² A marzo dello scorso anno la Commissione europea ha adottato un quadro temporaneo di regole per permettere interventi pubblici più ampi a favore delle imprese; in particolare il quadro ha previsto per il 2020 la possibilità di concedere sovvenzioni dirette e prestiti (questi ultimi a tasso zero) fino a 800.000 euro per impresa e garanzie fino alla copertura integrale del rischio (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro* nella *Relazione annuale* sul 2019). Il quadro temporaneo è stato modificato a più riprese alla luce dell'evoluzione della pandemia, da ultimo lo scorso 28 gennaio quando ne è stata prorogata la scadenza al prossimo 31 dicembre e sono stati alzati i massimali di aiuto. In precedenza il quadro temporaneo era stato già modificato per: (a) aumentare il sostegno pubblico alla ricerca e allo sviluppo di prodotti utili a combattere la pandemia; (b) salvaguardare l'occupazione; (c) consentire misure di ricapitalizzazione e fornire debito subordinato; (d) ampliare la platea delle imprese beneficiarie; (e) prorogare una prima volta l'applicazione delle misure di sostegno (fino al 30 giugno; gli interventi di ricapitalizzazione fino al 30 settembre 2021); (f) includere parte dei costi fissi non coperti da entrate tra le perdite che possono essere compensate da misure di aiuto.

interessato tutte le principali economie dell'area, sebbene in maniera eterogenea; in Germania e in Francia il rapporto tra il debito e il PIL è aumentato rispettivamente di poco più di 10 e 18 punti percentuali, in Italia e in Spagna di 21 e 24.

Lo scorso autunno l'attivazione della clausola di salvaguardia generale è stata confermata anche per l'anno corrente. Nelle ultime previsioni della Commissione, pubblicate il 12 maggio, nel 2021 l'indebitamento netto nell'area dell'euro è pari all'8 per cento del prodotto; grazie alla ripresa economica (la crescita del PIL nominale è stimata al 5,5 per cento), il peso del debito aumenta solo di circa 2 punti percentuali (al 102,4 per cento).

La Commissione ha sottolineato³ come il coordinamento delle politiche di bilancio tra gli Stati membri sia cruciale per sostenere la ripresa, in un contesto in cui l'incertezza è ancora elevata e l'orientamento della politica monetaria resta molto accomodante; ha evidenziato l'opportunità di mantenere le misure di supporto, ricorrendo a interventi tempestivi, temporanei e mirati, che tengano conto dell'evoluzione della pandemia. La Commissione ha raccomandato per il 2022 – quando secondo sue valutazioni preliminari la clausola di salvaguardia generale dovrebbe rimanere attiva – una maggiore differenziazione delle politiche, che rispecchi i diversi spazi di bilancio degli Stati membri ma che risulti comunque coerente con un orientamento di bilancio nel complesso espansivo.

La risposta europea alla crisi economica connessa con la pandemia

Nel mese di aprile dello scorso anno il Consiglio di amministrazione della Banca europea degli investimenti (BEI) ha approvato la costituzione di un fondo di garanzia (con la partecipazione degli Stati membri) per i finanziamenti alle imprese. Il mese seguente il Consiglio della UE ha approvato il regolamento di uno strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE); contestualmente è stata resa operativa una linea di credito precauzionale di sostegno per la gestione della crisi pandemica (*Pandemic Crisis Support*, PCS) del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) per il finanziamento degli interventi direttamente o indirettamente connessi con il contrasto alla pandemia. Alla metà di maggio di quest'anno 19 paesi hanno fatto ricorso a SURE, mentre nessuno ha richiesto l'accesso alla linea di credito PCS. A luglio del 2020 i capi di Stato e di Governo della UE hanno raggiunto un accordo sull'introduzione di un programma innovativo per il finanziamento comune di piani nazionali a sostegno della ripresa (*Next Generation EU*, NGEU)⁴.

SURE. – Lo scorso marzo la Commissione europea ha pubblicato la prima relazione semestrale su SURE (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio*

³ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Consiglio. A un anno dall'insorgere della pandemia di Covid-19: la risposta della politica di bilancio*, COM(2021) 105 final, 3 marzo 2021.

⁴ Consiglio europeo, *Conclusioni del Consiglio europeo, 17-21 luglio 2020*, comunicato stampa del 21 luglio 2020.

dell'area dell'euro nella *Relazione annuale* sul 2019)⁵. Da quando questo strumento è divenuto disponibile, sono stati concessi prestiti per oltre il 94 per cento della dotazione finanziaria complessiva (100 miliardi). Le erogazioni effettive, finanziate attraverso l'emissione di obbligazioni con durata media di circa 15 anni, sono state finora pari a 75,5 miliardi. Per i paesi beneficiari il vantaggio principale di questi prestiti, oltre che alle loro lunghe scadenze e alla riduzione del ricorso al mercato, consiste nel differenziale tra il tasso applicato dalla Commissione, in media circa -0,2 per cento, e il rendimento dei titoli domestici. Tra le maggiori economie dell'area, Italia e Spagna hanno finora ricevuto, rispettivamente, 26,7 e 18 miliardi (a fronte dei 27,4 e 21,3 concessi); Germania e Francia non hanno presentato richiesta di sostegno, perché raccolgono fondi sul mercato a tassi inferiori o prossimi a quelli della Commissione.

Next Generation EU. – Nell'ambito del programma NGEU l'Unione europea potrà reperire fondi sul mercato dei capitali fino a 750 miliardi di euro⁶, per la concessione di trasferimenti e prestiti (per 390 e 360 miliardi, rispettivamente). La ripartizione tra gli Stati membri tiene conto principalmente della situazione economica pre-pandemia di ciascun paese e del danno subito. Le risorse finanziano interventi per sostenere la ripresa e accrescere la resilienza delle economie per affrontare le sfide future. Il debito dovrà essere rimborsato entro il 2058. Per finanziare il programma la Commissione adotterà una strategia diversificata, superando l'approccio finora utilizzato del trasferimento di fondi allo Stato membro alle stesse condizioni alle quali la Commissione li raccoglie sul mercato dei capitali (*back-to-back*). La nuova strategia prevede, oltre all'emissione di obbligazioni a lungo termine (con scadenze tra i 3 e i 30 anni), anche quella di titoli a breve (EU-Bills); ai tradizionali collocamenti attraverso operazioni sindacate verranno affiancate le aste (unica tecnica di emissione per gli EU-Bills)⁷.

Quasi il 90 per cento delle risorse di NGEU rientra nel Dispositivo per la ripresa e la resilienza (312,5 miliardi di trasferimenti e tutti i 360 di prestiti), il cui regolamento è stato approvato lo scorso febbraio⁸. La parte rimanente (77,5 miliardi) riguarda una serie di altri programmi comunitari⁹.

⁵ Commissione europea, *Relazione sullo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (SURE) a seguito della pandemia di Covid-19 a norma dell'articolo 14 del regolamento (UE) 2020/672 del Consiglio. SURE: il punto della situazione sei mesi dopo*, COM(2021) 148 final, 2021.

⁶ Gli importi sono a prezzi 2018. A valori correnti la Commissione europea stima di raccogliere sul mercato circa 800 miliardi tra il 2021 e il 2026.

⁷ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio relativa a una nuova strategia per il finanziamento di Next Generation EU*, COM(2021) 250 final, 2021.

⁸ Regolamento UE/2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021 che istituisce il Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

⁹ In particolare 47,5 miliardi sono destinati a interventi mirati a lenire le conseguenze di breve e di medio periodo della crisi con il programma denominato Assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (*Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe*, React-EU); 10 a misure volte a compensare i costi economici della transizione ambientale con il Fondo per una transizione giusta (*Just Transition Fund*, JTF); 7,5 a interventi per le zone rurali mediante il Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale (FEASR); 5,6 attraverso un nuovo programma comunitario per sostenere gli investimenti e l'accesso ai finanziamenti (InvestEU); 5 agli investimenti in campo sanitario e ambientale previsti dal programma quadro della UE per la ricerca e l'innovazione (Orizzonte Europa); 1,9 nel meccanismo di protezione civile dell'Unione (RescEU).

Per contrastare gli effetti della pandemia i criteri di ripartizione dei trasferimenti erogati attraverso il Dispositivo si basano sul PIL pro capite, sulla popolazione e sul tasso di disoccupazione. In termini nominali, Spagna e Italia risultano le principali beneficiarie (69,5 e 68,9 miliardi, rispettivamente), seguite da Francia (39,4 miliardi) e Germania (25,6 miliardi). Il 70 per cento dei trasferimenti (218,75 miliardi) dovrà essere impegnato entro il 2022; la parte restante entro il 2023¹⁰.

Per quanto riguarda i prestiti, di norma l'ammontare massimo concedibile a ciascuno Stato è pari al 6,8 per cento del suo reddito nazionale lordo nel 2019; compatibilmente con la disponibilità delle risorse e in circostanze eccezionali, è possibile superare tale massimale. Le condizioni finanziarie (importo, scadenza media, tasso di interesse e calendario dei rimborsi) saranno decise caso per caso. Il piano dei rimborsi dovrebbe garantire una riduzione costante e prevedibile delle passività.

Per richiedere le risorse del Dispositivo i paesi devono predisporre piani nazionali di ripresa e resilienza, che definiscano riforme e investimenti da effettuare in sei aree di intervento: (a) transizione verde; (b) trasformazione digitale; (c) occupazione e crescita intelligente, sostenibile e inclusiva; (d) coesione sociale e territoriale; (e) salute e resilienza; (f) politiche per la prossima generazione, comprese istruzione e competenze. I piani devono illustrare in maniera dettagliata non solo come le misure contenute rispondano alle raccomandazioni espresse dalla Commissione nell'ambito del semestre europeo, ma anche in che modo possano rafforzare il potenziale di crescita, l'occupazione e la resilienza economica e infine come possano contribuire alle transizioni verde e digitale (cui devono essere destinati, rispettivamente, il 37 e il 20 per cento della dotazione). I piani devono inoltre indicare il cronoprogramma delle riforme e degli interventi da effettuare, specificando i risultati qualitativi e quantitativi che si prevede di ottenere; al rispetto dei tempi e al raggiungimento degli obiettivi è subordinata l'erogazione dei fondi.

A metà maggio 18 paesi hanno presentato i loro piani nazionali (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4)¹¹. La Commissione europea li esaminerà entro due mesi dalla presentazione ufficiale; la valutazione dovrà essere approvata entro un mese dal Consiglio europeo; nei due mesi successivi avrà luogo l'erogazione di un importo pari al 13 per cento del valore di ciascun piano, a titolo di prefinanziamento.

Il quadro finanziario pluriennale 2021-27 dell'Unione europea. – Lo scorso 17 dicembre il Consiglio della UE ha approvato il quadro finanziario pluriennale europeo per gli anni 2021-27¹².

¹⁰ Gli importi sono stimati sulla base delle previsioni dello scorso autunno della Commissione europea. Le stime verranno aggiornate entro il 30 giugno del 2022 per tenere conto tra l'altro dei dati di consuntivo relativi al PIL nel 2020 e nel 2021.

¹¹ Mentre tutti i paesi hanno previsto l'utilizzo dei trasferimenti (per quasi il 90 per cento delle risorse complessivamente disponibili), solo 6 Stati (Cipro, Grecia, Italia, Polonia, Portogallo e Slovenia) prevedono interventi finanziati attraverso il ricorso ai prestiti (per quasi il 40 per cento delle risorse complessivamente disponibili). Secondo il regolamento del Dispositivo, i prestiti possono essere richiesti anche successivamente alla presentazione del piano ed entro il 31 agosto 2023.

¹² Regolamento UE/2020/2093 del Consiglio del 17 dicembre 2020 che stabilisce il quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027.

Per tenere conto dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea, fare fronte ai costi del servizio del debito connesso con NGEU e facilitare il raggiungimento degli obiettivi climatici europei, in dicembre il Consiglio ha adottato una nuova decisione sulle cosiddette risorse proprie¹³, ossia la principale fonte di entrata per il bilancio dell'Unione. In base a questa decisione il limite massimo annuale delle risorse proprie è innalzato permanentemente all'1,4 per cento del totale del reddito nazionale lordo della UE, dall'1,2 stabilito in precedenza. È inoltre previsto un aumento temporaneo del massimale di ulteriori 0,6 punti percentuali fino al rimborso delle passività di NGEU (al più tardi fino al 31 dicembre 2058). Affinché la Commissione possa reperire risorse sui mercati dei capitali per finanziare NGEU, la decisione sulle risorse proprie dovrà essere approvata da tutti gli Stati membri dell'Unione. Al 21 maggio 22 paesi, tra i quali Francia, Germania, Italia e Spagna, avevano provveduto alla ratifica.

La decisione sulle risorse proprie prevede tra l'altro un nuovo contributo degli Stati membri calcolato sulla base dei rifiuti di imballaggio di plastica non riciclati. Entro giugno dell'anno in corso la Commissione dovrà presentare proposte sull'introduzione di un prelievo sul digitale e di un meccanismo di adeguamento del carbonio alla frontiera. Entrambe le imposte dovrebbero entrare in vigore al più tardi entro il 1° gennaio 2023. Il Consiglio europeo ha invitato la Commissione a presentare una proposta per intervenire sul sistema di scambio delle quote di emissioni di gas a effetto serra della UE, possibilmente estendendolo al settore marittimo e a quello aereo. L'introduzione di ulteriori risorse proprie potrebbe comprendere un'imposta sulle transazioni finanziarie.

La riforma della governance economica europea. – Nel mese di febbraio del 2020 la Commissione europea¹⁴ ha avviato una consultazione pubblica con l'obiettivo di riformare la governance economica; il nuovo sistema di regole dovrebbe semplificare quello attuale e superarne i principali punti di debolezza, agevolando in particolare politiche di bilancio anticicliche e promuovendo una composizione dei bilanci pubblici più favorevole alla crescita. La consultazione, sospesa a causa della pandemia, dovrebbe riprendere nei prossimi mesi.

Il dibattito sulla riforma della governance economica europea, avviato prima dell'iniziativa della Commissione, è molto ampio e articolato¹⁵. Risulta largamente condivisa l'esigenza di semplificare e rendere più trasparente il sistema delle regole europee, la cui complessità è notevolmente cresciuta negli ultimi anni. Nel dibattito viene considerato prioritario garantire la sostenibilità nel medio termine delle finanze pubbliche. A tal fine alcune proposte suggeriscono di passare da una pluralità di

¹³ Decisione UE, Euratom/2020/2053 del Consiglio del 14 dicembre 2020 relativa al sistema delle risorse proprie dell'Unione europea e che abroga la decisione UE, Euratom/2014/335.

¹⁴ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Riesame della governance economica*, COM(2020) 55 final, 2020.

¹⁵ Tra i contributi più recenti, cfr. European Fiscal Board, *Annual Report*, 2020; O. Blanchard, A. Leandro e J. Zettelmeyer, *Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, 21-1, febbraio 2021; P. Martin, J. Pisani-Ferry e X. Ragot, *Pour une refonte du cadre budgétaire européen*, "Les notes du conseil d'analyse économique", 63, 2021.

obiettivi uguali per tutti i paesi¹⁶ (attualmente relativi al disavanzo nominale, a quello strutturale e al debito) a un unico obiettivo riguardante il debito pubblico, definito specificamente per ciascun paese; sul piano operativo la variabile di flusso più adatta a essere utilizzata come target intermedio è generalmente indicata nella crescita della spesa nominale primaria (al netto degli effetti del ciclo e delle misure discrezionali riguardanti le entrate), valutata su un periodo pluriennale. Le proposte non sono ancora a uno stadio avanzato di definizione; l'utilizzo di tecniche stocastiche di analisi per la valutazione della sostenibilità delle finanze pubbliche, cui si fa riferimento in alcuni casi, presenta difficoltà sia sul piano teorico (non sempre le regolarità empiriche osservate in passato possono fornire una base adeguata per prevedere le dinamiche future), sia su quello pratico (fraintendimenti sull'interpretazione dei risultati di queste analisi potrebbero generare tensioni sui mercati finanziari). L'indicatore di spesa – in sostanza un saldo strutturale al netto di alcune componenti – potrebbe non risultare semplice da utilizzare nella pratica.

Soprattutto dopo la crisi legata alla pandemia e a seguito delle iniziative avviate a livello europeo per sostenere le politiche di emergenza e di rilancio dei singoli paesi, è tornata al centro del dibattito l'idea che la riforma delle regole comuni – che impongono limiti alle politiche di bilancio nazionali – debba essere accompagnata dall'introduzione di strumenti permanenti a livello comunitario, in grado di affiancare le politiche dei paesi membri di fronte a shock macroeconomici avversi di particolare intensità e durata. I vantaggi di una capacità comune di bilancio sono stati sottolineati da tempo nel dibattito sul completamento della governance economica europea.

¹⁶ Solo l'obiettivo di medio termine per il saldo strutturale è differenziato per paese in base, tra l'altro, al livello del debito pubblico e all'impatto atteso della demografia sui conti pubblici.

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

In risposta ai rischi generati dalla pandemia per l'attività economica, la stabilità dei prezzi e la trasmissione della politica monetaria, la Banca centrale europea ha adottato con decisione misure espansive. Nel marzo dello scorso anno gli interventi hanno contrastato le fortissime turbolenze sui mercati finanziari e reso possibile la loro stabilizzazione; hanno poi consentito di mantenere condizioni di finanziamento accomodanti per le famiglie, le imprese e i governi, essenziali per fronteggiare la flessione dell'economia.

Le condizioni delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine sono state rese più favorevoli; è stato rafforzato il programma di acquisto di attività finanziarie; è stato avviato e a più riprese ampliato il nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). La sua conduzione flessibile lo distingue dai precedenti programmi; ha permesso di intervenire rapidamente dove e quando più necessario, svolgendo un ruolo indispensabile per contrastare le tensioni sui mercati finanziari.

In dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha potenziato il PEPP e ha deciso che gli acquisti saranno volti a mantenere condizioni di finanziamento favorevoli per un periodo prolungato, regolandone l'importo mensile in modo flessibile, tenendo conto sia dell'andamento dei rendimenti dei titoli sovrani e di altri indicatori finanziari sia delle prospettive dell'inflazione. Nel marzo scorso il Consiglio ha deciso di aumentare significativamente, fino a giugno, il volume degli acquisti mensili nell'ambito del PEPP. Aumenti ampi e persistenti dei rendimenti non appaiono giustificati dalle attuali prospettive economiche e verranno contrastati.

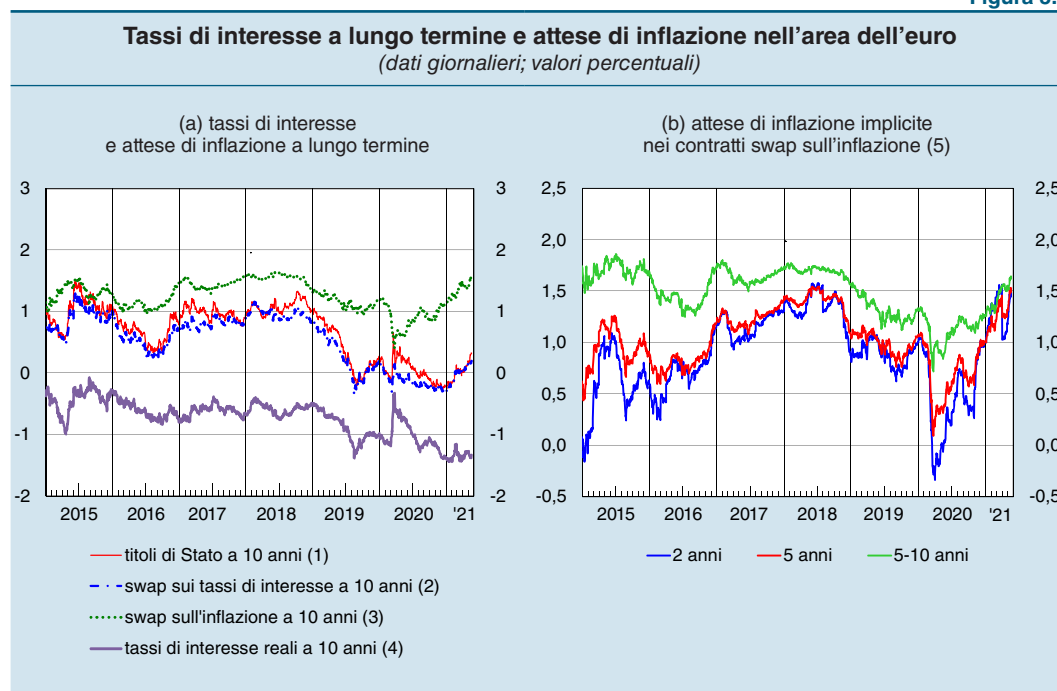
Il Consiglio resta determinato, anche dopo la fine della crisi, a intervenire con tutti gli strumenti disponibili per sostenere la crescita e assicurare un ritorno stabile dell'inflazione, ancora troppo bassa, verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

All'inizio del 2020 è stata avviata la revisione della strategia di politica monetaria. I lavori, dopo un'interruzione per rispondere all'emergenza pandemica, sono ripresi dalla scorsa estate ed è previsto che si concludano nella seconda metà di quest'anno. La revisione terrà conto dei cambiamenti osservati nell'economia negli ultimi due decenni e rivedrà i principali aspetti della conduzione della politica monetaria, tra cui la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi, il modo di assicurare che l'obiettivo sia percepito come simmetrico e il modo di rafforzare la capacità di stabilizzazione dell'economia, contrastando i rischi di deflazione, in un contesto di bassi tassi di interesse e con l'utilizzo di strumenti non convenzionali.

L'azione di politica monetaria

A marzo e aprile del 2020, a fronte della rapida diffusione dell'epidemia, del brusco deterioramento delle prospettive di crescita e di inflazione, nonché delle forti turbolenze sui mercati finanziari (fig. 3.1), il Consiglio direttivo della BCE è intervenuto con decisione per evitare una crisi di liquidità, assicurare il finanziamento dell'economia e preservare la trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area. Sono state potenziate le operazioni di rifinanziamento; sono stati aumentati gli interventi sul mercato dei titoli pubblici e privati ed è stato introdotto il nuovo programma PEPP, con una dotazione iniziale di 750 miliardi (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro nella Relazione annuale sul 2019*).

Figura 3.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, greci, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2020. – (2) Tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro a 10 anni. – (3) Tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a 10 anni. – (4) Tasso fisso nei contratti swap di interesse a 10 anni, deflazionato con il tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione a 10 anni. – (5) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di *inflation swap* con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

In giugno, con il protrarsi della pandemia e delle sue ricadute sulle prospettive di crescita e di inflazione, il Consiglio ha rafforzato il PEPP, aumentandone la dotazione a 1.350 miliardi ed estendendo la durata degli acquisti di sei mesi rispetto a quanto inizialmente previsto, fino ad almeno la metà del 2021; ha annunciato inoltre che il capitale rimborsato sui titoli in scadenza sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022.

L'azione risoluta del Consiglio è stata essenziale per stabilizzare i mercati finanziari, contribuendo a preservare condizioni di finanziamento molto favorevoli in tutta l'area dell'euro; la flessibilità degli interventi del PEPP ha permesso di concentrare gli acquisti nei momenti di maggiore tensione e sui mercati più colpiti dalla pandemia (cfr. il riquadro: *Il PEPP e la stabilizzazione dei mercati finanziari*). L'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria ha garantito, insieme alle misure adottate

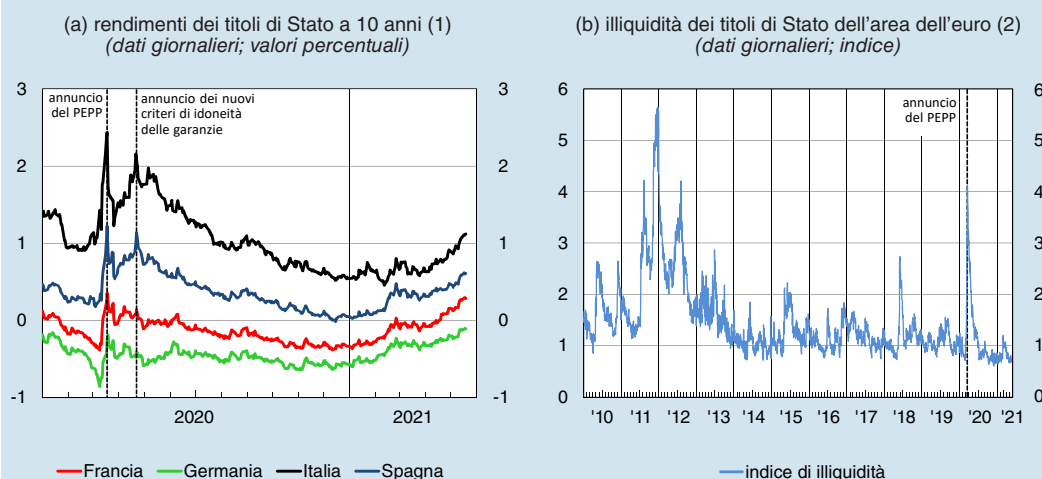
dai governi e dalle autorità di supervisione, il mantenimento di condizioni di accesso al credito bancario distese per famiglie e imprese.

IL PEPP E LA STABILIZZAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

A marzo del 2020 la diffusione della pandemia di Covid-19 e il connesso deterioramento delle prospettive di crescita hanno innescato forti tensioni sui mercati finanziari. Nell'area dell'euro si è verificato un repentino aumento dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche che ha riguardato anche le economie più solide (figura, pannello a); la liquidità degli scambi nel mercato dei titoli di Stato è significativamente diminuita. Secondo un indice relativo ai quattro maggiori paesi dell'area dell'euro¹, il peggioramento delle condizioni di liquidità è stato paragonabile a quello osservato nelle fasi più acute della crisi dei debiti sovrani (figura, pannello b).

Figura

Premi per il rischio sovrano e liquidità degli scambi dei titoli di Stato



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Refinitiv e TradeWeb.

(1) Rendimento dei titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda. – (2) Media ponderata degli indici di illiquidità di Francia, Germania, Italia e Spagna. I pesi sono proporzionali alle consistenze di titoli di ciascun paese a metà del 2020. Per la metodologia di calcolo degli indici, cfr. R. Poli e M. Taboga, op. cit., di prossima pubblicazione.

Le tensioni hanno riguardato anche i mercati azionari, con decisi incrementi della volatilità e diminuzioni dei corsi, e quelli del debito privato, dove i premi per il rischio sono sensibilmente aumentati.

Al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria ed evitare che l'emergenza sanitaria desse avvio a una grave crisi finanziaria, con pericolose conseguenze sulla disponibilità di credito all'economia reale, il Consiglio direttivo della BCE, nell'ambito di un più ampio insieme di misure, ha potenziato i suoi interventi nei mercati dei titoli pubblici e privati. Il 12 marzo

¹ R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

2020 ha rafforzato il già esistente programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme, APP*) con una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi di euro; il 18 marzo ha introdotto un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*), con una dotazione iniziale di 750 miliardi, incrementata a 1.350 il 4 giugno e a 1.850 il 10 dicembre. Oltre a rendere l'orientamento monetario più accomodante, il PEPP contribuisce a stabilizzare i mercati finanziari e a ridurre la frammentazione, garantendo l'ordinata trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area dell'euro. Questa funzione viene perseguita attraverso una conduzione degli acquisti flessibile nel tempo, tra tipologie di attività e tra giurisdizioni.

Il PEPP ha avuto effetti rapidi e molto pronunciati sui mercati finanziari: nei giorni successivi al suo annuncio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e i premi per il rischio sono scesi significativamente in tutta l'area dell'euro, in particolare nelle economie più colpite dalle turbolenze, e la liquidità degli scambi è migliorata sensibilmente (figura); si è avviata una progressiva distensione anche delle condizioni sui mercati azionari e del debito privato. L'impatto positivo del PEPP sulle quotazioni dei titoli è stato rafforzato dall'allentamento in aprile dei criteri di idoneità applicati alle attività conferibili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema; vi ha contribuito in particolare la decisione di continuare ad accettare anche i titoli che, a seguito della pandemia, fossero stati declassati a *high yield*, purché il loro rating non scendesse al di sotto di una soglia predeterminata.

La successiva attuazione degli acquisti nell'ambito del PEPP ha consolidato la stabilizzazione dei mercati finanziari. Un'analisi econometrica² condotta con dati ad alta frequenza relativi al mercato italiano mostra che gli acquisti da parte dell'Eurosistema esercitano una pressione al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato nei giorni stessi in cui vengono eseguiti, determinando una compressione dei premi per il rischio sovrano lungo la curva dei rendimenti e contribuendo a migliorare la liquidità del mercato. Questi effetti – che si aggiungono a quelli derivanti dagli annunci dell'avvio del programma e dei suoi successivi potenziamenti – sono più marcati nelle fasi di elevate tensioni, in particolar modo in quelle caratterizzate da bassi livelli di liquidità. Ciò suggerisce che l'efficacia degli acquisti è rafforzata dalla loro conduzione flessibile, che consente di aumentarne il volume dove e quando le condizioni di mercato lo richiedano.

Nella prima fase della crisi pandemica il PEPP ha svolto un ruolo fondamentale nel fronteggiare le accentuate tensioni emerse sui mercati finanziari, ripristinandone la stabilità e assicurando condizioni di finanziamento distese in tutta l'area dell'euro. Nel contesto attuale il ruolo primario del PEPP è quello di garantire che queste condizioni rimangano favorevoli, al fine di contrastare gli effetti negativi della pandemia sull'attività economica e sull'inflazione. In questo modo il programma riduce l'incertezza e accresce la fiducia degli operatori economici, sostenendo così la ripresa e il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi.

² M. Bernardini e A. De Nicola, *The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the Covid-19 crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1310, 2020.

In autunno la recrudescenza dei contagi e l'adozione di nuove misure di contenimento in tutti i paesi si sono riflessi nella prospettiva di una più persistente debolezza dell'attività economica e dell'inflazione. Nella riunione di dicembre il Consiglio ha ricalibrato lo stimolo monetario, con l'obiettivo principale di mantenere le condizioni finanziarie favorevoli più a lungo. È stata ulteriormente aumentata la dotazione del PEPP, a 1.850 miliardi; l'orizzonte per gli acquisti e quello per il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza sono stati estesi, rispettivamente, almeno sino alla fine di marzo del 2022 e al termine del 2023. Sono state rese più espansive le condizioni della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) riducendone il costo, ampliando la disponibilità di fondi e introducendo tre nuove aste nel corso del 2021; sono state previste quattro ulteriori operazioni nell'ambito della nuova serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO); è stato esteso di nove mesi, fino a giugno del 2022, l'allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle attività utilizzate dalle banche a garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema.

Il Consiglio ha deciso inoltre che, in un contesto ancora caratterizzato da forti incertezze sui tempi e sull'intensità della ripresa economica, il potenziamento degli acquisti e l'uso flessibile del PEPP saranno volti a mantenere condizioni di finanziamento favorevoli ed evitarne un inasprimento prematuro. Se ciò risultasse possibile con flussi di acquisto inferiori alla dotazione complessiva del programma, questa potrebbe anche non essere utilizzata interamente; la dotazione verrà invece aumentata se si dimostrasse necessario.

Nel valutare le condizioni di finanziamento, il Consiglio terrà conto in modo congiunto delle prospettive di inflazione e dell'andamento di un insieme di indicatori, tra cui i rendimenti sovrani e le condizioni di accesso al credito bancario, lungo l'intera catena di trasmissione della politica monetaria, considerando come inappropriati rialzi ampi e persistenti dei rendimenti.

Nei primi mesi del 2021 il miglioramento del quadro globale ha determinato negli Stati Uniti un deciso rialzo dei tassi di interesse a lungo termine, che si è in parte trasmesso alle altre economie avanzate. Nella riunione di marzo il Consiglio ha deciso di aumentare significativamente, sino alla fine di giugno, il volume degli acquisti mensili nell'ambito del PEPP, ritenendo che un inasprimento prematuro delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro non fosse giustificato dalle attuali prospettive economiche.

Il Consiglio ha confermato la determinazione a intervenire, anche dopo il superamento dell'emergenza pandemica, con tutti gli strumenti disponibili per sostenere l'economia e assicurare che l'inflazione converga stabilmente verso valori coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

La revisione della strategia di politica monetaria

All'inizio del 2020 il Consiglio direttivo ha avviato il riesame della strategia di politica monetaria, così da tenere conto dei cambiamenti osservati nell'economia a

partire dal 2003, quando si era conclusa la precedente revisione¹. Il dibattito in corso all'interno dei comitati dell'Eurosistema e del Consiglio analizza i principali aspetti della conduzione della politica monetaria, in particolare: la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi; il modo di assicurare che l'obiettivo sia percepito come simmetrico; i comportamenti necessari a garantirne il raggiungimento in presenza di tassi di interesse prossimi allo zero; il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e l'efficacia degli strumenti (inclusi quelli di carattere non convenzionale introdotti nell'ultimo decennio); il ruolo da assegnare alla difesa dell'occupazione, alla tutela della stabilità finanziaria e alle nuove sfide poste dal cambiamento climatico.

La revisione si concluderà verosimilmente nella seconda metà del 2021. Nell'ambito del riesame la Banca d'Italia, come le altre banche centrali dell'Eurosistema, ha svolto incontri con il mondo delle imprese, del lavoro, dell'impegno sociale, dell'accademia e dei media, al fine di comprenderne aspettative e preoccupazioni e di raccogliere spunti per adempiere nel modo migliore al proprio mandato².

Le operazioni di politica monetaria

Le operazioni di rifinanziamento hanno continuato a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Nel complesso dell'area il loro volume ha superato 2.100 miliardi alla fine di aprile di quest'anno, oltre il triplo di quanto osservato alla fine del 2019 (tav. 3.1); in Italia ha raggiunto valori prossimi a 450 miliardi. La forte espansione dei fondi erogati è attribuibile pressoché interamente al ricorso alle operazioni TLTRO3, che rappresentano la quasi totalità del rifinanziamento.

Tavola 3.1

	Operazioni di rifinanziamento (1)					
	Area dell'euro			Italia		
	31.12.2019	31.12.2020	30.04.2021	31.12.2019	31.12.2020	30.04.2021
Totale (2)	624	1.793	2.107	220	374	448
di cui: TLTRO3	101	1.749	2.080	33	350	427
PELTRO	–	27	27	–	21	21

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Volumi complessivi erogati alle date indicate nella tavola. Ultime aggiudicazioni: 24 marzo 2021 per TLTRO3 e 25 marzo 2021 per PELTRO. – (2) Include il totale delle operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine: LTRO a 3 mesi, TLTRO2, TLTRO3 e PELTRO.

Dall'inizio del 2020 i titoli complessivamente detenuti dall'Eurosistema a fini di politica monetaria sono aumentati di quasi 1.500 miliardi, a poco più di 4.000 miliardi alla metà di maggio di quest'anno (tav. 3.2), per effetto degli acquisti nell'ambito dell'APP (circa 420 miliardi, a 3.000 miliardi) e soprattutto del PEPP

¹ Per ulteriori approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Riesame della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema* e sul sito della BCE: *Strategy review*.

² Per ulteriori approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *La Banca d'Italia ascolta i rappresentanti del mondo dell'Accademia*, 9 febbraio 2021; *La Banca d'Italia ascolta il mondo della comunicazione*, 22 febbraio 2021; *La Banca d'Italia ascolta la società civile*, 3 marzo 2021.

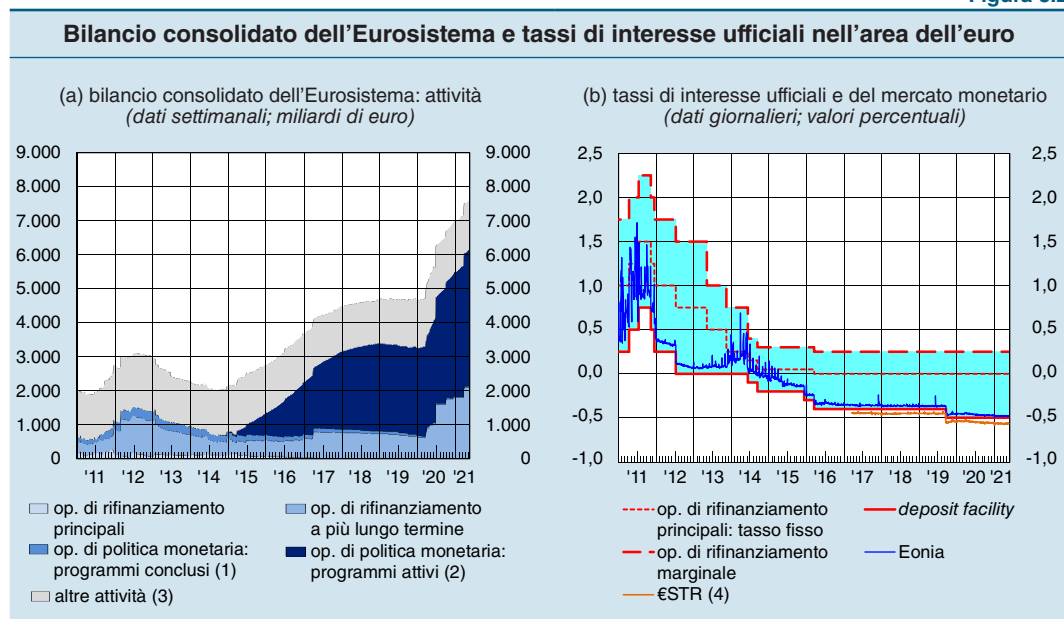
(circa 1.050 miliardi). Il valore di bilancio dei titoli di Stato italiani complessivamente detenuti dall'Eurosistema era cresciuto, alla fine dello scorso marzo, di 215 miliardi, a 579 miliardi (rispettivamente 192 e 519 per quelli detenuti dalla Banca d'Italia)³.

Tavola 3.2

Titoli detenuti per fini di politica monetaria (1) (miliardi di euro)				
VOCI	Totale (2)	di cui: titoli pubblici (2)	di cui: titoli pubblici italiani (3)	di cui: titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (3)
APP				
Dicembre 2019	2.579	2.103	364	327
Dicembre 2020	2.909	2.342	411	370
Marzo 2021	2.963	2.379	422	378
Aprile 2021	2.982	2.393	425	381
Maggio 2021 (4)	3.000	2.404	....	....
PEPP				
Novembre 2020	698	650	118	107
Marzo 2021	938	894	157	141
Maggio 2021 (4)	1.053	....	....	....

Fonte: Banca d'Italia e BCE.
 (1) I dati si riferiscono all'ultimo giorno del mese, salvo diversa indicazione. Le voci di dettaglio relative al PEPP sono pubblicate su base bimestrale; l'ultima osservazione disponibile si riferisce a marzo del 2021. – (2) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (3) Differenza tra i valori a prezzo di acquisto e gli importi nominali rimborsati. – (4) Dati al 14 maggio.

Figura 3.2



Fonte: BCE e Refinitiv.

(1) Il primo e il secondo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP e CBPP2) e il programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*, SMP). – (2) L'APP, che include il terzo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3), il programma di acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP), il programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP), il programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) e, dal 26 marzo 2020, il PEPP. – (3) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera. – (4) Dal 1° ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro. Nel grafico, per il periodo antecedente al 1° ottobre, viene riportato il tasso pre-€STR. Da questa data e sino alla fine del 2021 il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base.

³ Le voci di dettaglio relative al PEPP sono pubblicate su base bimestrale e l'ultima osservazione si riferisce a marzo del 2021.

Le operazioni di politica monetaria hanno determinato una forte espansione del bilancio consolidato dell'Eurosistema, che ha superato 7.600 miliardi, oltre il 60 per cento in più rispetto alla fine del 2019 (fig. 3.2.a). La liquidità in eccesso detenuta dal sistema bancario dell'area è salita a oltre 4.100 miliardi (circa 400 in Italia).

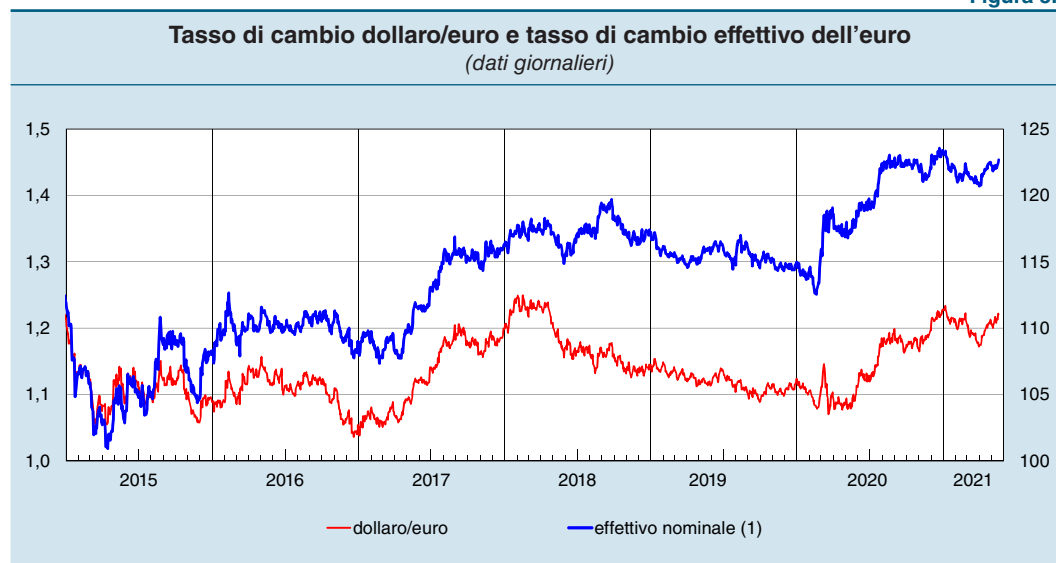
I tassi di interesse e il cambio dell'euro

Dall'inizio dello scorso anno i tassi di interesse a breve termine si sono mantenuti stabili su valori prossimi al rendimento della *deposit facility* (-0,50 per cento; fig. 3.2.b); grazie agli interventi condotti dall'Eurosistema le condizioni sul mercato monetario hanno risentito in misura limitata delle turbolenze registrate su altri mercati all'avvio della pandemia.

Dopo essere rapidamente aumentato nel primo trimestre del 2020, il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni nella media dei principali paesi dell'area è progressivamente diminuito a -0,2 per cento alla fine del 2020, al di sotto del livello della fine del 2019 (cfr. fig. 3.1.a e il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Nei primi mesi di quest'anno i tassi a lungo termine hanno mostrato una tendenza al rialzo, contrastata da marzo con l'aumento degli acquisti netti mensili nell'ambito del PEPP. Alla metà di maggio il rendimento nominale a dieci anni era pari a 0,2 per cento; quello reale a -1,4, un valore molto basso nel confronto storico.

Le aspettative di inflazione desunte dai contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi dell'area sono bruscamente scese nella primavera dello scorso anno, raggiungendo valori prossimi o inferiori allo zero sugli orizzonti fino a cinque anni (cfr. fig. 3.1.b); hanno poi gradualmente recuperato. Attualmente le aspettative sull'orizzonte fra cinque e dieci anni in avanti si collocano all'1,6 per cento, un valore ancora inferiore a quello coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Figura 3.3



Fonte: Refinitiv.

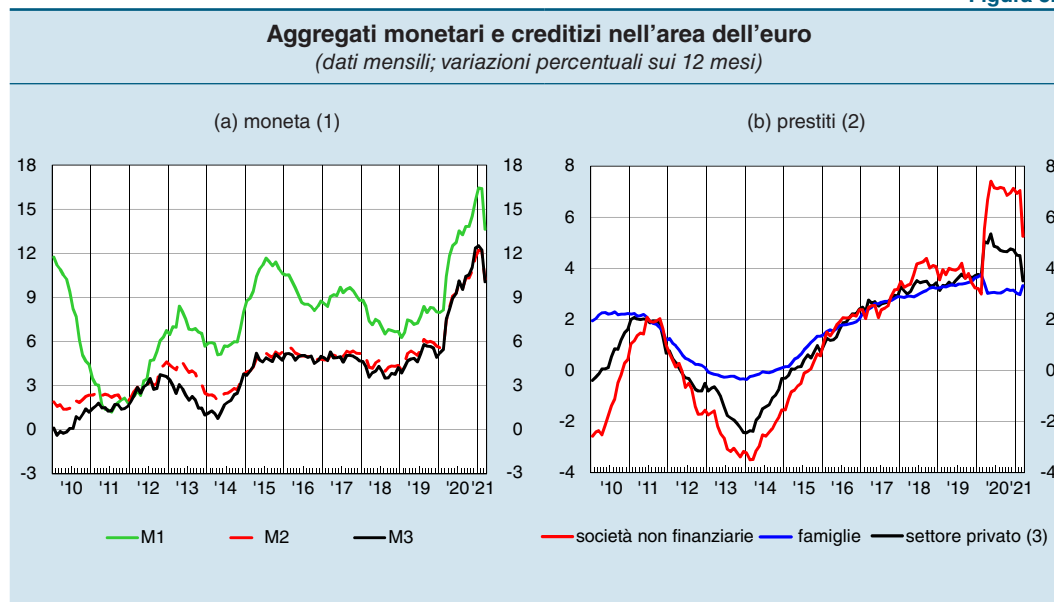
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

Nel 2020 il tasso di cambio dell'euro si è apprezzato sul dollaro di circa il 10 per cento, riflettendo sia la riduzione dell'avversione al rischio, che aveva portato ad afflussi di capitale verso la valuta statunitense nei primi mesi dell'anno, sia le attese di una politica monetaria relativamente più espansiva negli Stati Uniti (fig. 3.3). Dall'inizio del 2021 il cambio è rimasto sostanzialmente invariato.

La moneta e il credito

Nel 2020 la crescita dell'aggregato monetario M3 si è decisamente rafforzata (fig. 3.4.a); nel marzo di quest'anno l'espansione era pari al 10,1 per cento. L'incremento è stato sospinto dall'elevata preferenza per la liquidità degli investitori, indotta dalla crisi pandemica e rafforzata dal basso costo-opportunità di detenere moneta. Dal lato delle contropartite, la crescita di M3 è stata alimentata dagli acquisti di attività finanziarie a fini di politica monetaria e dagli ingenti flussi di credito concesso dalle banche al settore privato.

Figura 3.4



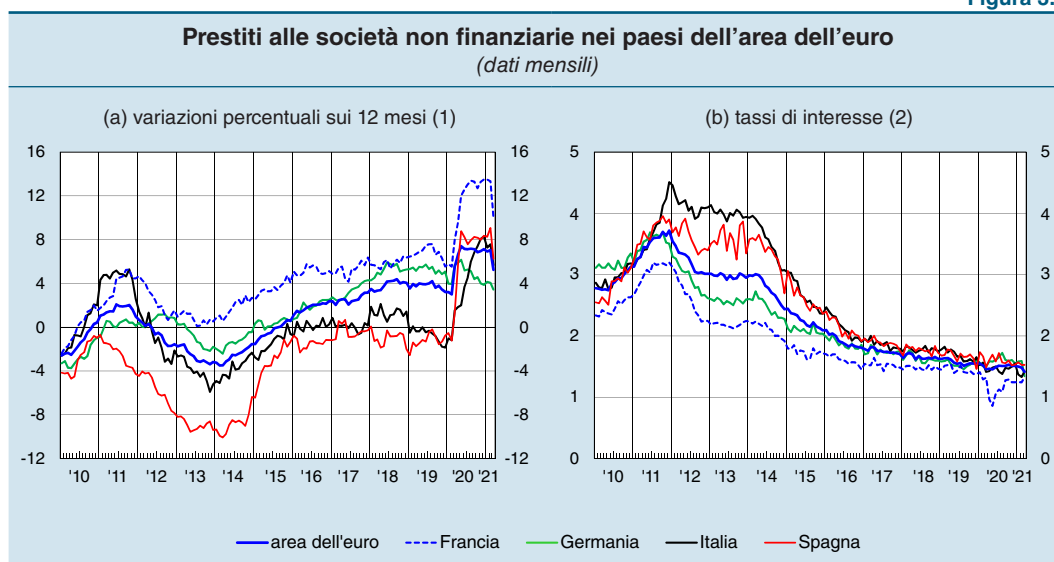
Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (3) Il settore privato è costituito da famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie.

La domanda di prestiti bancari da parte delle imprese è notevolmente aumentata all'inizio del 2020 per effetto del forte fabbisogno di liquidità, in larga parte soddisfatto tramite il ricorso a prestiti assistiti da garanzia dello Stato e grazie alle moratorie (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*); l'erogazione di credito è stata sostenuta dalle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, che hanno assicurato alle banche un'ampia disponibilità di fondi a tassi di interesse estremamente vantaggiosi. La domanda di credito ha perso slancio dalla metà del 2020 in tutti i paesi dell'area; in Italia è rimasta più sostenuta (cfr. il riquadro: *I prestiti alle imprese durante la pandemia in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro, in Rapporto sulla stabilità finanziaria, 1, 2021*).

Nel complesso del 2020 la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è stata pari al 7,1 per cento nell'area (3,2 nel 2019; fig. 3.4.b); tra i principali paesi, è stata relativamente più sostenuta in Francia (13,5; fig. 3.5.a), più debole in Germania (3,9); in Italia è risultata dell'8,3 per cento. Gli ultimi dati disponibili, relativi allo scorso marzo, suggeriscono una dinamica più contenuta sia nel complesso dell'area (5,2 per cento) sia nelle maggiori economie.

Figura 3.5



Fonte: BCE.

(1) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM alle società non finanziarie residenti, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, a medio e a lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; sono inclusi i finanziamenti in conto corrente.

I prestiti alle famiglie nell'area hanno continuato a espandersi (3,3 per cento sui dodici mesi nel marzo scorso, da 3,6 nel 2019), riflettendo la crescita dei finanziamenti per l'acquisto di abitazioni. Il credito al consumo, che era aumentato a ritmi molto elevati negli ultimi anni, è invece diminuito nel 2020, risentendo della contrazione della spesa delle famiglie determinata dalla pandemia.

I tassi di interesse sui prestiti si sono mantenuti su valori minimi nel confronto storico; alla fine dello scorso marzo erano pari in media all'1,3 e all'1,4 per cento, rispettivamente, per i nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per i finanziamenti alle società non finanziarie (fig. 3.5.b).

Secondo i risultati dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), i criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti alle imprese sono rimasti distesi nel primo semestre dello scorso anno, grazie soprattutto all'elevato ricorso ai finanziamenti assistiti da garanzia pubblica. Nel secondo semestre del 2020 e nei primi mesi di quest'anno gli intermediari hanno segnalato un lieve irrigidimento dei criteri di concessione, dovuto prevalentemente ai timori riguardo alle prospettive del merito di credito della clientela e ai rischi associati all'incertezza sulla ripresa economica. In Italia le condizioni di offerta si sono mantenute favorevoli sia nella fase più acuta dell'emergenza sanitaria sia negli ultimi mesi.

L'ECONOMIA ITALIANA

4. IL QUADRO DI INSIEME

Il 2020. – L'anno scorso il PIL italiano ha registrato il calo più pesante dalla seconda guerra mondiale (-8,9 per cento; tav. 4.1). Gli effetti della pandemia di Covid-19 si sono trasmessi attraverso diversi canali, tra loro in parte connessi: la caduta dell'attività globale, delle esportazioni e degli afflussi turistici; la riduzione della mobilità e dei consumi, dovuta sia alle necessarie misure di contenimento introdotte a più riprese, sia ai timori di contagio che hanno influenzato i comportamenti delle famiglie; le ripercussioni dell'incertezza sugli investimenti delle imprese, che sono stati interrotti (cfr. il riquadro: *La trasmissione della pandemia all'economia italiana*).

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia (valori percentuali)							
VOCI	Peso sul PIL nel 2020 (1)	2019			2020		
		Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)	Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)
		Volumi (2)	Deflatori		Volumi (2)	Deflatori	
Risorse							
PIL	–	0,3	0,8	–	-8,9	1,2	–
Importazioni di beni FOB e servizi (4)	27,3	-0,7	-0,1	0,2	-12,6	-4,1	3,6
<i>di cui:</i> beni	22,3	-0,8	-0,9	0,2	-8,9	-5,0	2,0
Impieghi							
Domanda nazionale	97,3	-0,4	0,6	-0,4	-8,4	0,2	-8,1
Spesa delle famiglie residenti (5)	58,8	0,3	0,5	0,2	-10,7	-0,2	-6,4
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	20,8	-0,8	1,0	-0,2	1,6	1,4	0,3
Investimenti fissi lordi	17,9	1,1	0,6	0,2	-9,1	0,4	-1,6
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	6,4	0,3	0,6	..	-15,1	0,7	-1,0
Prodotti di proprietà intellettuale	3,3	0,3	0,6	..	-2,9	0,2	-0,1
Costruzioni	8,3	2,2	0,6	0,2	-6,3	0,2	-0,5
Variazione delle scorte (6)	–	–	–	-0,6	–	–	-0,3
Esportazioni di beni FOB e servizi (7)	30,0	1,6	0,6	0,5	-13,8	-0,5	-4,4
<i>di cui:</i> beni	25,4	1,1	0,5	0,3	-9,8	-0,5	-2,5
Domanda estera netta	–	–	–	0,7	–	–	-0,8

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
 (1) Valori a prezzi dell'anno precedente. – (2) Valori concatenati. – (3) Valori concatenati; punti percentuali. – (4) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (5) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (6) Include gli oggetti di valore. – (7) Includono la spesa in Italia dei non residenti.

LA TRASMISSIONE DELLA PANDEMIA ALL'ECONOMIA ITALIANA

La recessione innescata dalla pandemia di Covid-19 ha caratteristiche peculiari che la distinguono da tutti gli episodi precedenti che hanno colpito l'economia italiana, incluse la crisi finanziaria globale e quella dei debiti sovrani. La diffusione dei contagi, le misure necessarie ad arginarli e l'elevata incertezza hanno interessato sia la domanda sia l'offerta; hanno coinvolto i comparti produttivi in modo fortemente eterogeneo; hanno determinato mutamenti rapidi e persistenti nei comportamenti di famiglie e imprese.

Una valutazione dei principali canali di trasmissione della pandemia all'economia del nostro paese può essere effettuata con un approccio controfattuale, utilizzando simulazioni condotte con il modello econometrico della Banca d'Italia¹. In questo approccio si considera come riferimento un ipotetico scenario di "assenza di crisi pandemica", corrispondente al quadro previsivo pubblicato nel *Bollettino economico* di gennaio del 2020, e si valutano, sulla base delle relazioni incorporate nel modello, le determinanti delle differenze rispetto agli andamenti macroeconomici effettivamente osservati nel 2020.

Sono considerati i principali canali di trasmissione della pandemia all'economia italiana: (a) il contesto internazionale; (b) i flussi turistici; (c) le misure di contenimento; (d) l'incertezza e la fiducia di famiglie e imprese; (e) le politiche economiche.

Il contesto internazionale. – La pandemia ha determinato una brusca flessione del commercio mondiale, con interruzioni nelle catene di fornitura globali e un forte calo dei flussi turistici internazionali. Nel 2020, sulla base della dinamica dei mercati di destinazione, la domanda estera potenziale per le nostre esportazioni si è contratta del 10 per cento circa rispetto all'anno precedente.

I flussi turistici. – Nel 2020 le presenze di turisti stranieri in Italia sono risultate inferiori del 60 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019, riflettendo sia la riduzione dei flussi globali, sia il calo della domanda di turismo conseguente alle restrizioni dell'attività economica.

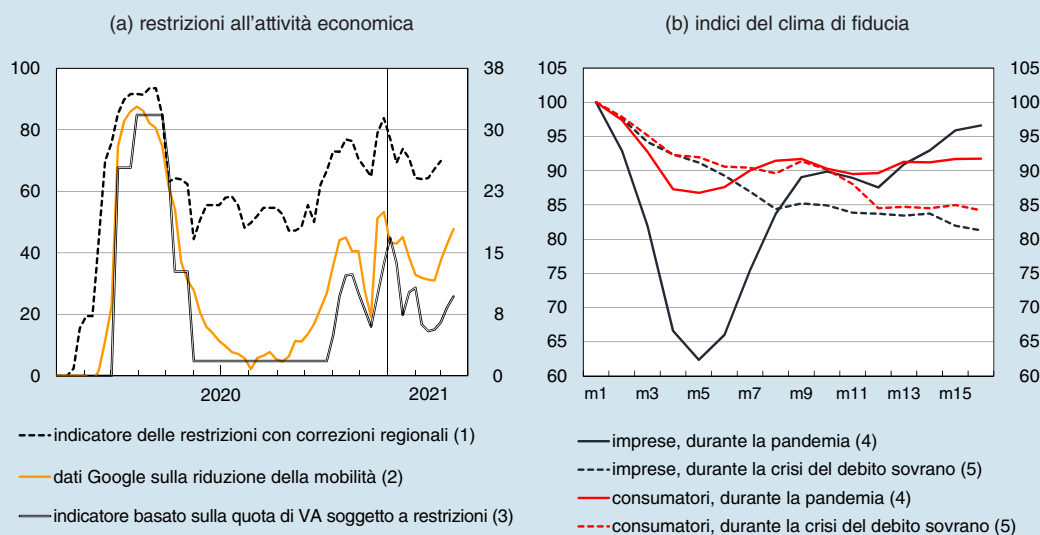
Le misure di contenimento. – Dalla fine di febbraio del 2020 in Italia si sono succedute misure di diversa intensità nel corso dell'anno volte ad arginare la pandemia. I provvedimenti più restrittivi sono stati adottati tra marzo e aprile con la sospensione delle attività produttive giudicate "non essenziali", alle quali era direttamente riconducibile quasi un terzo del valore aggiunto del Paese. In maggio, con la discesa dei contagi, le restrizioni sono state allentate. Durante l'autunno, a seguito della seconda ondata pandemica, le misure

¹ I risultati qui riportati sono preliminari. Un'analisi più completa e dettagliata, anche alla luce delle nuove previsioni sul 2021 che saranno pubblicate l'11 giugno, sarà contenuta in G. Bulligan, M. Caivano e L. Rodano, *La trasmissione della crisi pandemica all'economia italiana: un'analisi controfattuale*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

sono state applicate a livello regionale e con intensità variabile, sulla base del rischio epidemico locale. Nelle simulazioni l'impatto attraverso questo canale è quantificato con un indicatore della quota di valore aggiunto attribuibile alle attività produttive soggette a restrizioni, che ha un andamento analogo a quello degli indici di mobilità (figura, pannello a)².

Figura

Indici di restrizione e di fiducia durante la crisi pandemica in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Google Covid-19 Community Mobility Reports.

(1) Indicatore qualitativo basato sulla presenza di restrizioni giornaliere, a livello locale, di attività scolastiche, produttive, commerciali, servizi di ristorazione, assembramenti, eventi pubblici, trasporti, spostamenti domestici e internazionali, campagne di informazione. Il livello 100 dell'indice segnala un contesto di massime restrizioni (cfr. F.P. Conteduca, *Measuring Covid-19 restrictions in Italy during the second wave*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 24 marzo 2021). – (2) Variazioni delle visite a punti vendita al dettaglio. Segno invertito: un aumento rappresenta una riduzione della mobilità rispetto al periodo 3 gennaio-6 febbraio 2020. Media settimanale su dati giornalieri. – (3) Indice di intensità delle restrizioni basato sulla perdita di valore aggiunto (VA) nozionale per le attività chiuse o sospese (cfr. G. Bulligan, M. Caivano e L. Rodano, op. cit., di prossima pubblicazione); scala di destra. – (4) Dati mensili, medie mobili di 3 termini, numero indice: gennaio 2021 (m1)=100. – (5) Dati mensili, medie mobili di 3 termini, numero indice: giugno 2011 (m1)=100.

L'incertezza e la fiducia di famiglie e imprese. – La diffusione della pandemia si è tradotta in un forte peggioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese e in un aumento generalizzato del grado di incertezza sulle prospettive economiche (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*). Tra marzo e maggio del 2020 la caduta degli indici

² Per il regime di restrizioni più severe, si sono ipotizzate perdite pari alla quota di valore aggiunto prodotta dalle attività economiche definite "non essenziali" con i provvedimenti adottati nel corso del mese di marzo del 2020. Questa quota era circa il 30 per cento secondo le stime riportate nel *Bollettino economico* di aprile del 2020; in termini settoriali vi contribuivano principalmente il comparto industriale (incluse le costruzioni), in cui circa la metà del valore aggiunto era riferibile ad attività sospese, e quello dei servizi, dove quasi un quarto del valore aggiunto era prodotto da attività sospese. Stime analoghe sono state riportate in quel periodo dall'Istat. Per i restanti regimi sono state utilizzate ipotesi formulate in maniera simile, tenendo conto della minore estensione dei provvedimenti di sospensione dell'attività. Per il settore dei trasporti, la cui attività non è mai stata formalmente sospesa, si sono ipotizzate perdite dovute alla minore domanda di servizi di trasporto riconducibile alle restrizioni alla mobilità. Per il comparto dei servizi di alloggio e ristorazione le perdite teoriche attribuibili ai provvedimenti di chiusura sono amplificate dagli effetti delle restrizioni alla mobilità.

di fiducia delle imprese è stata senza precedenti in prospettiva storica; quelli relativi alle famiglie sono diminuiti sensibilmente (figura, pannello b)³. Le regolarità incorporate nel modello trimestrale possono aiutare a valutare in che misura queste dinamiche abbiano contribuito alla revisione delle decisioni di consumo e investimento.

Le politiche economiche. – Gli effetti delle misure di sostegno e dell’espansione di bilancio adottate nel corso della crisi⁴ sono valutate sulla base di moltiplicatori tradizionali; gli effetti della politica monetaria espansiva tengono conto del contributo dovuto alla differenza fra gli andamenti dei tassi di interesse a breve e a lungo termine rispetto a quelli impliciti nelle aspettative dei mercati appena prima della crisi pandemica⁵.

La tavola sintetizza il contributo stimato dei vari fattori alla crescita nel 2020. La caduta del PIL rispetto allo scenario controfattuale è stata ampia, superiore a 9 punti percentuali. La contrazione dell’attività economica attribuibile ai fattori recessivi è di oltre 11 punti, in parte compensati dalle misure espansive.

Tavola

Contributi all’andamento del PIL nel 2020 (1)	
(A) Scenario controfattuale di “assenza di crisi pandemica” (2)	0,5
(B) Effetti dei fattori recessivi	-11,5
Contesto internazionale	-1,4
Flussi turistici	-1,5
Misure di contenimento	-6,5
Incertezza e fiducia	-2,1
(C) Effetti delle politiche di bilancio e monetaria	2,1
Impatto complessivo della pandemia (B+C)	-9,4
Andamento osservato del PIL (A+B+C)	-8,9

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all’arrotondamento. – (2) Proiezioni pubblicate in *Bollettino economico*, 1, 2020.

Al contesto internazionale sono riconducibili ripercussioni rilevanti: le conseguenze della crisi pandemica sugli scambi globali si sono riflesse in una forte caduta delle esportazioni, che ha compresso il PIL per 1,4 punti percentuali, escludendo l’effetto del calo del turismo.

L’impatto macroeconomico del sostanziale arresto dei flussi turistici internazionali, valutabile in 1,5 punti percentuali, è stato determinato sia dal contesto

³ Il ridimensionamento dei consumi dovuto ai timori di contagio non viene esplicitamente quantificato. È tuttavia verosimile che, seppure non espressamente misurati nell’indagine dell’Istat, tali timori si siano riflessi nelle opinioni delle famiglie e che i loro effetti possano essere ricompresi almeno in parte tra quelli riconducibili a questo canale.

⁴ Nel complesso gli interventi hanno comportato aumenti di spesa e riduzione di entrate per circa 6,5 punti percentuali del prodotto nel 2020.

⁵ In particolare i tassi sui BTP a scadenza decennale sono ora inferiori di circa 80 punti base rispetto a quanto atteso prima dell’emergenza sanitaria.

internazionale, sia dalle restrizioni (cfr. il riquadro: *Il turismo internazionale in Italia durante la pandemia* del capitolo 10).

In questo scenario l'effetto diretto delle misure di contenimento dei contagi, che si è manifestato principalmente attraverso una contrazione dei consumi delle famiglie, è valutabile in oltre 6 punti percentuali. Va considerato tuttavia che i diversi canali qui analizzati non sono indipendenti: i provvedimenti restrittivi hanno permesso di evitare una ben più grave esplosione dell'epidemia⁶ che, se non contrastata, si sarebbe potuta tradurre in una riduzione della fiducia e dei consumi ancora più significativa, come risulta anche dal legame tra i comportamenti di spesa e l'evoluzione dei contagi documentato dalle interviste alle famiglie nelle indagini della Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2021).

Al deterioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese e alla maggiore incertezza è attribuibile una flessione degli investimenti e un aumento del risparmio precauzionale delle famiglie, con ricadute sul PIL valutabili in oltre 2 punti percentuali.

L'azione delle politiche economiche ha contribuito a mitigare l'impatto della crisi: nell'esercizio l'espansione monetaria e le misure di bilancio sostengono il prodotto per più di 2 punti percentuali. Va tuttavia sottolineato che il ruolo delle politiche economiche è stato verosimilmente assai più rilevante di quanto risulti dal confronto tra i due scenari qui considerati, che non è in grado di cogliere il contributo delle misure di sostegno nell'evitare effetti non lineari più avversi di quelli che si sono effettivamente realizzati. Gli interventi a sostegno della liquidità e a garanzia dei prestiti hanno avuto un ruolo essenziale nello scongiurare il materializzarsi di ben più gravi conseguenze finanziarie ed economiche; l'intonazione eccezionalmente espansiva della politica monetaria è stata determinante nell'evitare un forte irrigidimento dell'offerta di credito, una crisi di liquidità e un aumento delle insolvenze delle imprese.

Proiezioni dettagliate e aggiornate relative alle dinamiche nell'anno in corso saranno contenute nel quadro previsivo sull'Italia che la Banca d'Italia sta predisponendo nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema e che verrà pubblicato il prossimo 11 giugno. Sulla base delle informazioni più recenti, secondo gli organismi internazionali il PIL italiano si espanderà quest'anno a ritmi superiori al 4 per cento, con una ripresa significativa nella seconda parte dell'anno. Un aggiornamento meccanico delle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio indica che andamenti in linea con queste valutazioni sono plausibili, ancorché soggetti a rischi rilevanti legati all'evoluzione della pandemia e all'efficacia delle misure di politica economica (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2021).

La ripresa attualmente prevista dai principali osservatori per il 2021 richiede un sostanziale annullamento degli effetti dei fattori recessivi, che presuppone il successo delle campagne vaccinali anche a fronte della diffusione di nuove varianti del virus: sono

⁶ A. Borin, G. Ilardi e S. Marchetti, *Tracking epidemic outcomes and restrictions with endogenous mitigation strategies*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", di prossima pubblicazione.

necessari in particolare una robusta ripresa del commercio mondiale, una progressiva attenuazione delle misure di contenimento e un miglioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese. Tuttavia per un deciso rafforzamento dell'attività economica è determinante che il contributo delle politiche economiche espansive prosegua anche nell'anno in corso.

Gli andamenti in corso d'anno hanno riflesso l'evoluzione della pandemia e dei timori di contagio. Dopo l'eccezionale caduta dell'attività nei primi due trimestri (rispettivamente del -5,6 e del -12,9 per cento), il recupero nel terzo, a fronte di un generalizzato ottimismo sulle prospettive della pandemia, è stato molto più accentuato e rapido del previsto (con un aumento del 15,8 per cento), soprattutto nell'industria; il prodotto è tornato a diminuire in autunno, anche se in misura più contenuta (-1,8 per cento), con il diffondersi della seconda ondata pandemica. Nel complesso queste dinamiche hanno messo in luce la resilienza dell'economia, ma anche il persistente freno esercitato dai contagi; assicurarne una stabile riduzione è condizione indispensabile per il rilancio dell'attività.

La contrazione del prodotto è stata eterogenea, con un più rapido recupero nell'industria e un andamento nei servizi che si è nuovamente indebolito negli ultimi mesi dell'anno. Essa non ha risparmiato nessuna area geografica, ma è stata più accentuata al Nord, colpito più duramente dalla prima ondata di contagi (cfr. il riquadro: *Gli andamenti territoriali*).

GLI ANDAMENTI TERRITORIALI

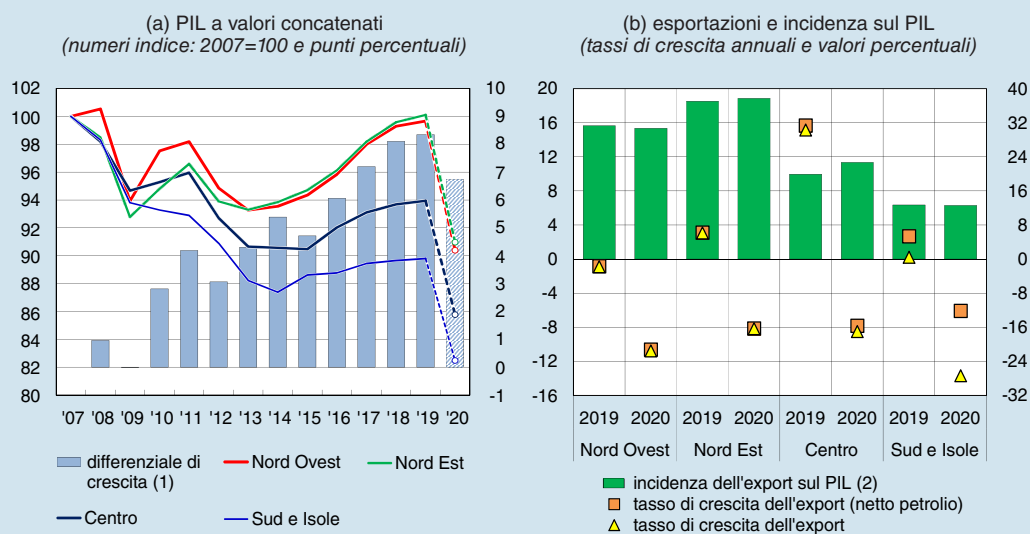
Secondo l'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER) elaborato dalla Banca d'Italia¹, nel 2020 il prodotto sarebbe diminuito nel Nord Ovest e nel Nord Est rispettivamente del 9,3 e del 9,1 per cento, dell'8,7 al Centro e dell'8,2 nel Mezzogiorno (figura, pannello a). La differenza riflette soprattutto la maggiore intensità dei contagi e delle misure restrittive nelle regioni settentrionali nella prima parte dello scorso anno.

Nel 2020, sulla base di nostre elaborazioni, il livello di attività economica sarebbe inferiore di circa l'11 per cento rispetto al 2007 nel Centro Nord e di oltre il 17 nel Mezzogiorno; la differenza tra le due aree risulta meno marcata in termini pro capite. Lo scorso anno il prodotto meridionale pro capite era circa il 55 per cento di quello del Centro Nord (57 nel 2007).

Le esportazioni, valutate a prezzi correnti, sono diminuite in tutte le aree, risentendo soprattutto dell'andamento del commercio internazionale (figura, pannello b). La contrazione è stata particolarmente accentuata nel Nord Ovest, dove ha pesato per lo più il calo delle esportazioni di macchinari e prodotti del made in Italy. Nel Mezzogiorno la flessione delle esportazioni ha riguardato soprattutto i prodotti petroliferi raffinati, la cui produzione è concentrata nelle Isole; escludendo questa componente, le esportazioni del Mezzogiorno sono diminuite meno che nelle altre macroaree.

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

PIL ed esportazioni



Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel 2020 la diminuzione dell'occupazione è stata simile tra le diverse aree, dell'1,9 per cento nel Centro Nord e del 2,0 nel Mezzogiorno. In entrambe le aree la riduzione ha riguardato sia i lavoratori dipendenti sia quelli indipendenti, con una maggiore diminuzione del numero dei primi nel Mezzogiorno e dei secondi nel Centro Nord. Il calo dell'occupazione si è concentrato nella classe di età compresa tra i 15 e i 34 anni, caratterizzata da un maggiore ricorso al tempo determinato, soprattutto nel Mezzogiorno. Nonostante la caduta dell'occupazione, il tasso di disoccupazione è sceso (di 0,4 e di 1,7 punti percentuali, rispettivamente nel Centro Nord e nel Mezzogiorno), riflettendo una riduzione della partecipazione al mercato del lavoro, più intensa tra i giovani, nel Mezzogiorno e tra i lavoratori del settore turistico, più propensi ad abbandonare il mercato del lavoro se perdono l'occupazione (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Nel Mezzogiorno il tasso di disoccupazione rimane più che doppio rispetto al resto del Paese.

In base alle stime di Prometeia, nel 2020 la spesa per consumi delle famiglie è diminuita dell'11,8 per cento nel Centro Nord e dell'11,4 nel Mezzogiorno. L'emergenza sanitaria ha modificato anche i comportamenti di consumo delle famiglie, in misura dipendente dall'intensità dei contagi e dai provvedimenti di contenimento nelle diverse aree. La terza rilevazione dell'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane* (ISF), condotta alla fine di novembre dello scorso anno², indica che

² C. Rondinelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della terza edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 30 marzo 2021.

la frequenza delle spese per servizi di cura della persona, abbigliamento, alberghi, bar e ristoranti è diminuita maggiormente nelle regioni più esposte all'emergenza sanitaria³. In queste ultime è inoltre più elevata la quota di famiglie che prevedono di ridurre la spesa per alimentari, abbigliamento e calzature, beni e servizi per la casa anche nella prima parte del 2021.

Secondo l'ITER nei primi tre mesi del 2021 l'attività economica sarebbe rimasta debole in tutte le aree del Paese. Il calo congiunturale dell'indicatore risulterebbe molto contenuto nel complesso del Centro Nord, a fronte di una flessione lievemente più elevata per il Mezzogiorno.

³ Si tratta delle regioni che all'inizio della terza rilevazione erano in zona rossa (Calabria, Campania, Lombardia, Piemonte, Toscana, Valle d'Aosta e Provincia autonoma di Bolzano) o arancione (Abruzzo, Basilicata, Emilia-Romagna, Friuli Venezia Giulia, Liguria, Marche, Puglia, Sicilia e Umbria); le altre regioni e la Provincia autonoma di Trento erano in zona gialla (DPCM del 3 novembre 2020 e ordinanze successive).

I consumi (scesi del 10,7 per cento; cfr. tav. 4.1) hanno risentito dei provvedimenti di restrizione all'attività economica: più stringenti in primavera, quando le attività "non essenziali" sospese rappresentavano attorno al 28 per cento del valore aggiunto, più mirati durante la seconda ondata in autunno, quando la quota è scesa a solo il 4 per cento circa (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2021). A ridurre la spesa, soprattutto per alcune categorie di servizi, hanno però contribuito anche la paura del contagio, la caduta del reddito e, per le famiglie meno colpite economicamente, la forte incertezza che ha causato l'aumento del risparmio a fini precauzionali. Le imprese hanno interrotto i piani di accumulazione, determinando una flessione degli investimenti fissi lordi del 9,1 per cento, soprattutto nella componente dei beni strumentali.

L'effetto della pandemia sulle esportazioni è stato forte, ma temporaneo: dopo un brusco calo nel primo semestre, hanno ripreso slancio, tornando nei mesi finali dell'anno sui livelli precedenti la diffusione del contagio; a differenza di altri episodi di recessione globale, la quota dell'Italia sul commercio mondiale di beni è rimasta pressoché invariata. La forte riduzione delle entrate turistiche si è accompagnata a un miglioramento della bilancia energetica, generando un'espansione dell'avanzo delle partite correnti.

La politica di bilancio ha reagito con decisione alla pandemia, con interventi espansivi in larga parte temporanei: l'indebitamento netto è cresciuto al 9,5 per cento del PIL, dall'1,6 del 2019. I trasferimenti e le erogazioni di prestazioni sociali hanno permesso di sostenere il reddito disponibile delle famiglie, caduto molto meno del PIL (-2,6 per cento).

Le conseguenze della pandemia si sono tradotte in ampie modifiche dei flussi di risparmio e di investimento tra i settori dell'economia. L'incidenza del risparmio sul reddito nazionale lordo disponibile è rimasta invariata al 21,2 per cento; alla riduzione di 6 punti percentuali del saldo corrente delle Amministrazioni pubbliche, divenuto fortemente negativo in seguito alle ampie misure di sostegno all'economia (tav. 4.2), ha corrisposto l'aumento del risparmio privato, dovuto a un accumulo di liquidità precauzionale da parte delle imprese non finanziarie, ma soprattutto alla contrazione

dei consumi anche di quelle famiglie che non hanno subito un calo del proprio reddito disponibile. Il cospicuo e necessario intervento redistributivo pubblico si è quindi accompagnato a un'accumulazione di ricchezza privata, che è tuttavia risultata assai diseguale (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).

Tavola 4.2

Risparmio e investimenti lordi in Italia (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)								
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	2016	2017	2018	2019	2020
(A) Risparmio delle Amministrazioni pubbliche (1)	-6,6	-3,3	0,7	0,5	1,0	0,9	1,7	-4,3
(B) Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,5	19,8	19,6	20,1	19,6	25,5
di cui: famiglie consumatrici (2)	20,0	14,0	7,8	5,5	5,2	5,2	5,3	10,7
Risparmio nazionale lordo (C=A+B)	22,3	21,3	20,2	20,3	20,7	21,0	21,2	21,2
(D) Investimenti lordi	23,2	20,5	21,4	17,7	18,1	18,5	18,0	17,5
<i>per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo (E=C-D)	-0,9	0,9	-1,3	2,6	2,5	2,5	3,2	3,7
Fonte: elaborazioni su dati Istat.								
(1) Saldo di bilancio di parte corrente del conto delle Amministrazioni pubbliche; si differenzia dall'indebitamento netto poiché non considera né le entrate in conto capitale, né gli investimenti e le altre spese in conto capitale. – (2) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.								

Le conseguenze sul mercato del lavoro sono state pesanti, ma il ricorso agli ammortizzatori sociali esistenti e a quelli straordinari introdotti durante la crisi ha contribuito ad attenuarle in misura sostanziale. Alla forte caduta delle ore lavorate (-11,0 per cento) ha corrisposto una riduzione molto più moderata dell'occupazione (-2,1 per cento). La perdita occupazionale è stata concentrata tra i lavoratori autonomi e tra quelli con contratto a termine, specie nei servizi, penalizzando in particolare giovani e donne.

L'andamento dei prezzi ha riflesso soprattutto la debolezza della domanda, globale e domestica. Alla flessione dell'inflazione al consumo (scesa a -0,1 per cento) hanno contribuito sia il deciso calo dei prezzi dell'energia, sia le ripercussioni sui prezzi interni della recessione e della stagnazione dei salari indotte dall'emergenza sanitaria.

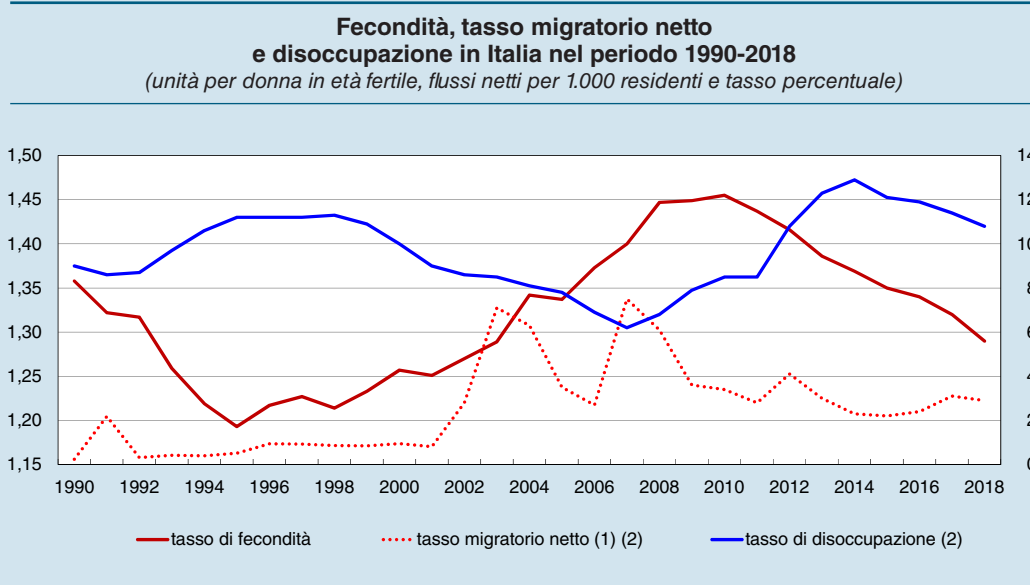
La crisi pandemica ha avuto effetti sulla struttura dell'economia, dei quali non è però ancora possibile valutare appieno la persistenza. La nascita di nuove imprese ha subito una forte contrazione, concentrata nella fase più acuta dell'epidemia; anche l'uscita di imprese dal mercato è diminuita, in parte grazie alla moratoria sulle istanze di fallimento in vigore da marzo a giugno del 2020 e ai numerosi interventi di sostegno tuttora in atto. Le conseguenze dell'emergenza sanitaria potrebbero ripercuotersi anche sulle tendenze demografiche della popolazione nei prossimi decenni, influenzando sia la natalità, sia i flussi migratori (cfr. il riquadro: *I possibili effetti demografici a lungo termine della pandemia*). Il mutato scenario economico ha tuttavia impresso un'accelerazione all'utilizzo del lavoro agile da parte delle aziende italiane e all'adozione di nuove tecnologie digitali, che potrebbero aumentare il potenziale di crescita dell'economia.

I POSSIBILI EFFETTI DEMOGRAFICI A LUNGO TERMINE DELLA PANDEMIA

Nel confronto storico con altre pandemie, l'impatto demografico della diffusione del Covid-19 appare al momento contenuto. In Italia il numero di morti per abitante a seguito della cosiddetta influenza spagnola del 1918-19 fu circa otto volte quello ufficialmente attribuito finora al coronavirus. Mentre un secolo fa la letalità fu particolarmente elevata tra le coorti al di sotto dei 40 anni, nella crisi attuale i decessi sono concentrati nella popolazione di età superiore ai 64 anni. Il drammatico numero di perdite umane nel 2020 ha quindi alterato in misura limitata la dimensione della popolazione in età attiva e la composizione per classi di età¹.

Il deterioramento delle condizioni economiche e l'aumento dell'incertezza sulle prospettive future potrebbero tuttavia tradursi in una riduzione del numero delle nascite. In Italia, come nelle altre economie avanzate, si è osservata negli ultimi decenni una relazione negativa tra il tasso di fecondità, che misura il numero medio di figli per donna in età fertile, e il tasso di disoccupazione (figura A); in particolare dalla recessione del 2008 si è interrotta la parziale ripresa della natalità in atto dalla metà degli anni novanta. Nel 2019 il tasso di fecondità era pari a 1,3, un valore molto al di sotto della soglia che assicura il rimpiazzo numerico tra generazioni (2,1). In seguito alla pandemia, tra dicembre del 2020 e gennaio del 2021, le nascite su base mensile sono state più basse rispettivamente del 10,3 e del 16,7 per cento sul periodo corrispondente.

Figura A



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Saldo tra immigrati ed emigrati in Italia in rapporto a 1.000 residenti. – (2) Scala di destra.

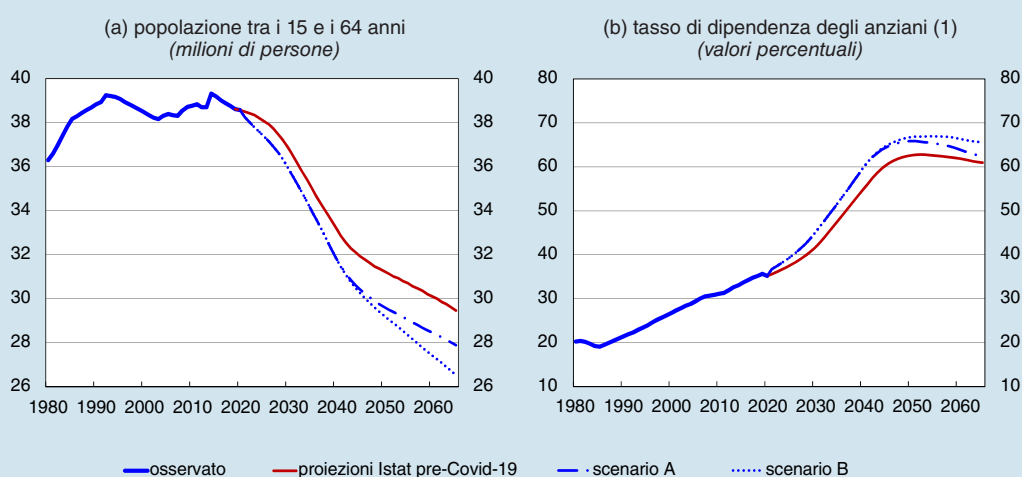
¹ L'analisi qui presentata è basata su dati di fonte Istat; cfr. inoltre Istituto superiore di sanità, *Epidemia Covid-19. Aggiornamento nazionale 28 aprile 2021 ore 12:00*, 30 aprile 2021, e E. Tognotti, *La "Spagnola" in Italia. Storia dell'influenza che fece temere la fine del mondo (1918-19)*, Milano, Franco Angeli, 2^a ed., 2015.

Il peggioramento delle prospettive economiche potrebbe inoltre indurre una flessione del tasso migratorio netto che, nello scorso ventennio, ha attenuato la tendenza alla riduzione della popolazione in età attiva derivante da una bassa natalità².

Uno studio valuta possibili ipotesi di evoluzione della struttura demografica per effetto della crisi da Covid-19³. Sono stati stimati gli andamenti della natalità e del tasso migratorio netto in risposta all'aumento previsto del tasso di disoccupazione tra il 2021 e il 2023⁴. A partire dal 2024, a fronte dell'incertezza delle dinamiche economiche e sociali a lungo termine, l'evoluzione demografica è stata studiata con analisi di scenario: in un primo scenario (A) si è ipotizzata una graduale convergenza (entro il 2030) del tasso di natalità alle previsioni formulate dall'Istat prima della pandemia; in uno alternativo (B), meno favorevole, si è ipotizzato il ritorno della natalità al tasso medio degli ultimi 40 anni⁵. Sulla base di questi due scenari si è delineata l'evoluzione attesa nei prossimi decenni della popolazione in età attiva, tra i 15 e i 64 anni, e del tasso di dipendenza della popolazione anziana (figura B).

Figura B

Popolazione in età lavorativa (15-64 anni) e tasso di dipendenza degli anziani



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Rapporto tra popolazione con almeno 65 anni e popolazione in età lavorativa.

² F. Barbiellini Amidei, M. Gomellini e P. Piselli, *Il contributo della demografia alla crescita economica: duecento anni di "storia" italiana*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 431, 2018.

³ G. Caracciolo, S. Lo Bello e D. Pellegrino, *Alcune valutazioni sul probabile impatto demografico della crisi Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁴ Il tasso di disoccupazione atteso, ricavato sommando alle previsioni del quadro macroeconomico del *Bollettino economico*, 1, 2021, il ricorso alla CIG e gli scoraggiati, raggiungerebbe un valore massimo del 13,1 per cento nel 2021, oltre 3 punti percentuali in più rispetto al 2019.

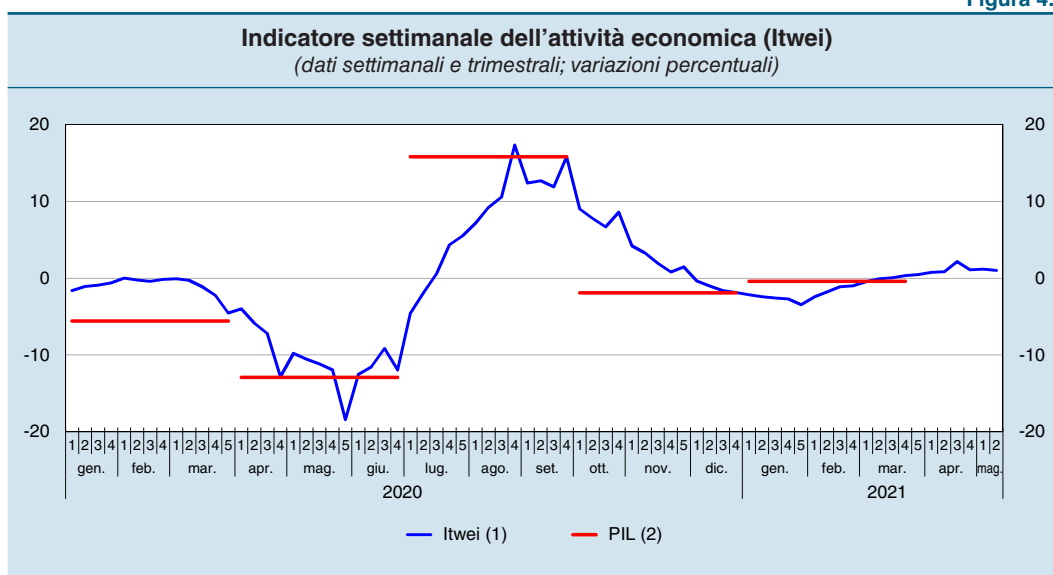
⁵ Le previsioni dell'Istat pre-pandemia delineavano un incremento progressivo della natalità nei prossimi decenni fino a raggiungere i 53 nati l'anno per 1.000 donne in età fertile nel 2065 (rispetto ai 40 nati del 2019). In entrambi gli scenari si ipotizza che il saldo migratorio netto converga alle previsioni Istat entro il 2035.

I risultati suggeriscono che nel 2065 la popolazione tra i 15 e i 64 anni segnerebbe una riduzione, rispetto allo scenario Istat pre-pandemia, di entità compresa tra 1,6 e 2,9 milioni. La riduzione delle migrazioni nette associata all'epidemia contribuirebbe per circa la metà al maggior calo e avrebbe conseguenze immediate sulla dimensione della popolazione attiva. L'effetto della minore natalità si manifesterebbe invece a partire dal 2035.

Le politiche economiche e sociali pubbliche potranno modificare l'andamento demografico tratteggiato da questi due scenari. Da un lato, un'efficace azione di sostegno alla crescita, in cui rientra una rapida attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza*, potrà diminuire il tasso di disoccupazione, migliorare le condizioni economiche delle famiglie, ridurre l'incertezza. Dall'altro, sia le misure di sostegno alla natalità, sia le politiche per una gestione ordinata dei flussi migratori e per l'integrazione degli immigrati potrebbero avere un effetto diretto sui parametri sottostanti gli scenari demografici.

I primi mesi del 2021. – Le nuove ondate di contagi hanno mantenuto debole l'attività anche nel primo trimestre del 2021; il prodotto è diminuito dello 0,4 per cento, con una crescita nell'industria e una riduzione nel terziario. Le informazioni ad alta frequenza, riassunte nell'indicatore settimanale del PIL elaborato dalla Banca d'Italia, danno segnali di recupero (fig. 4.1); il diffondersi delle vaccinazioni e il marcato miglioramento del quadro economico globale hanno rafforzato le aspettative di una ripresa robusta nella seconda metà dell'anno. Le prospettive restano comunque soggette a rischi: dipenderanno dal successo della campagna vaccinale nel contenere l'epidemia, dal mantenimento delle politiche espansive e dall'avvio del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

Figura 4.1



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) L'indicatore settimanale dell'attività economica (*Italian weekly economic index*, Itwei) riporta la variazione della media delle ultime 13 settimane (corrispondenti a circa un trimestre) rispetto alla media delle 13 settimane precedenti; per ulteriori dettagli, cfr. D. Delle Monache, S. Emiliozzi e A. Nobili, *Tracking economic growth during the Covid-19: a weekly indicator for Italy*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021. – (2) Dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente.

La politica di bilancio si conferma espansiva anche nell'anno in corso, per fare fronte all'emergenza sanitaria e prorogare le misure di sostegno al sistema produttivo. I progressi nella campagna vaccinale e la graduale riduzione dell'incertezza potranno favorire una maggiore selettività degli interventi, pur continuando a supportare i settori e i lavoratori ancora in difficoltà.

Nei programmi del Governo nel 2021 il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche sarà pari all'11,8 per cento del prodotto; il rapporto fra il debito e il PIL toccherà il 159,8 per cento e si ridurrà a partire dal 2022, grazie a una robusta espansione del prodotto. La velocità di convergenza verso i livelli pre-crisi dipenderà anche dalla capacità di tradurre le riforme e gli investimenti definiti nell'ambito del PNRR in effettivi guadagni di produttività e di crescita.

Il Piano prevede un'ampia varietà di interventi, che perseguono una complessiva strategia di ammodernamento del Paese. In particolare fornisce un forte stimolo alla transizione digitale ed ecologica delle imprese e delle Amministrazioni pubbliche e delinea un articolato programma di riforme per risolvere alcune debolezze strutturali dell'Italia. La parità di genere, il sostegno alle generazioni più giovani e il riequilibrio dei divari territoriali sono tre priorità trasversali a tutti gli interventi proposti. In prospettiva il pieno conseguimento degli obiettivi del PNRR dovrebbe offrire un impulso duraturo alla dinamica dell'innovazione e del prodotto (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza*).

IL PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA

Il programma *Next Generation EU* (NGEU) è la principale risposta dell'Unione europea alla crisi pandemica (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Prevede interventi fino a 750 miliardi¹ (di cui 360 in prestiti e 390 in trasferimenti) e si articola in diversi strumenti, ma quello con cui è gestita la maggior parte delle risorse è il Dispositivo per la ripresa e la resilienza, che veicola 672,5 miliardi. Per richiedere le risorse del Dispositivo gli Stati membri devono predisporre piani nazionali di ripresa e resilienza, che definiscano un insieme coerente di riforme e di investimenti da realizzare tra il 2021 e il 2026².

L'Italia ha recentemente presentato il proprio *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) alla Commissione europea. A valere sul Dispositivo sono previsti interventi per 191,5 miliardi (tavola), cui si aggiungono quelli finanziati da React-EU (un altro

¹ Il valore è a prezzi 2018. A valori correnti la Commissione europea stima di raccogliere sul mercato circa 800 miliardi tra il 2021 e il 2026.

² Alla metà di maggio, 18 paesi (tra i quali Francia, Germania e Spagna, oltre all'Italia) hanno presentato i propri piani alla Commissione europea, che li valuterà entro due mesi dalla loro presentazione ufficiale. Solo 6 piani prevedono interventi finanziati attraverso il ricorso ai prestiti (per quasi il 40 per cento delle risorse complessivamente disponibili). Secondo il regolamento del Dispositivo, approvato dal Consiglio lo scorso 11 febbraio, i prestiti possono essere richiesti anche successivamente alla presentazione del piano nazionale (comunque entro il 31 agosto 2023).

Quadro finanziario del Piano nazionale di ripresa e resilienza (1)
(miliardi di euro)

	Dispositivo di ripresa e resilienza			React-EU	Totale NGEU (1)	Fondo nazionale complementare	Totale
	trasferimenti	prestiti	totale				
Risorse	68,9	122,6	191,5	13,5	205,0	30,6	235,6
Impieghi			191,5	13,5	205,0	30,6	235,6
Nuovi progetti (2)			122,4	13,0		30,6	166,0
Progetti in essere			69,1				69,1
Assistenza tecnica				0,5			0,5

(1) Il Governo, "in via prudenziale", non include le risorse relative ai programmi minori di NGEU (stimati complessivamente pari a 2 miliardi nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*). – (2) I nuovi progetti finanziati attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza corrispondono alle risorse a titolo di trasferimenti (68,9 miliardi) e a una quota dei prestiti (53,5 miliardi).

programma comunitario nell'ambito di NGEU) e da risorse nazionali³. Nel complesso gli interventi del PNRR ammontano a 235,6 miliardi; di questi, nelle valutazioni del Governo, sono destinati a progetti nuovi circa 166 miliardi, quasi la metà relativi a trasferimenti europei⁴; il resto finanzia interventi già in programma.

Il PNRR individua quattro riforme di carattere generale, volte rispettivamente ad aumentare l'efficienza della Amministrazione pubblica, accelerare i tempi della giustizia, semplificare e razionalizzare il contesto legislativo e favorire la concorrenza; parallelamente, sono previsti numerosi interventi di riforma settoriali finalizzati anche a rendere più rapida l'esecuzione dei progetti. Concorrono alla realizzazione degli obiettivi generali del Piano, sebbene non ne costituiscano parte integrante, la riforma del sistema fiscale e quella degli ammortizzatori sociali.

Il PNRR si articola lungo tre assi strategici (digitalizzazione e innovazione, transizione ecologica e inclusione sociale) e prevede tre priorità trasversali (parità di genere, giovani e superamento dei divari territoriali). Al primo e al secondo asse sono assegnati rispettivamente il 27 e il 40 per cento delle risorse erogate attraverso il Dispositivo, percentuali superiori a quelle minime stabilite dal regolamento europeo dello strumento (il 20 e il 37 per cento). Il Governo destina al Mezzogiorno non meno del 40 per cento delle risorse di cui è possibile una ripartizione territoriale (circa 82 miliardi su 206).

³ I trasferimenti legati a React-EU a beneficio dell'Italia ammontano a 13,5 miliardi. Le risorse nazionali sono state stanziare nel Fondo nazionale complementare istituito dal DL 59/2021, utilizzando parte dello scostamento di bilancio richiesto al Parlamento lo scorso 15 aprile. Secondo la relazione tecnica del decreto le risorse del Fondo (complessivamente 30,6 miliardi) che verranno effettivamente spese tra il 2021 e il 2026 ammonterebbero a circa 21 miliardi.

⁴ Per la quantificazione dell'impatto economico del PNRR il Governo considera anche l'anticipazione di parte della dotazione del Fondo per lo sviluppo e la coesione 2021-27, portando le risorse destinate a interventi aggiuntivi a quasi 183 miliardi.

Gli interventi previsti nel PNRR si articolano in sei missioni: (a) digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo (cui sono destinati 49,9 miliardi); (b) rivoluzione verde e transizione ecologica (69,9 miliardi); (c) infrastrutture per una mobilità sostenibile (31,5 miliardi); (d) istruzione e ricerca (33,8 miliardi); (e) inclusione e coesione (29,8 miliardi); (f) salute (20,2 miliardi).

L'attuazione del PNRR verrà coordinata e monitorata dal Ministero dell'Economia e delle finanze; l'esecuzione dei singoli progetti sarà invece responsabilità delle Amministrazioni (centrali o locali) interessate.

Valutazioni basate sul modello econometrico della Banca d'Italia indicano che gli effetti di domanda degli interventi aggiuntivi del Piano potrebbero innalzare il livello del PIL dell'Italia fino a poco meno del 2,5 per cento nel 2024⁵. Il moltiplicatore medio associato a queste simulazioni, lievemente superiore all'unità, è coerente con interventi fortemente concentrati in aumenti degli investimenti pubblici; presuppone tuttavia che questi vengano attuati tempestivamente e che siano efficaci.

Un effetto maggiore potrebbe essere ottenuto se gli investimenti accrescessero la redditività del capitale privato, incentivandone l'accumulazione e determinando valori più elevati del moltiplicatore. Sulla base di un modello che permette di considerare anche gli effetti di offerta dovuti alla complementarità tra i maggiori investimenti pubblici e il capitale privato, l'impatto sul prodotto potrebbe ampliarsi a circa il 3,5 per cento del PIL nel 2026; il conseguimento di questo risultato richiede tuttavia un'elevata efficienza del capitale pubblico⁶.

Effetti sulla crescita di lungo periodo, oltre quelli inclusi in queste stime, sono conseguibili attraverso le riforme prefigurate nel PNRR e attraverso i piani di incentivo alla ricerca e all'innovazione. Applicando la metodologia proposta in un recente lavoro in cui si stimano i risultati di alcuni precedenti interventi di riforma in Italia (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle riforme sulla produttività e sulla crescita: evidenze per l'Italia* del capitolo 12), si può valutare che, su un orizzonte decennale, le misure contenute nel PNRR riguardanti la concorrenza e la giustizia potrebbero determinare un aumento della produttività totale dei fattori (PTF) compreso tra circa l'1 e il 2 per cento, mentre gli incentivi per favorire la ricerca e l'innovazione contenuti nel piano nazionale Transizione 4.0 (finanziati per oltre 13 miliardi con i fondi del Dispositivo)⁷ potrebbero aumentare la PTF tra circa il 2 e il 3 per cento. Ciò potrebbe tradursi in un effetto sul livello del PIL compreso, nei dieci anni, tra circa 3 e 6 punti percentuali.

⁵ Il valore è in linea con le stime contenute nel testo trasmesso alla Commissione europea (cfr. sul sito del Governo italiano: *Piano nazionale di ripresa e resilienza*, 5 maggio 2021).

⁶ Anche in questo caso il risultato è coerente con le stime ufficiali (ipotizzando che l'efficienza degli investimenti pubblici sia "alta"), basate su simulazioni realizzate con un modello dello stesso tipo di quello utilizzato dalla Banca d'Italia.

⁷ Ulteriori risorse sono previste a valere sul Fondo nazionale.

5. LE FAMIGLIE

La riduzione del reddito disponibile causata dall'emergenza sanitaria è stata ampia e assai eterogenea tra le famiglie. La flessione tuttavia è stata nel complesso molto minore di quella del PIL, grazie agli interventi di sostegno, in larga parte introdotti in via straordinaria e temporanea; questi hanno anche contribuito a contrastare l'aumento della disuguaglianza della distribuzione del reddito da lavoro, che altrimenti sarebbe stato significativamente maggiore di quello osservato nell'intero arco delle due precedenti recessioni, tra il 2009 e il 2014. Nonostante la frammentazione dei vari interventi di sostegno, la rete di sicurezza sociale temporaneamente disegnata durante la pandemia ha svolto una funzione redistributiva rilevante; si impone tuttavia per gli anni a venire un esteso ripensamento del suo assetto ordinario ai fini di una maggiore organicità.

La contrazione dei consumi ha riflesso il calo del reddito disponibile, ma anche un incremento molto rilevante della propensione al risparmio. Ad esso hanno contribuito sia la riduzione delle spese da parte delle famiglie, indotta dai timori di contagio e dalle misure restrittive sul commercio adottate per contrastare la diffusione del virus, sia un movente precauzionale di ordine economico in un contesto di forte incertezza sulle prospettive per i redditi e per l'occupazione. Nella media del 2020 la propensione al risparmio si è collocata sui livelli massimi degli ultimi vent'anni. Nelle valutazioni delle famiglie, solo un terzo del risparmio accantonato nel 2020 sarà consumato nell'anno in corso.

Nelle ultime indagini della Banca d'Italia le aspettative delle famiglie sono diventate leggermente più favorevoli. La maggioranza si attende che il reddito non si ridurrà nel complesso del 2021; risultano più pessimisti i nuclei familiari che versavano in difficoltà economiche già prima della pandemia.

Secondo gli indicatori al momento disponibili, i consumi si sono stabilizzati nei primi mesi del 2021 su livelli ancora inferiori a quelli precedenti la pandemia, con un recupero marcato per i beni, mentre la domanda di servizi è ancora debole soprattutto nel comparto alberghiero e della ristorazione.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2020 il reddito disponibile delle famiglie consumatrici, valutato a prezzi correnti, è diminuito del 2,8 per cento (-2,6 in termini reali; tav. 5.1), molto meno del PIL; ha contribuito ad attenuare la flessione il deciso aumento dei trasferimenti (10,8 per cento), che ha sostenuto il reddito in misura valutabile attorno ai 4 punti percentuali (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2021). È stato più accentuato il calo della componente da lavoro dipendente (-6,9 per cento) e di quella da lavoro autonomo (-12,2 per cento).

Tavola 5.1

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1) (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2020	2018	2019	2020
Variazioni percentuali				
Redditi da lavoro dipendente	60,3	3,3	2,0	-6,9
Redditi da lavoro autonomo (2)	22,9	1,5	0,3	-12,2
Redditi netti da proprietà (3)	21,6	-0,4	-1,3	-2,9
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	37,5	1,8	3,6	10,8
<i>di cui:</i> prestazioni sociali nette	–	2,1	3,5	9,6
Contributi sociali netti (-)	23,4	4,1	2,9	-5,4
<i>di cui:</i> a carico del datore di lavoro	–	4,9	2,7	-5,4
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,9	0,6	3,3	-2,2
Reddito lordo disponibile	100,0	1,9	0,9	-2,8
in termini reali (4)	–	0,9	0,4	-2,6
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	0,4	1,6	-1,8
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	0,7	1,1	-2,1
Rapporti percentuali				
Propensione media al risparmio (7)	–	7,5	7,6	15,3
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	5,8	7,0	15,4
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	6,6	7,4	15,5

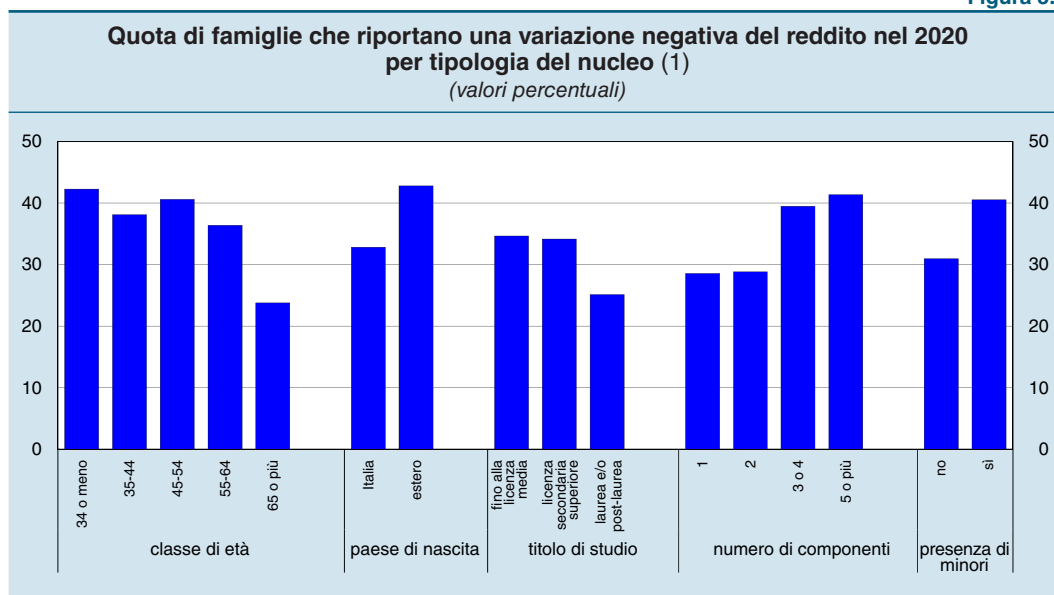
Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat e Banca d'Italia.
(1) I dati si riferiscono al settore delle famiglie consumatrici. – (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (prevalentemente redditi da locazione), rendite nette dei terreni e dei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

Sulla base delle informazioni tratte dall'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane* (ISF)¹ condotta dalla Banca d'Italia nello scorso novembre, circa un terzo delle famiglie nel 2020 ha subito una riduzione del reddito (cfr. il riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2021). La quota è stata più elevata per i nuclei con componenti minorenni e per quelli la cui persona di riferimento abbia almeno una delle seguenti caratteristiche: origine straniera, età non superiore a 64 anni, titolo di istruzione inferiore a quello terziario (fig. 5.1).

Da marzo del 2020 il ricorso agli ammortizzatori sociali è stato intenso (cfr. *Relazione annuale* sul 2019). Gli strumenti di sostegno al reddito dei lavoratori, che sono stati rafforzati ed estesi a categorie precedentemente non coperte (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*), sono stati indispensabili per contenere l'impatto della crisi sulla disuguaglianza della distribuzione dei redditi da lavoro, potenzialmente molto ampio (cfr. il riquadro: *L'impatto della crisi da Covid-19 e delle misure di sostegno al reddito sulla disuguaglianza nella prima metà del 2020*).

¹ Le cinque edizioni dell'indagine sono state condotte rispettivamente tra aprile e maggio del 2020, tra agosto e settembre del 2020, alla fine di novembre del 2020, tra febbraio e marzo del 2021 e ad aprile del 2021; cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine straordinaria sulle famiglie italiane (ISF)* e nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Indagine straordinaria sulle famiglie italiane*.

Figura 5.1



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, ISF, 3ª ed.; cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Indagine straordinaria sulle famiglie italiane*.

(1) Il reddito include eventuali strumenti di sostegno. La classe di età, il paese di nascita e il titolo di studio sono caratteristiche della persona di riferimento del nucleo familiare.

Le misure a favore delle famiglie in condizioni di disagio economico, che erano state rafforzate nel 2019 con l'istituzione del Reddito di cittadinanza (RdC) e della Pensione di cittadinanza (PdC)², sono state temporaneamente ampliate introducendo il Reddito di emergenza (REM), erogato fino a un massimo di otto mensilità nel periodo tra maggio del 2020 e maggio del 2021³. A dicembre del 2020 i nuclei percettori di RdC o PdC erano poco più di 1,2 milioni, oltre 200.000 in più rispetto allo stesso mese dell'anno precedente; l'importo medio mensile erogato nell'anno è stato di circa 530 euro. In base a nostre stime, oltre 400.000 famiglie hanno ricevuto almeno una delle cinque mensilità del REM previste per il 2020, con un importo medio mensile delle prestazioni di circa 550 euro⁴; secondo i dati dell'ISF, la maggior parte dei nuclei beneficiari del REM versava in difficoltà economiche già prima della pandemia.

Nel complesso, nostre stime suggeriscono che tra marzo del 2020 e aprile del 2021 oltre il 40 per cento dei nuclei familiari abbia avuto accesso ad almeno una forma di sostegno al reddito per i lavoratori (trattamenti di integrazione salariale, indennità per disoccupati e per lavoratori autonomi o liberi professionisti, altri bonus) o per le famiglie (RdC, REM, bonus baby-sitter); tra questi, circa un terzo dichiara di avere usufruito di due o più misure.

² Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *Un'analisi degli effetti redistributivi delle recenti misure di contrasto alla povertà* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2018.

³ Il REM è stato istituito dal DL 34/2020 e rinnovato dai DD.LL. 104/2020, 137/2020 e 41/2021. L'accesso a questa misura è subordinato al possesso di determinati requisiti reddituali e patrimoniali. L'importo mensile varia da 400 a 840 euro, in base alla numerosità del nucleo, alla sua composizione e alla presenza di individui in condizioni di disabilità grave o di non autosufficienza.

⁴ P. Venditti e I. Salvati, *L'emergenza sanitaria: il sostegno a lavoratori, famiglie e imprese erogato attraverso la Tesoreria dello Stato*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 25 febbraio 2021.

L'IMPATTO DELLA CRISI DA COVID-19 E DELLE MISURE DI SOSTEGNO AL REDDITO SULLA DISUGUAGLIANZA NELLA PRIMA METÀ DEL 2020

La crisi economica innescata dalla pandemia ha avuto un impatto considerevole sui redditi da lavoro in Italia e sulla loro distribuzione. Utilizzando i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) è possibile valutare l'efficacia nel breve termine degli ammortizzatori sociali in essere prima della pandemia e di quelli straordinari introdotti per far fronte all'emergenza, sia a livello individuale sia tenendo conto della dimensione familiare¹. L'analisi si concentra sulle famiglie per le quali il lavoro genera la quasi totalità del reddito disponibile, rappresentate da quelle in cui la persona di riferimento ha un'età compresa tra i 15 e i 64 anni e non sono presenti pensionati.

Le perdite medie di reddito da lavoro nel primo semestre del 2020 rispetto al quarto trimestre del 2019² sono stimate per tre scenari.

Nel primo (senza ammortizzatori) si simula il calo in completa assenza di strumenti di sostegno al reddito e di forme di tutela dell'occupazione.

Il secondo scenario (con ammortizzatori ordinari) stima le perdite che si sarebbero osservate in presenza dei soli ammortizzatori sociali preesistenti alle misure straordinarie introdotte nel 2020. In particolare si ipotizza: (a) che i lavoratori dei settori coperti dalla Cassa integrazione guadagni (CIG) vi avrebbero avuto accesso in proporzione alla riduzione media delle ore lavorate nel loro comparto di occupazione; (b) che negli altri settori il calo delle ore lavorate si sarebbe riflesso interamente nella perdita dell'occupazione per gli individui con maggiore probabilità di rimanere non occupati³; (c) che le persone rimaste senza lavoro avrebbero percepito un sussidio di disoccupazione, modulato secondo le caratteristiche della nuova assicurazione sociale per l'impiego (NASpI).

Nel terzo scenario (con ammortizzatori ordinari e straordinari Covid-19) si stimano le perdite reddituali considerando, oltre agli ammortizzatori preesistenti, anche tre strumenti introdotti dai decreti "cura Italia" e "rilancio": (a) il divieto di licenziamento e l'estensione della CIG a tutti i dipendenti; (b) il bonus di 100 euro per gli occupati dei settori la cui attività non è stata sospesa e che non hanno potuto avvalersi del lavoro a distanza nei primi mesi di lockdown; (c) il bonus di 600 euro a favore dei lavoratori autonomi erogato nei mesi di marzo e aprile e il

¹ F. Carta e M. De Philippis, *The impact of the Covid-19 shock on labour income inequality: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 606, 2021.

² La misura di reddito da lavoro riferita al quarto trimestre del 2019 è ottenuta seguendo la metodologia sviluppata in F. Carta, *Timely indicators for inequality and poverty using the Italian Labour Force Survey*, "Social Indicators Research", 149, 2019, pp. 41-65, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 503, 2019. In particolare la stima si avvale dell'informazione, disponibile nell'RFL, sulle retribuzioni mensili nette per i lavoratori dipendenti e sulle ore lavorate degli occupati; il dato per gli autonomi è invece ottenuto mediante imputazione.

³ Si ipotizza che perdano la propria occupazione gli individui la cui probabilità stimata di rimanere non occupati è maggiore di una soglia definita a livello settoriale (la soglia prevede che la quota di coloro che perdono il lavoro sia pari al calo percentuale delle ore lavorate, corretto per il numero medio di unità di lavoro equivalente).

contributo a fondo perduto erogato nel mese di maggio⁴. L'analisi si concentra sugli ammortizzatori più strettamente legati al lavoro e non tiene conto delle due misure rivolte principalmente ad alleviare le condizioni di povertà (l'RdC e la PdC, introdotti nel 2019, e il REM, istituito con il decreto "rilancio"), perché i dati utilizzati non forniscono le informazioni utili per verificare se le famiglie avessero i requisiti necessari per accedere a questi strumenti.

I risultati delle simulazioni (figura, pannello a) indicano che nello scenario senza ammortizzatori il calo del reddito da lavoro medio nel primo semestre del 2020 sarebbe stato di circa il 10 per cento rispetto al quarto trimestre del 2019 e avrebbe riguardato soprattutto i lavoratori occupati a tempo determinato e quelli autonomi. Nello scenario che considera i soli ammortizzatori ordinari la perdita per i dipendenti sarebbe stata significativamente minore, principalmente grazie alla disponibilità del sussidio di disoccupazione, mentre sarebbe rimasta invariata quella per gli autonomi, in gran parte non tutelati da questi ammortizzatori. Nel terzo scenario, infine, le misure straordinarie introdotte dai decreti "cura Italia" e "rilancio" hanno ridimensionato notevolmente il calo reddituale, stimato al 4 per cento circa in media; l'effetto dei nuovi strumenti è particolarmente elevato per i lavoratori indipendenti, beneficiari di sussidi ad hoc. Dalla simulazione emerge tuttavia che in tutti gli scenari alcune categorie di occupati, come i lavoratori temporanei con carriere discontinue o i collaboratori, hanno sofferto perdite di reddito accentuate.

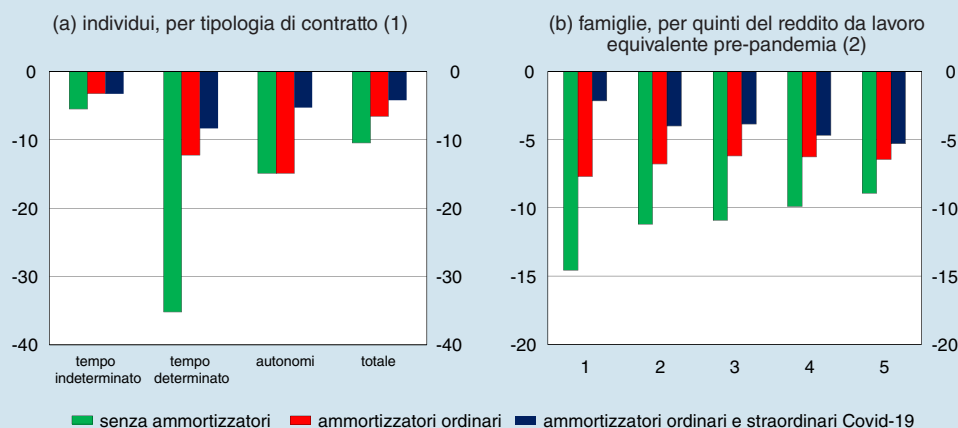
Questi diversi andamenti delle perdite individuali influenzano la distribuzione del reddito da lavoro complessivo tra le famiglie, corretto per tenere conto delle economie di scala nei consumi⁵ (figura, pannello b).

Nello scenario senza ammortizzatori il reddito da lavoro familiare si sarebbe ridotto in modo più marcato per i nuclei che prima della pandemia erano nei quinti più bassi della distribuzione, poiché la crisi ha colpito maggiormente i settori nei quali si concentravano i lavoratori meno pagati. In assenza di ammortizzatori sociali e di forme di tutela dell'occupazione, la disuguaglianza del reddito da lavoro equivalente, misurata dall'indice di Gini, sarebbe salita nel primo semestre del 2020 al 38,8 per cento, dal 34,8 nella media del 2019 (soprattutto perché sarebbe aumentata di quasi 4 punti percentuali la quota di individui in famiglie prive di reddito da lavoro). L'incremento della disuguaglianza sarebbe stato significativamente maggiore di quello osservato, per la stessa definizione di reddito e la stessa popolazione di nuclei, nell'intero arco delle due precedenti recessioni (3,1 punti percentuali tra il 2009 e il 2014).

⁴ Si noti che anche nel terzo scenario le perdite reddituali sono simulate, poiché nei dati a disposizione non è presente l'informazione dettagliata su chi ha percepito i diversi benefici e sull'ammontare ricevuto. In particolare, si ipotizza che tutti gli individui che soddisfano i requisiti per richiedere un determinato ammortizzatore sociale presentino domanda e ricevano il sussidio. Per le indennità per il lavoro autonomo previste dai decreti "cura Italia" e "rilancio", il tasso di adesione invece è stimato intorno al 70 per cento, in linea con le informazioni disponibili; cfr. G. Bovini, D. Checchi, F. Di Nicola, E. Di Porto, P. Naticchioni e E. Viviano, *Prime evidenze sui pagamenti connessi al DL Cura Italia n. 18/2020*, INPS e Banca d'Italia, 27 aprile 2020.

⁵ Questo reddito da lavoro corretto, o "equivalente", rappresenta un indicatore attendibile dello standard di vita, ed è ottenuto dividendo il reddito da lavoro complessivamente percepito da un nucleo familiare per un coefficiente che tiene conto del numero di componenti (si attribuisce valore 1 al capofamiglia, 0,5 ai familiari con almeno 14 anni, 0,3 a quelli con meno di 14 anni).

**Perdite di reddito da lavoro nel primo semestre del 2020
rispetto al quarto trimestre del 2019**
(variazioni percentuali)



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

(1) Il grafico riporta le perdite percentuali medie stimate del reddito da lavoro per gli individui che risultavano occupati nel quarto trimestre del 2019; i lavoratori sono distinti sulla base della tipologia di contratto pre-pandemia (quarto trimestre del 2019). – (2) Il grafico riporta le perdite percentuali medie stimate del reddito da lavoro per le famiglie con almeno una persona occupata nel quarto trimestre del 2019; le famiglie sono distinte per quinti del reddito da lavoro equivalente pre-pandemia (quarto trimestre del 2019).

Secondo le stime, gli ammortizzatori sociali ordinari avrebbero attutito gran parte degli effetti distributivi della pandemia, ma l'impatto della crisi sarebbe rimasto più forte per i nuclei più poveri (l'indice di Gini sarebbe stato pari a 35,7 per cento).

La figura (pannello b) mostra infine che i sussidi straordinari introdotti con i decreti “cura Italia” e “rilancio” hanno completamente compensato questo residuo aumento della disuguaglianza, favorendo in modo preponderante le persone collocate nel primo quinto della distribuzione del reddito da lavoro equivalente nel 2019. Una volta tenuto conto del mutamento delle posizioni relative delle famiglie lungo la distribuzione dei redditi pre- e post-pandemia, nello scenario che considera anche gli ammortizzatori straordinari Covid-19 l'indice di Gini rimane sostanzialmente analogo a quello osservato nel 2019; anche la quota di individui che vivono in nuclei senza reddito rimane nel primo semestre del 2020 su livelli simili a quelli pre-pandemia.

Nel complesso, i risultati confermano la sostanziale efficacia delle misure adottate per sostenere il reddito da lavoro delle famiglie nel breve periodo, ma rendono al tempo stesso evidente la frammentarietà del sistema degli ammortizzatori sociali in essere in Italia. Alcune categorie di occupati sarebbero rimaste in larga parte scoperte da forme di sostegno al reddito da lavoro in assenza di interventi straordinari.

Le informazioni tratte dall'ISF indicano che per quasi un terzo delle famiglie intervistate nella seconda metà di aprile del 2021 il reddito mensile è ancora su livelli significativamente inferiori a quelli precedenti l'avvio della pandemia. Circa un sesto dei nuclei si aspetta per il complesso dell'anno una flessione del reddito; la quota sale al 22 per cento tra quelli che dichiaravano di avere difficoltà economiche già prima dell'emergenza sanitaria.

Nel valutare gli effetti economici e sociali della crisi nel medio e nel lungo termine, occorre prestare particolare attenzione alle condizioni in cui si sono trovati i bambini e i ragazzi. Nel 2020 il numero di minori appartenenti a famiglie nelle quali nessun componente ha un'occupazione è salito a oltre 900.000, quasi 100.000 in più rispetto al 2019⁵. Oltre alle conseguenze negative sulle prospettive per la vita adulta che derivano dal vivere in condizioni di disagio economico da giovani, la pandemia ha avuto un impatto significativo sull'istruzione, accentuando l'importanza del contesto familiare a causa del protratto ricorso alla didattica a distanza⁶. Nostre stime relative alla scuola secondaria di secondo grado, dove la sospensione della didattica in presenza è stata più prolungata, suggeriscono che i genitori più istruiti abbiano aumentato in misura maggiore degli altri il supporto fornito ai figli⁷. Queste disparità potrebbero avere effetti duraturi sull'acquisizione di competenze e sulle opportunità future di bambini e ragazzi, ampliando i divari già esistenti.

I consumi

L'emergenza sanitaria ha causato una forte riduzione dei consumi nel 2020 (-11,7 per cento), riportandoli ai livelli della fine degli anni novanta. La spesa in servizi, più esposti al distanziamento fisico e alla paura del contagio, si è contratta del 16,4 per cento (-40,5 per le sole spese alberghiere e per la ristorazione; tav. 5.2).

Tavola 5.2

Spesa delle famiglie italiane (valori concatenati e variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2020 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2017	2018	2019	2020
Beni	50,1	1,8	1,3	0,0	-6,4
Beni non durevoli	33,6	0,5	0,2	0,1	-2,6
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	16,5	1,0	0,2	0,5	1,9
Beni semidurevoli	8,0	1,8	2,2	-3,0	-17,8
di cui: vestiario e calzature	5,3	1,4	3,2	-3,8	-20,9
Beni durevoli	8,5	7,0	4,7	3,2	-8,7
Servizi	49,9	1,3	0,7	0,8	-16,4
di cui: alberghi e ristoranti	7,0	2,9	0,8	0,7	-40,5
istruzione	0,9	1,0	1,8	0,7	-8,9
Totale spesa interna	100,0	1,5	1,0	0,4	-11,7
Spesa all'estero dei residenti in Italia (1)	..	10,0	4,8	3,6	-63,8
Spesa in Italia dei non residenti (1)	..	6,4	5,3	5,6	-60,3
Totale spesa nazionale	..	1,5	0,9	0,3	-10,7
per memoria:					
deflatore della spesa nazionale	..	1,1	1,0	0,5	-0,2

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2020, rispettivamente, allo 0,8 e all'1,8 per cento della spesa interna totale.

⁵ Questa stima si riferisce ai minori che vivono in famiglie in cui la persona di riferimento ha meno di 65 anni e non vi sono pensionati.

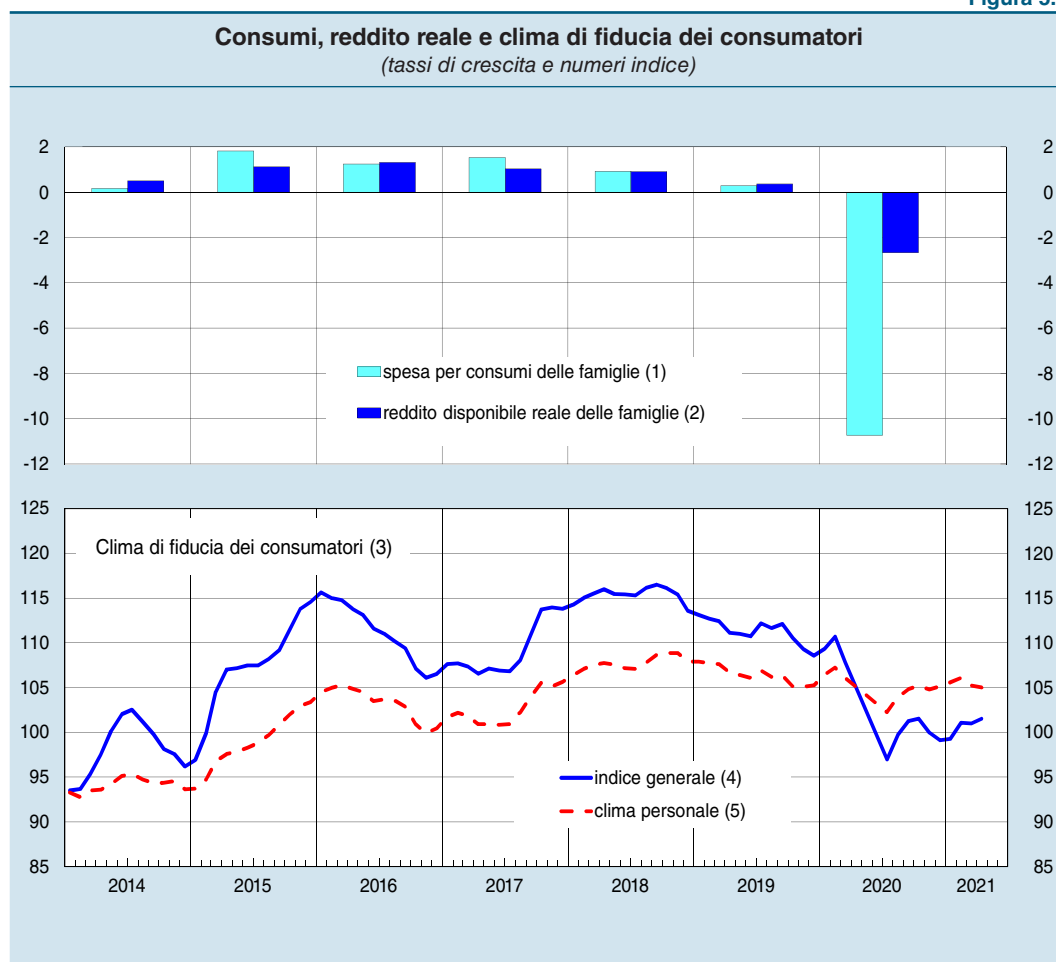
⁶ Secondo i dati Istat, nel biennio 2018-19 circa il 12 per cento dei ragazzi tra i 6 e i 17 anni non aveva un computer o una tablet a casa; nel 2018 oltre quattro minori su dieci vivevano in condizioni di sovraffollamento abitativo.

⁷ G. Bovini e M. De Philippis, *Alcune evidenze sulla modalità di svolgimento della didattica a distanza e sugli effetti per le famiglie italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 21 maggio 2021. Le stime sono tratte dalla quarta edizione dell'ISE. L'informazione sul titolo di studio è relativa alla persona di riferimento della famiglia. Il 37 per cento di chi possiede almeno un diploma di scuola secondaria di secondo grado dichiara che gli adulti del nucleo hanno aumentato l'aiuto fornito ai figli durante i periodi di sospensione della didattica in presenza; la quota scende al 22 per cento per le famiglie la cui persona di riferimento possiede al massimo la licenza media.

Gli acquisti di beni sono diminuiti del 6,4 per cento, con una flessione concentrata fra quelli semidurevoli e durevoli; il calo della componente dei beni non durevoli è risultato invece meno intenso.

L'allentamento nell'estate delle restrizioni all'attività introdotte in marzo ha incoraggiato un parziale recupero della spesa nel secondo semestre dell'anno. Tuttavia i timori sull'evoluzione della situazione economica personale e generale hanno frenato il miglioramento della fiducia delle famiglie, che è risultato assai contenuto (fig. 5.2). La propensione al risparmio, bruscamente aumentata in primavera, si è collocata nella media del 2020 sui livelli più alti degli ultimi vent'anni (15,3 per cento; fig. 5.3); ha riflesso in buona parte sia motivi precauzionali, in linea con le prospettive negative sul reddito, sia l'evoluzione del quadro epidemiologico, che ha limitato e scoraggiato alcune tipologie di acquisti (cfr. il riquadro: *I comportamenti di consumo e di risparmio in tempi di pandemia*).

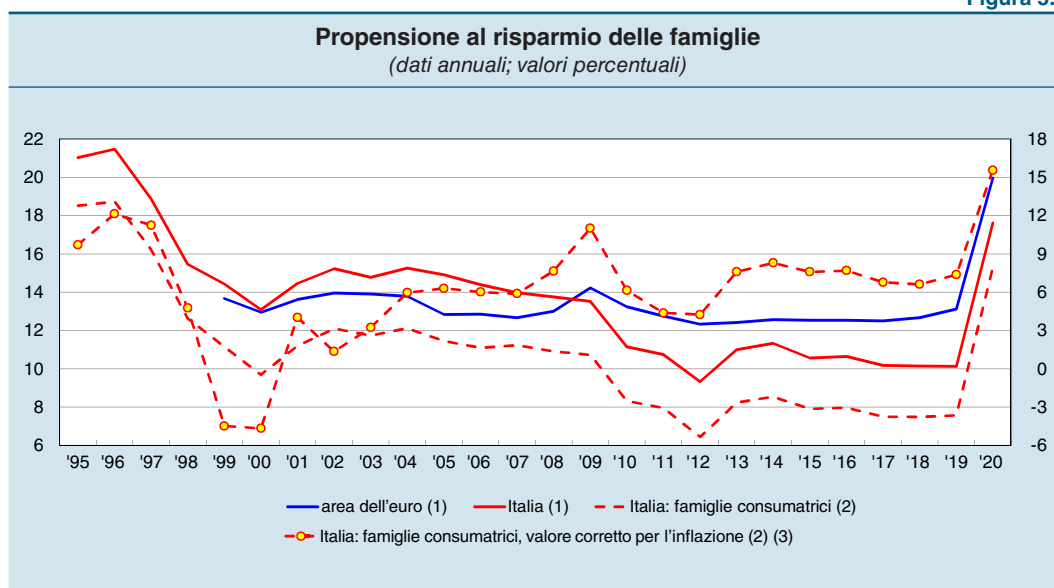
Figura 5.2



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

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

Figura 5.3



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.

(1) Oltre alle famiglie consumatrici, include anche quelle produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita e unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice le voci *Famiglie e Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie*). – (2) Il risparmio è calcolato al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione. – (3) Calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata. Scala di destra.

I COMPORTAMENTI DI CONSUMO E DI RISPARMIO IN TEMPI DI PANDEMIA

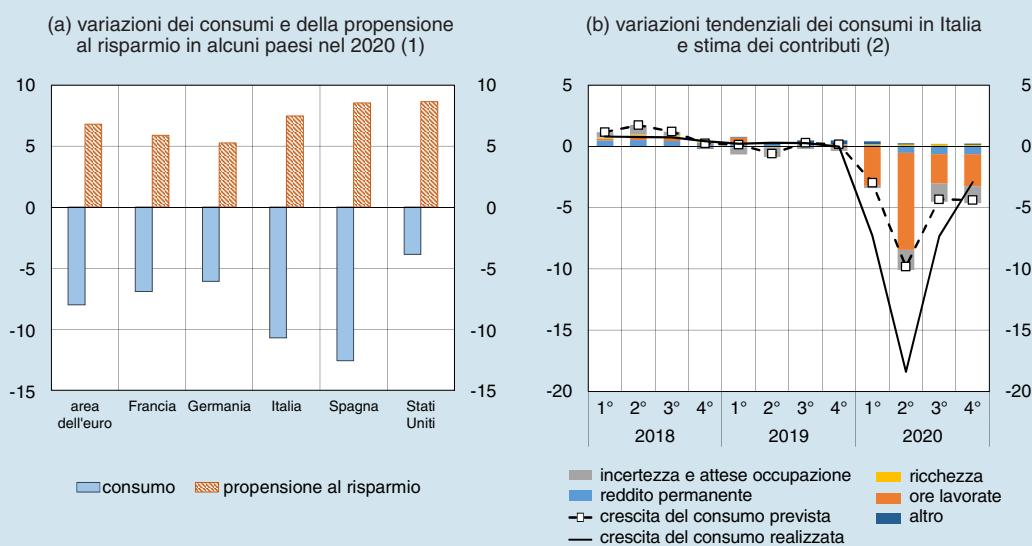
La recessione indotta dalla pandemia di Covid-19 ha causato una contrazione dei consumi e un aumento del tasso di risparmio delle famiglie in tutte le maggiori economie, con dinamiche particolarmente accentuate in Italia (figura A, pannello a).

Un'analisi empirica¹ analizza a livello macroeconomico e microeconomico i comportamenti di consumo e risparmio delle famiglie italiane durante la pandemia. Nel 2020 la caduta dei consumi aggregati è stata assai superiore a quella prevedibile in base all'andamento delle determinanti tradizionali², come il reddito permanente, le ore lavorate, la ricchezza, le condizioni di finanziamento e le attese sul mercato del lavoro (figura A, pannello b); ciò è riconducibile alle misure di contenimento della diffusione del virus e alla paura del contagio, oltre che a una maggiore incertezza sul futuro. Questi fattori sono particolarmente rilevanti in relazione alle spese più direttamente interessate dalle misure restrittive e per le quali il rischio di contagio percepito è maggiore (ristoranti, hotel, bar, attività sportive, ricreative e culturali); gli acquisti di generi alimentari non ne risultano invece influenzati.

¹ E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *Consumption and saving patterns in Italy during Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

² R. De Bonis, D. Liberati, J. Muellbauer e C. Rondinelli, *Consumption and wealth: new evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1304, 2020.

Consumi e propensione al risparmio delle famiglie



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Federal Reserve Economic Data (FRED), Istat, BCE e Banca d'Italia.

(1) Per i consumi la variazione è misurata come la differenza percentuale nei consumi delle famiglie fra il 2020 e il 2019. La propensione al risparmio è la differenza, in punti percentuali, fra la media del tasso di risparmio delle famiglie totali nel 2020 e quella nel 2019. – (2) La variazione dei consumi è valutata rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente; i contributi sono calcolati sulla base di una stima econometrica dei consumi delle famiglie. La differenza tra la linea nera tratteggiata e quella continua indica la componente non spiegata dal modello.

Le stime macroeconomiche celano un'eterogeneità dei comportamenti tra famiglie con condizioni economiche differenti. Utilizzando i dati della terza edizione dell'ISF, condotta dalla Banca d'Italia alla fine di novembre del 2020, è possibile costruire indicatori a livello individuale delle diverse determinanti della spesa: motivi economici legati a reddito e occupazione, incertezza sul futuro, paura del contagio e misure restrittive³. Per l'insieme delle famiglie le ragioni economiche spiegano poco più della metà della probabilità stimata di un calo dei consumi attesi; anche i timori del contagio e l'incertezza sul futuro hanno un ruolo rilevante. Le motivazioni economiche prevalgono per i nuclei con capofamiglia disoccupato o pensionato, mentre gli altri due fattori assumono rilevanza soprattutto per i lavoratori autonomi (figura B, pannello a).

Nella quarta edizione dell'indagine⁴ circa il 40 per cento dei nuclei ha risposto di aver accumulato risparmi nel 2020⁵; tra questi, quasi un terzo ha dichiarato di

³ Da aprile del 2020 la Banca d'Italia svolge ogni tre mesi un'edizione dell'ISF per raccogliere informazioni sull'andamento delle condizioni economiche e delle aspettative delle famiglie italiane. I principali risultati della terza edizione, condotta a fine novembre del 2020, sono descritti nel riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2021, e in C. Rondinelli e F. Zanichelli, *Principali risultati della terza edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 30 marzo 2021.

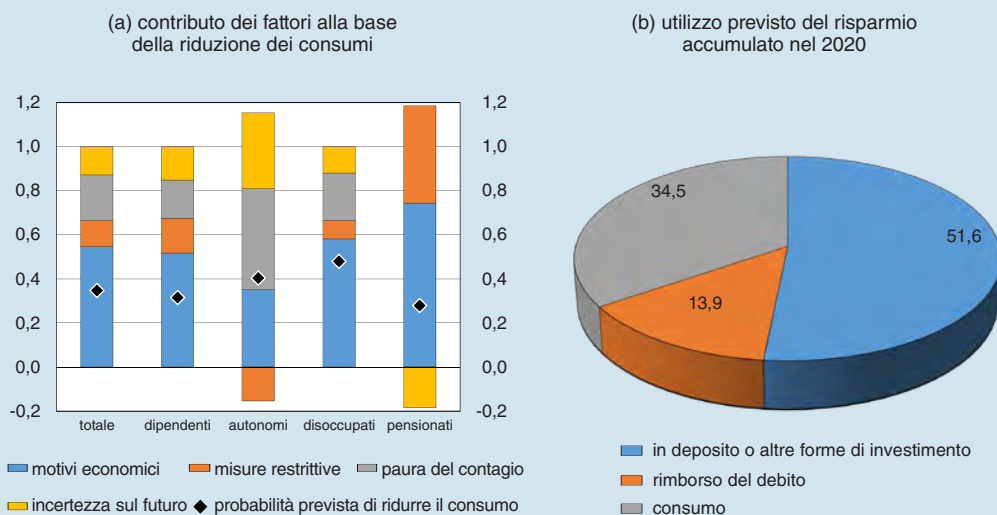
⁴ I principali risultati della quarta edizione dell'ISF, condotta tra la fine di febbraio e l'inizio di marzo del 2021, sono descritti nel riquadro: *Le famiglie italiane durante l'epidemia: l'indagine della Banca d'Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2021.

⁵ La quota era pari a un terzo nel 2016, ultimo dato disponibile prima dello scoppio della pandemia; cfr. *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 marzo 2018.

averlo fatto in misura maggiore che nel 2019. L'aumento del risparmio si concentra tra coloro che hanno indicato di arrivare facilmente o abbastanza facilmente alla fine del mese. Nelle attese delle famiglie un terzo del risparmio accumulato sarà consumato nel 2021 (figura B, pannello b); poco più della metà verrà detenuto in depositi o sotto forma di altro investimento.

Figura B

Fattori alla base dei comportamenti di consumo e di risparmio
(valori percentuali)



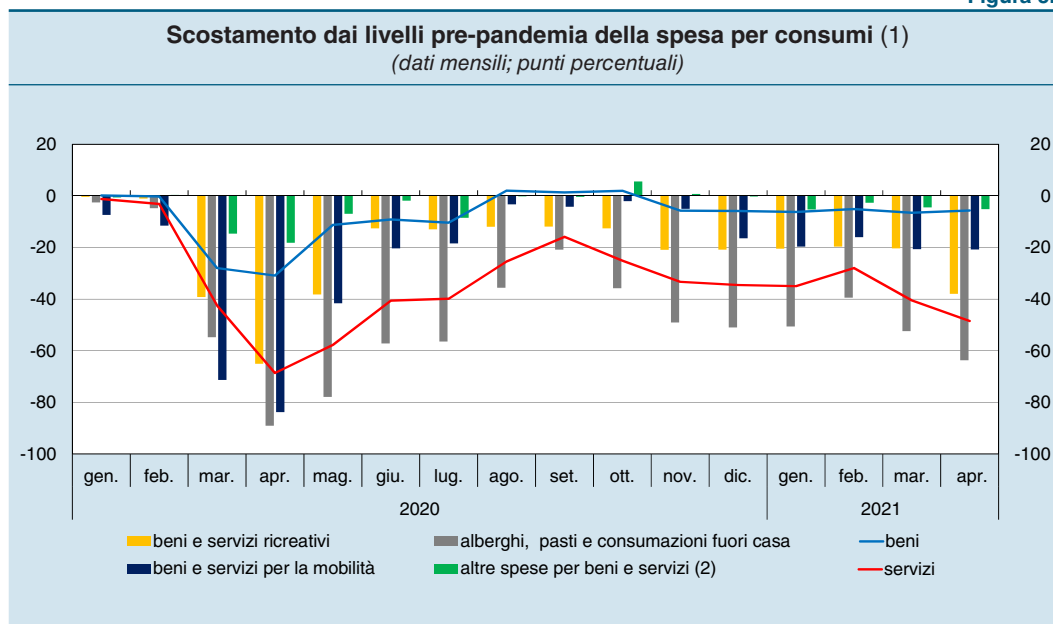
Fonte: elaborazioni sui dati Banca d'Italia, ISF, 3^a e 4^a ed.; cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Indagine straordinaria sulle famiglie italiane*.

Un altro studio⁶ basato sui dati ISF conferma che il risparmio detenuto sarebbe da un lato frenato dalle ridotte disponibilità economiche di alcune famiglie, dall'altro sostenuto dalla componente precauzionale, legata sia all'incertezza lavorativa sia alla percezione che la fine dell'emergenza sanitaria non sia imminente e che una nuova pandemia possa verificarsi nei prossimi anni. Anche quando l'attuale emergenza sarà superata le famiglie potrebbero quindi conservare un'attitudine più prudente, mantenendo il risparmio accumulato su livelli superiori a quelli pre-pandemici.

⁶ V. Ercolani, E. Guglielminetti e C. Rondinelli, *Fears for the future: saving dynamics after the Covid-19 outbreak*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", di prossima pubblicazione.

Nella primavera del 2021 il pessimismo delle famiglie sulla situazione personale si è attenuato. Secondo i risultati della quinta edizione dell'ISF condotta in aprile, le intenzioni di consumo restano condizionate dall'emergenza sanitaria e dal successo della campagna vaccinale, che per circa il 44 per cento degli intervistati procede più lentamente rispetto alle attese. È ancora prevalente la quota di famiglie che dichiara di aver ridotto le spese per i servizi di alberghi, bar e ristoranti e per la cura della persona. Il successo della campagna vaccinale è tra i principali fattori che incoraggerebbero

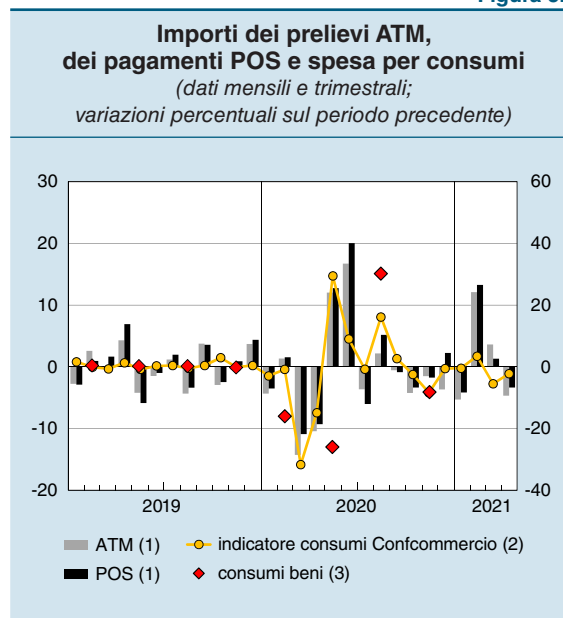
Figura 5.4



una ripresa dei consumi. Le famiglie si attendono che la propensione al risparmio resterà comunque elevata nel corso del 2021.

Nel primo trimestre dell'anno in corso il volume delle vendite al dettaglio stimato dall'Istat è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al periodo precedente. L'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio, nella media dei quattro mesi tra gennaio e aprile, si è attestato nell'insieme su livelli poco al di sotto di quelli pre-pandemia (figg. 5.4 e 5.5). Lo scostamento fra i livelli di spesa attuali e quelli precedenti la pandemia resta tuttavia accentuato per le spese legate al settore turistico e ricreativo e per l'acquisto di abbigliamento e calzature. La graduale ripresa dei consumi nei mesi più recenti è segnalata anche dalla dinamica dei prelievi presso ATM e delle transazioni effettuate tramite POS (fig. 5.5), queste ultime maggiormente diffuse a seguito della pandemia (cfr. il riquadro: *L'impatto della pandemia sulle abitudini di pagamento delle famiglie*).

Figura 5.5



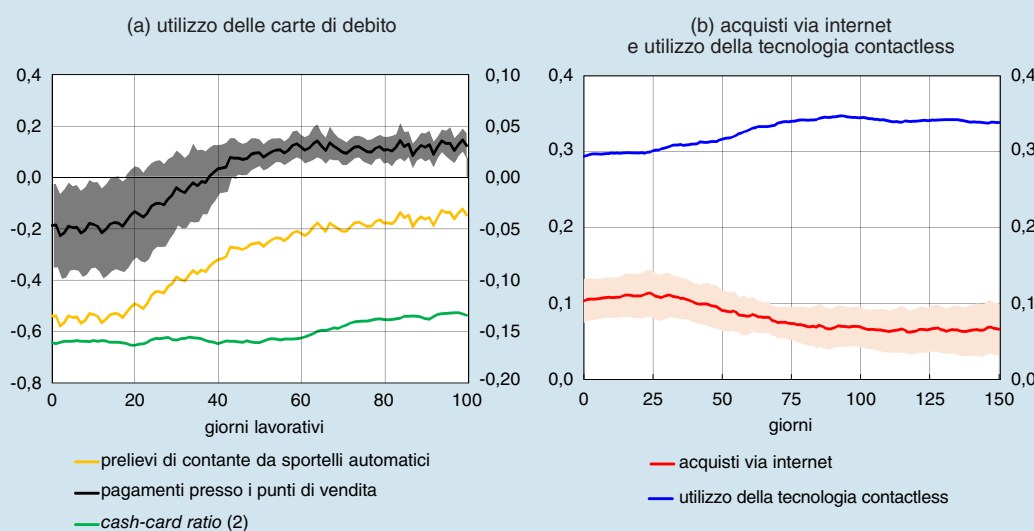
L'IMPATTO DELLA PANDEMIA SULLE ABITUDINI DI PAGAMENTO DELLE FAMIGLIE

La pandemia ha fortemente accelerato la diffusione delle tecnologie digitali nei pagamenti in Italia, dove già negli anni precedenti si era registrata una progressiva crescita nell'utilizzo degli strumenti alternativi al contante. Uno studio analizza la relazione tra alcuni indicatori di utilizzo delle carte di pagamento – che rappresentano il principale sostituto del contante per gli acquisti al dettaglio – e il numero di nuovi casi ufficiali di contagio da Covid-19. Questa relazione permette di misurare quanto la pandemia abbia influito sulle modalità di acquisto, sia per i timori di contrarre l'infezione sia per i provvedimenti di contenimento della mobilità e delle attività produttive e commerciali adottati dal Governo¹.

I risultati suggeriscono che la pandemia ha indotto una significativa e persistente riduzione del rapporto tra il valore dei prelievi di contante dagli sportelli automatici e quello dei pagamenti effettuati con carta di debito presso i punti di vendita (*cash-card ratio*). L'eccezionale calo dei consumi privati nel 2020 si è riflesso in una contrazione dei prelievi di contante più marcata di quella registrata per le transazioni con carta (figura A, pannello a). È inoltre fortemente aumentato l'utilizzo delle tecnologie digitali, che consentono un maggiore distanziamento tra il consumatore e l' esercente,

Figura A

Impatto dell'aumento dei contagi sull'utilizzo delle carte nei pagamenti al dettaglio (1) (dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) I grafici mostrano la risposta dei diversi indicatori di pagamento rispetto a un aumento del 10 per cento del numero ufficiale di nuovi contagi da coronavirus, sui diversi orizzonti temporali riportati sull'asse orizzontale. Le aree colorate rappresentano gli intervalli di confidenza con una significatività del 95 per cento. – (2) Per *cash-card ratio* si intende il rapporto tra il valore dei prelievi con carte di debito dagli ATM e il valore dei pagamenti con carte di debito presso i punti vendita fisici. Scala di destra.

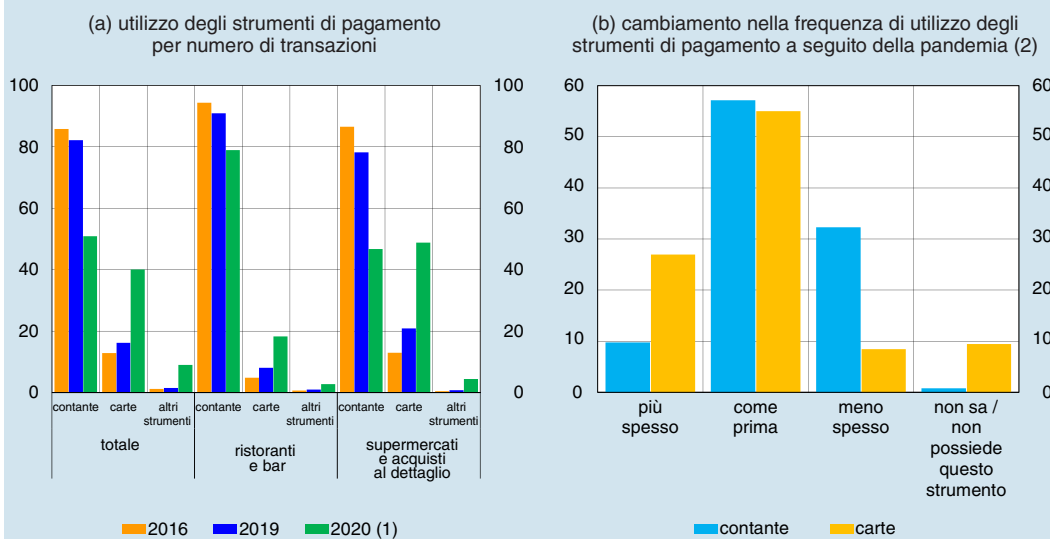
¹ G. Ardizzi, A. Nobili e G. Rocco, *A game changer in payment habits: evidence from daily data during a pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 591, 2020. La relazione empirica tra gli indicatori di utilizzo delle carte di pagamento e il numero di nuovi casi ufficiali di contagio da Covid-19 è stata studiata applicando a dati giornalieri semplici regressioni lineari a diversi orizzonti temporali, che consentono di misurare sia l'intensità sia la persistenza degli effetti nel tempo.

come indicato dall'incremento persistente della quota – sul totale degli acquisti con carta – sia delle transazioni tramite carte con tecnologia contactless presso il punto vendita fisico, sia di quelle via internet (figura A, pannello b).

Indicazioni analoghe emergono anche dai risultati di un'indagine condotta dalla BCE nel luglio 2020 presso i consumatori dei paesi dell'area dell'euro per valutare l'impatto della pandemia sull'utilizzo degli strumenti di pagamento al dettaglio². L'ambito di analisi includeva gli acquisti effettuati presso punti vendita fisici. Con riferimento all'Italia, confrontando i risultati con quelli delle indagini degli anni precedenti emerge che il contante è ancora lo strumento più utilizzato per i pagamenti, ma l'epidemia di Covid-19 sembra averne accelerato la sostituzione con strumenti alternativi (figura B, pannello a). Circa un terzo degli intervistati ha dichiarato di aver effettuato meno frequentemente transazioni in contanti dall'inizio della pandemia³; tra questi, il 94 per cento ha riferito che continuerà a preferire gli strumenti alternativi anche quando l'emergenza sanitaria sarà superata (il 60 per cento sicuramente e il 34 per cento probabilmente; figura B, pannello b). Tra i fattori

Figura B

**Effetti della pandemia sulle abitudini di pagamento in Italia:
evidenze dalle indagini campionarie**
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) L'indagine Impact, del luglio 2020, costituisce un supplemento di quella del 2019; è stata condotta per rilevare gli effetti della pandemia da Covid-19 sulle abitudini di pagamento. Le stime si riferiscono all'ultimo acquisto effettuato da ogni intervistato. – (2) Le stime si basano sulla percezione degli intervistati, ai quali è stata chiesta la frequenza di utilizzo dei diversi strumenti rispetto a prima dell'inizio della pandemia, nonché dopo l'eliminazione di alcune restrizioni; non è stata presa in considerazione la frequenza degli acquisti.

² Per i risultati dell'indagine *Impact of the pandemic on cash trends* (Impact), cfr. BCE, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, dicembre 2020.

³ Il minore utilizzo del contante è desumibile anche dall'analisi delle determinanti della circolazione di banconote in Italia. Questa analisi mostra come gran parte della forte crescita osservata nel 2020 abbia riflesso il movente precauzionale connesso sia all'incertezza sia alla ridotta mobilità, che avrebbero indotto il settore privato a detenere maggiori scorte di contante; cfr. L. Baldo, E. Bonifacio, M. Brandi, M. Lo Russo, G. Maddaloni, A. Nobili, G. Rocco, G. Sene e M. Valentini, *Inside the black box: tools for understanding cash circulation*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture e sistemi di pagamento, di prossima pubblicazione.

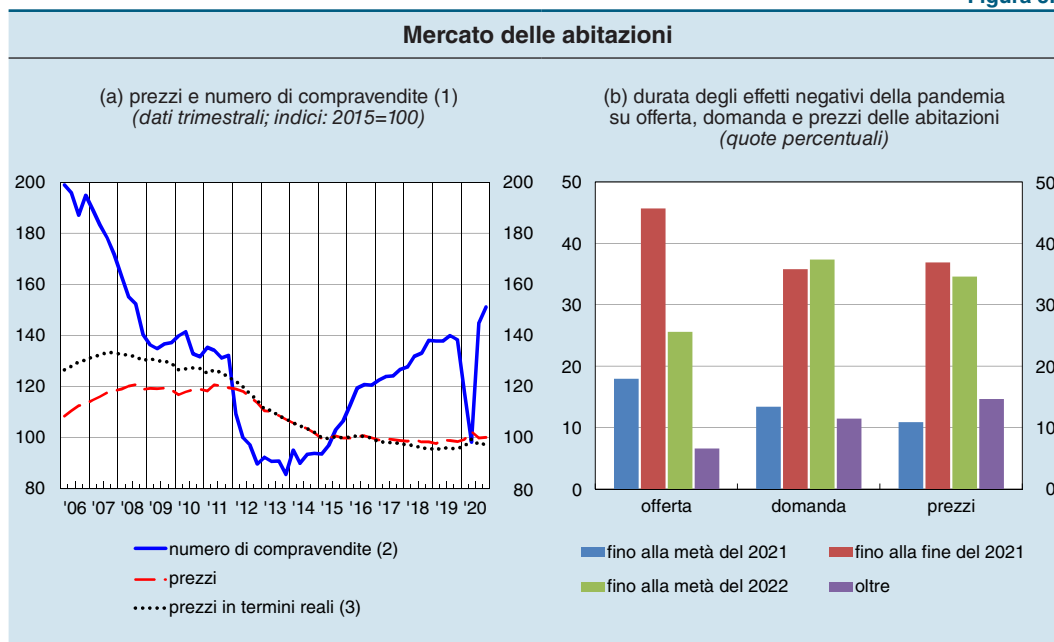
che hanno determinato il minor uso del contante, gli intervistati hanno indicato la facilità di utilizzo dei pagamenti elettronici, in particolare della tecnologia contactless (48 per cento), e il rischio di trasmissione dell'infezione attraverso le banconote (27 per cento) o la prossimità fisica con l' esercente (21 per cento).

La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

Secondo nostre stime la ricchezza detenuta dalle famiglie sotto forma di attività reali (quasi esclusivamente abitazioni) è diminuita nel 2020 di circa l'1 per cento; il calo ha riflesso la perdita di valore del patrimonio immobiliare (in base alle stime dell'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate, OMI). Il deciso incremento del risparmio ha contribuito all'aumento della ricchezza totale netta, che comprende anche le attività finanziarie ed è riferita al complesso delle famiglie consumatrici e produttrici (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

Il mercato immobiliare ha risentito significativamente degli effetti della pandemia. Sulla base dei dati dell'OMI, nel 2020 le compravendite sono diminuite del 7,6 per cento (fig. 5.6.a), in seguito al forte calo (oltre il 22 per cento) registrato nella prima metà dell'anno, anche a causa delle restrizioni alla mobilità e all'attività delle agenzie immobiliari. Il recupero delle transazioni negli ultimi due trimestri del 2020 ha riguardato soprattutto le abitazioni indipendenti e quelle di maggiore dimensione, in prevalenza collocate nelle aree a bassa densità abitativa (cfr. il riquadro: *Pandemia e preferenze delle famiglie: indicazioni dal mercato immobiliare*). Questa ricomposizione della domanda si è in parte riflessa in un aumento dei prezzi delle case oggetto di compravendita (fig. 5.6.a).

Figura 5.6



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia (*Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*), Istat e *Consulente immobiliare*; cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*. (1) Dati trimestrali. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Dai sondaggi condotti dalla Banca d'Italia nei primi due trimestri di quest'anno, è emerso un graduale miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare, anche se in media poco più di un terzo degli agenti immobiliari si attende che gli effetti negativi della pandemia sul settore si protrarranno fino alla metà del 2022 (fig. 5.6.b). In base a nostre elaborazioni sui dati relativi agli annunci presenti sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, fra gennaio e aprile la domanda di abitazioni è stata elevata, soprattutto nei comuni minori.

PANDEMIA E PREFERENZE DELLE FAMIGLIE: INDICAZIONI DAL MERCATO IMMOBILIARE

La pandemia di Covid-19 ha inciso sui comportamenti delle famiglie sotto molti aspetti. Alcuni dei cambiamenti – riguardanti i rapporti sociali, le modalità di lavoro e di studio da remoto, i modi in cui vengono effettuati gli acquisti o è impiegato il tempo libero – potranno essere, almeno in parte, non temporanei e influenzare anche le preferenze verso le diverse soluzioni abitative e di conseguenza le dinamiche del mercato immobiliare.

Nel 2020 la domanda di abitazioni ha già subito variazioni rilevanti, come mostra l'analisi dei dati provenienti dal *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto dall'Istituto in collaborazione con Tecnoborsa e OMI, e dagli annunci di vendita di alloggi pubblicati sul portale Immobiliare.it¹.

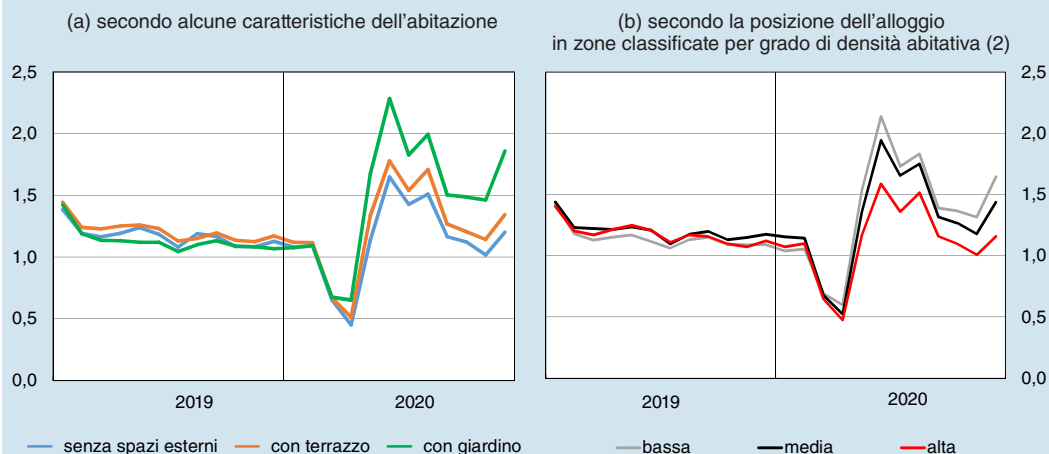
Dopo una flessione generalizzata in primavera, in parte causata dalle restrizioni alle attività delle agenzie immobiliari, la domanda ha segnato una ripresa in estate, per poi consolidarsi nel trimestre successivo. Secondo l'evidenza statistica ricavabile dalle ricerche online e confermata dalle indicazioni degli agenti intervistati nel sondaggio, nella seconda metà dell'anno la richiesta si è indirizzata in misura crescente verso gli alloggi più grandi, quelli indipendenti e quelli dotati di spazi esterni quali terrazzi o giardini; ha inoltre riguardato soprattutto le aree a minore densità abitativa, dove è più diffusa la presenza di case con tali caratteristiche (figura A).

Ad esempio, la probabilità che gli annunci di abitazioni dotate di giardino ricevano richieste di contatto da parte di potenziali acquirenti (un indicatore che costituisce generalmente un buon anticipatore dell'effettiva realizzazione della compravendita) già in tempi normali è più alta di quella relativa agli alloggi privi di spazi esterni; da maggio dello scorso anno le stime econometriche indicano che lo scarto fra queste due probabilità è più che raddoppiato.

La probabilità di una richiesta di contatto è valutata tenendo conto di un ampio insieme di caratteristiche dell'alloggio – sia intrinseche sia connesse alla sua localizzazione – isolando l'effetto dovuto a ciascuna di esse. Nella seconda parte del

¹ E. Guglielminetti, M. Loberto, G. Zevi e R. Zizza, *Living on my own: the impact of the Covid-19 pandemic on housing preferences*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Descrizioni dettagliate dei dati citati sono disponibili, rispettivamente, in *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, Banca d'Italia, Statistiche. Metodi e fonti: note metodologiche, 4 dicembre 2019, e in M. Loberto, A. Luciani e M. Pangallo, *The potential of big housing data: an application to the Italian real-estate market*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1171, 2018.

Domanda per diverse tipologie di alloggi (1)
(rapporto rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

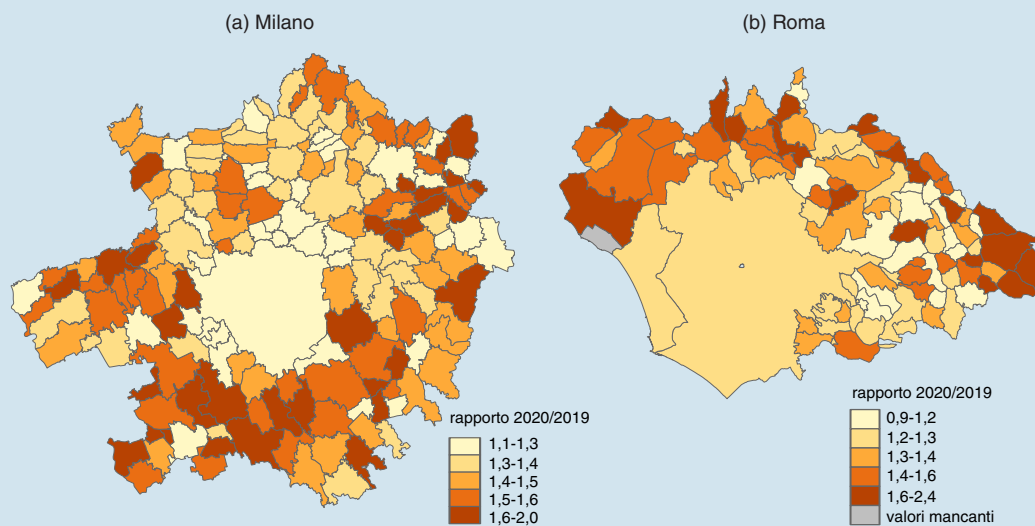


Fonte: elaborazioni su dati Immobiliare.it.

(1) La domanda è misurata dal numero di contatti giornalieri per annuncio (ossia i messaggi inviati ai venditori tramite il portale Immobiliare.it), rapportando i valori mensili a quelli dello stesso periodo dell'anno precedente. – (2) La densità di popolazione è calcolata a livello di sezione di censimento, ossia l'unità geografica minima di rilevazione in cui è suddiviso il territorio nazionale.

2020 la distribuzione della domanda nel contesto geografico dei sistemi locali del lavoro² ha registrato una netta ricomposizione dalle zone più centrali a favore di quelle periferiche (la figura B mostra gli andamenti per Milano e per Roma; quelli

Variazione della domanda per alloggi nel periodo maggio-dicembre 2020 (1)
(rapporto rispetto al periodo corrispondente del 2019)



Fonte: elaborazioni su dati Immobiliare.it.

(1) Le aree illustrate nella figura corrispondono ai sistemi locali del lavoro rispettivamente di Milano e di Roma. La domanda è misurata dal numero di visualizzazioni giornaliere per annuncio, rapportando i valori mensili a quelli dell'anno precedente; le gradazioni di colore sono determinate dai quintili della distribuzione di questi rapporti.

² Per maggiori dettagli, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Sistema locale del lavoro*.

osservati per altre grandi città sono simili). Questi sviluppi, in linea con i dati sulle compravendite diffusi dall'OMI, rappresentano un'inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti³.

Gli orientamenti della richiesta di abitazioni che si sono manifestati lo scorso anno potrebbero mantenersi anche in futuro, soprattutto se le trasformazioni dell'organizzazione del lavoro divenissero o fossero ritenute in prospettiva permanenti, ad esempio per un impiego delle modalità di lavoro agile molto più esteso di quello praticato prima della pandemia (cfr. il riquadro: *Il lavoro agile nel settore privato* del capitolo 8). Poiché l'acquisto di un immobile è una delle scelte economiche più importanti (e meno frequenti) delle famiglie, e riflette dunque anche considerazioni di lungo termine, le variazioni già osservate delle preferenze suggeriscono che almeno una parte dei nuclei valuti le nuove modalità lavorative come non transitorie.

³ I dati dell'OMI indicano, in particolare, che nel secondo semestre del 2020 la dinamica delle compravendite è stata meno sostenuta nei comuni capoluogo di provincia rispetto ai centri minori.

6. LE IMPRESE

Nel 2020 la caduta dell'attività delle imprese è stata marcata: per l'industria si è delineata una rapida ripresa, i servizi invece hanno risentito maggiormente dei timori di contagio e delle misure restrittive, con un'elevata eterogeneità tra comparti. Nel complesso gli andamenti nel corso dell'anno hanno testimoniato le forti capacità di recupero dell'economia, ma l'evoluzione dei contagi ha continuato a rappresentare il principale freno alla crescita.

Come già avvenuto durante la crisi finanziaria globale e quella dei debiti sovrani, le aziende hanno ridotto considerevolmente gli investimenti di fronte all'incertezza generata dalla pandemia. Secondo le indagini condotte dalla Banca d'Italia tuttavia, a differenza di quanto accaduto nelle precedenti fasi recessive, gran parte delle imprese appare pronta a riprendere l'accumulazione se si confermerà il miglioramento della situazione sanitaria, anche grazie alle condizioni di finanziamento molto favorevoli.

Nelle ultime rilevazioni le aziende esprimono opinioni meno pessimistiche sulla domanda per i propri prodotti; la maggioranza dichiara però un livello di attività tuttora inferiore a quello precedente l'emergenza sanitaria e prospetta tempi di pieno recupero in media superiori all'anno.

La situazione epidemiologica ha pesato sulla demografia di impresa, traducendosi in un forte calo sia della nascita di nuove attività, cui si associa una riduzione significativa della creazione di posti di lavoro, sia delle uscite dal mercato, limitate dalle misure di supporto pubblico e dal blocco delle procedure di liquidazione.

La pandemia ha però anche impresso un'accelerazione al processo di trasformazione digitale del sistema produttivo, che potrebbe avere effetti persistenti e contribuire a ridurre il ritardo dell'Italia in questo campo: sono notevolmente aumentati il ricorso al lavoro agile e l'impiego di nuove tecnologie digitali; metà delle aziende prevede di continuare a utilizzarli in futuro.

Le nostre indagini indicano che l'interruzione o il rinvio delle modifiche di alcuni processi produttivi, causati dalla crisi sanitaria, hanno frenato i piani di transizione ecologica delle imprese. In prospettiva la piena attuazione degli investimenti previsti nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* e delle relative riforme dovrebbe tuttavia dare impulso alla transizione verso un'economia digitalizzata e maggiormente sostenibile (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4).

Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo

Il valore aggiunto e la produzione. – Lo scorso anno il valore aggiunto dell'intera economia ha segnato la contrazione più forte dal secondo dopoguerra (-8,6 per cento,

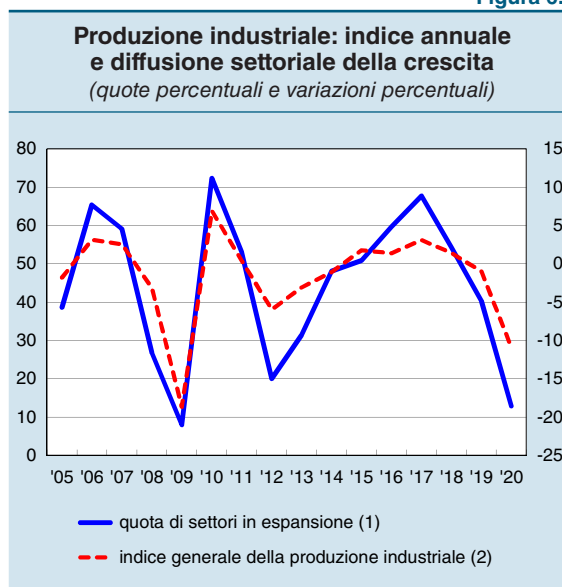
da 0,2 nel 2019). La produzione industriale è scesa in misura ancora più marcata (-10,9 per cento), risentendo delle restrizioni introdotte per il contenimento della pandemia, che nel secondo trimestre hanno comportato il fermo dell'attività per ampia parte della manifattura (cfr. il capitolo 6: *Le imprese nella Relazione annuale sul 2019*). In estate, con il graduale allentamento delle limitazioni, la produzione ha recuperato, riportandosi sui livelli precedenti la crisi sanitaria; un nuovo ma più moderato calo ha coinciso in autunno con la seconda ondata di contagi.

La contrazione dell'attività ha riguardato tutto il sistema produttivo: solo il 13 per cento dei settori ha registrato un'espansione, una quota paragonabile a quella osservata durante la crisi finanziaria globale (fig. 6.1). La flessione è stata minore nei comparti della trasformazione di beni alimentari e della produzione farmaceutica (-2,3 e -4,4 per cento, rispettivamente), esclusi dalle restrizioni all'attività. Le maggiori diminuzioni si sono avute nel settore tessile e in quello petrolchimico (-28,2 e -15,6 per cento, rispettivamente); quest'ultimo non è stato direttamente interessato da provvedimenti che ne hanno limitato la produzione, ma ha risentito del forte calo della domanda connesso con le restrizioni alla mobilità.

La riduzione del valore aggiunto nei servizi (-8,1 per cento) è stata nel complesso inferiore a quella della manifattura (-11,4 per cento), ma risulta analoga se si escludono gli ambiti a prevalente presenza pubblica e gli affitti imputati, su cui la crisi non ha influito. Rispetto alla manifattura, nei servizi privati l'eterogeneità tra settori è stata maggiore: alla forte caduta delle attività alberghiere e della ristorazione (-40,1 per cento) si è contrapposta l'espansione delle telecomunicazioni e dei servizi connessi con le tecnologie informatiche.

La perdita di valore aggiunto è stata più contenuta nell'agricoltura e nelle costruzioni (-6,0 e -6,3 per cento, rispettivamente). In quest'ultimo comparto nel secondo semestre l'attività ha recuperato, superando i livelli di fine 2019. Alla ripresa nell'edilizia ha contribuito il buon andamento delle opere di ingegneria civile, mentre nel segmento residenziale l'introduzione di nuovi incentivi fiscali ha determinato il rinvio di opere di manutenzione già programmate, in attesa degli aggiornamenti normativi¹.

Figura 6.1



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

(1) Numero di settori in espansione sul totale (a livello di classe Ateco); sono considerati in espansione i settori in crescita rispetto all'anno precedente. - (2) Scala di destra.

¹ Nel maggio dello scorso anno il DL 34/2020 (decreto "rilancio") ha introdotto la possibilità di ottenere detrazioni fiscali pari al 110 per cento delle spese sostenute per specifici interventi, eseguiti a partire da luglio del 2020, finalizzati al miglioramento dell'efficienza energetica e dell'assetto antisismico degli edifici; nel mese di agosto dello stesso anno, dopo la conversione in legge, sono state emanate le prime circolari attuative.

La redditività. – Sulla base dei dati di contabilità nazionale nel 2020 il margine operativo lordo (MOL) si è fortemente ridotto (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*) anche se in misura più contenuta del valore aggiunto, grazie alla netta contrazione del costo del lavoro che ha beneficiato dell’eccezionale ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG; cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

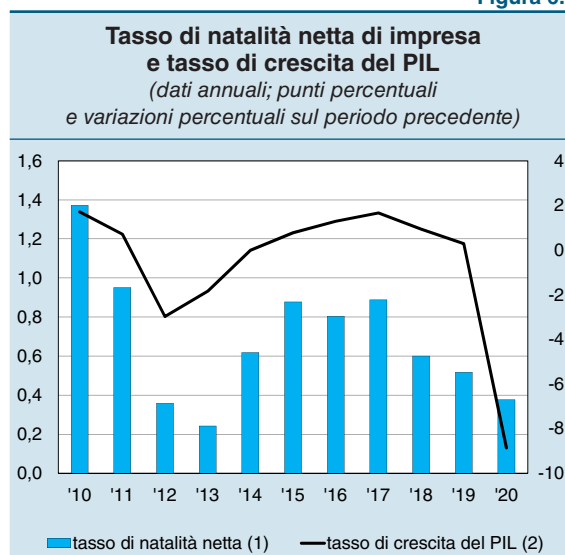
Secondo l’*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) condotta dalle Filiali della Banca d’Italia nella primavera di quest’anno, che ha riguardato circa 4.000 imprese con almeno 20 addetti operanti nell’industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari, il peggioramento dei risultati economici è stato diffuso. La quota di aziende in utile si è ridotta di circa 12 punti percentuali, al 61 per cento; il calo è stato inferiore nell’industria rispetto ai servizi, anche per le migliori performance delle imprese di media dimensione e di quelle che realizzano oltre due terzi dei ricavi all’estero.

Le aziende, le cui valutazioni erano peggiorate in autunno, nei primi mesi dell’anno esprimevano opinioni meno pessimistiche sulla situazione economica generale e sulla domanda per i loro prodotti. La maggior parte riteneva che il proprio livello di attività fosse ancora inferiore al periodo precedente la crisi sanitaria; il tempo ritenuto necessario per tornare agli standard produttivi pre-pandemici era in media valutato in 16 mesi (cfr. il riquadro: *Le opinioni delle imprese italiane nell’indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita*, in *Bollettino economico*, 2, 2021).

La domanda di lavoro. – Lo scorso anno la riduzione del monte ore lavorate dai dipendenti del settore privato non agricolo (-11,6 per cento) ha riflesso la forte contrazione delle ore per occupato e la diminuzione meno marcata del numero di occupati (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Il calo è stato diffuso tra i settori, ma più accentuato nei servizi privati (-13 per cento). È risultato più contenuto nelle costruzioni (-6,2 per cento) dove, a differenza degli altri comparti, è aumentato il numero degli occupati (1,7 per cento).

La demografia di impresa. – Il tasso di natalità netta delle imprese è stato dello 0,4 per cento (circa 19.000 aziende in più), solo in lieve calo rispetto all’anno precedente (fig. 6.2); questo andamento è però conseguenza di una caduta molto forte sia delle nascite di nuove imprese sia delle uscite dal mercato (cfr. il riquadro: *La demografia di impresa durante la pandemia*). La riduzione della natalità si è concentrata nel secondo trimestre, risentendo dei provvedimenti di sospensione dell’attività; le uscite sono state contenute dagli interventi di sostegno.

Figura 6.2



Fonte: Istat, *Conti economici nazionali* ed elaborazioni su dati Infocamere, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell’Appendice la voce *Imprese: natalità e mortalità di impresa*.
(1) Il tasso di natalità netta è calcolato come differenza tra il tasso di natalità e quello di mortalità. – (2) PIL a valori concatenati con anno di riferimento 2015. Scala di destra.

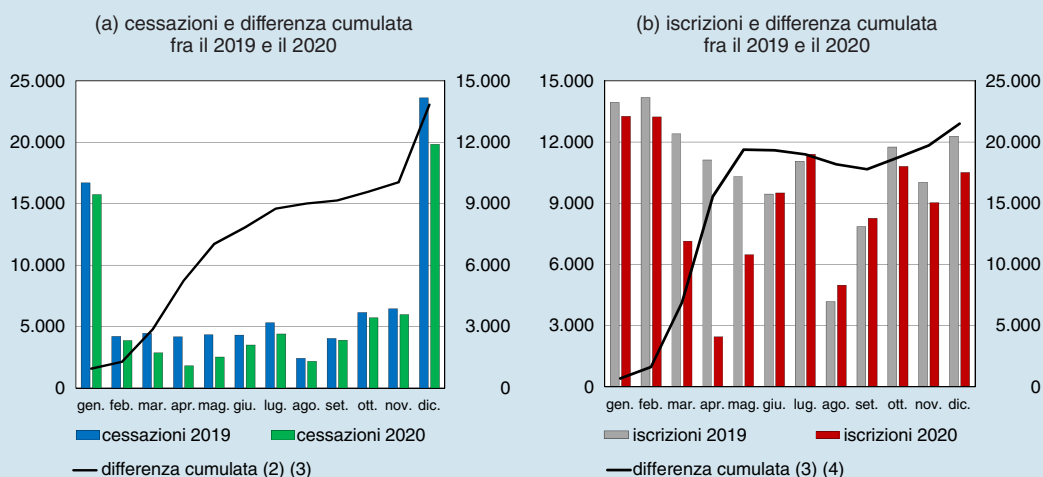
LA DEMOGRAFIA DI IMPRESA DURANTE LA PANDEMIA

La demografia di impresa ha risentito della pandemia. I provvedimenti del Governo per contrastare la diffusione del contagio si sono riflessi in una riduzione del numero di interruzioni di attività, ma sono significativamente diminuite anche le iscrizioni di nuove imprese.

Secondo elaborazioni su dati Infocamere relativi alle società di persone e di capitali, nel 2020 le cessazioni di attività sono state circa 13.800 in meno rispetto al 2019 (-16,0 per cento; figura A, pannello a). Vi hanno contribuito i provvedimenti di sostegno alla liquidità, i trasferimenti a fondo perduto e la moratoria sui fallimenti, questi ultimi scesi di circa un terzo (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

Figura A

Cessazioni e iscrizioni di imprese (1) (dati mensili; unità)



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

(1) I dati si riferiscono alle sole società di persone e di capitale; le cessazioni sono calcolate al netto di quelle d'ufficio. – (2) Il valore è calcolato come somma cumulata per mese delle minori cessazioni del 2020 rispetto al 2019. – (3) Scala di destra. – (4) Il valore è calcolato come somma cumulata per mese delle minori iscrizioni del 2020 rispetto al 2019.

In prospettiva, con l'attenuazione delle misure di supporto, l'aumento del numero di imprese in uscita dal mercato dipenderà dalla rapidità della ripresa e del recupero della profittabilità. Nostre analisi mostrano che a dicembre del 2020 la quota di società di capitali con patrimonio netto inferiore ai limiti legali, condizione che spesso ha anticipato la cessazione dell'attività, è stata di oltre 2 punti percentuali più alta (11,3 per cento, pari a 82.200 aziende) rispetto a quella che si sarebbe avuta in uno scenario senza pandemia¹.

Sono fortemente diminuite anche le iscrizioni di nuove imprese: la flessione si è concentrata nei primi tre mesi dell'emergenza; l'assenza di un recupero nella

¹ T. Orlando e G. Rodano, *Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 590, 2020.

seconda parte dell'anno ha comportato, per il 2020, 21.500 nuove aziende in meno rispetto all'anno precedente (-16,7 per cento; figura A, pannello b).

La minore natalità del 2020 ha ridotto significativamente la creazione di posti di lavoro: dalle nuove attività sono scaturiti nuovi impieghi pari al 2,5 per cento del totale degli occupati dipendenti, oltre un punto percentuale sotto la media registrata tra il 2010 e il 2019² (3,8 per cento). Nei primi anni di vita le nuove imprese si espandono più rapidamente delle altre e la crescita dimensionale di quelle che hanno successo compensa in parte la distruzione di posti di lavoro dovuta all'elevato tasso di mortalità del complesso delle nuove iniziative. L'occupazione nelle imprese nate tra il 2010 e il 2015 e ancora in attività dopo cinque anni è circa l'80 per cento di quella originariamente creata dalla loro coorte.

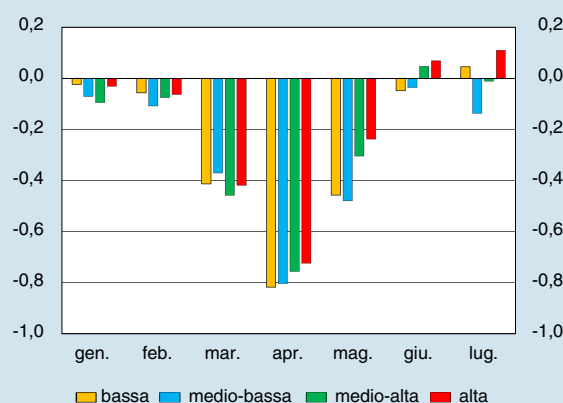
La dinamica della natalità non è omogenea a livello settoriale. Sulla base dei dati disponibili da gennaio a luglio del 2020 il turismo, tra i più colpiti dalle conseguenze della pandemia, ha subito la maggiore perdita di nuove aziende rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-46,6 per cento, contro il 34,1 per il totale dei servizi privati e il 36,1 per la manifattura).

Per le società che operano in settori ad alta intensità di utilizzo di tecnologie digitali³ il calo delle iscrizioni è stato meno marcato, soprattutto grazie al recupero dei mesi estivi (figura B). Questo andamento è in parte riconducibile alle maggiori possibilità offerte dalle tecnologie digitali per gestire le attività in un contesto di ridotta prossimità fisica all'interno e all'esterno dell'impresa. Vi può avere contribuito anche il fatto che, sulla base di dati Istat, l'80 per cento delle aziende attive e classificate ad alta intensità digitale appartengono a comparti definiti "essenziali" e quindi esentati dai provvedimenti di chiusura per il contenimento della pandemia.

Le restrizioni hanno avuto un impatto anche sulla composizione settoriale delle imprese già attive nel mercato. Un'analisi condotta su dati a frequenza

Figura B

Iscrizioni di impresa per intensità digitale del settore di appartenenza nel 2020
(variazioni percentuali sul 2019)



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

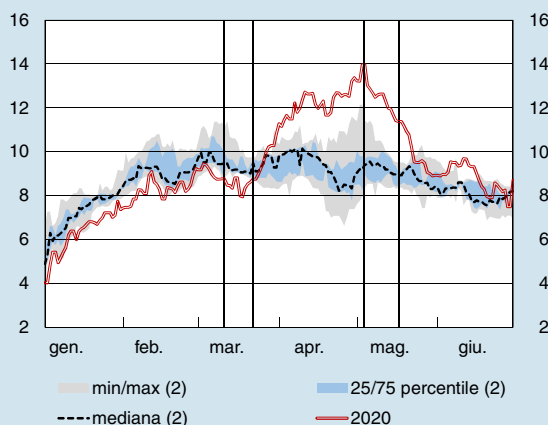
² Nostre elaborazioni su dati INPS.

³ L'intensità digitale è attribuita in base alla classificazione proposta da F. Calvino, C. Criscuolo, L. Marcolin e M. Squicciarini, *A taxonomy of digital intensive sectors*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 14, 2018.

giornaliera⁴ mostra che nel periodo compreso tra l'11 marzo e il 17 maggio 2020, a seguito della sospensione delle attività produttive definite “non essenziali”, l'incidenza delle richieste di variazione del codice Ateco, indicante il settore di attività economica, è stata superiore a quella osservata tra il 2015 e il 2019 (figura C). Il fenomeno, più diffuso nella manifattura e nelle regioni del Nord, si accentua se si considerano le sole variazioni del codice di attività prevalente passato da “non essenziale” a “essenziale”, che avrebbero consentito il proseguimento della produzione⁵.

Figura C

Comunicazioni per cambio di codice Ateco (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

(1) Media mobile di 7 termini; incidenza sul totale delle comunicazioni presentate al registro delle imprese; le linee verticali corrispondono ai principali provvedimenti governativi adottati per contenere la diffusione dell'epidemia. – (2) Calcolato nel quinquennio 2015-19.

⁴ A. Mistretta, *La demografia d'impresa ai tempi del Covid-19: un approfondimento sui cambi di codice dell'attività*, Banca d'Italia, “Note Covid-19”, 16 dicembre 2020.

⁵ I risultati sono confermati quando l'analisi è ristretta alle sole imprese che avevano già effettuato un cambio del codice Ateco nei mesi recenti, suggerendo che le nuove comunicazioni non siano state semplicemente indotte da precedenti omissioni o da errori di inserimento.

Gli investimenti

Nel 2020 l'accumulazione di capitale è scesa del 9,1 per cento (tav. 6.1), una flessione di poco inferiore a quelle del 2009 e del 2012 a seguito della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani (-9,7 per cento in entrambi gli anni).

La spesa in beni strumentali, dopo sei anni di robusta crescita, si è fortemente ridotta, in misura più accentuata rispetto a quanto avvenuto nelle due precedenti crisi. Il calo è stato particolarmente elevato per l'acquisto dei mezzi di trasporto, dove la contrazione è stata di poco inferiore al 30 per cento.

Gli investimenti in costruzioni sono diminuiti in maniera meno significativa (-6,3 per cento, da 2,2 nel 2019): alla marcata riduzione nella componente residenziale, che ha risentito maggiormente delle misure restrittive, si è accompagnato un calo più contenuto della spesa in costruzioni non residenziali (-3,9 per cento, da 2,8), verosimilmente sostenuta dalla componente delle opere pubbliche. La rilevazione condotta dalla Banca d'Italia su un campione di circa 550 imprese edili conferma per lo scorso anno un aumento della realizzazione di opere pubbliche che, secondo le attese, prosegue nel 2021.

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia (valori concatenati; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2020 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2018	2019	2020	2007	2020
Costruzioni	46,1	2,0	2,2	-6,3	11,4	8,3
Costi per trasferimento di proprietà	4,2	5,2	2,7	-11,2	1,1	0,8
Abitazioni (2)	23,2	1,1	1,7	-8,5	5,7	4,2
Altre costruzioni (2)	22,9	3,0	2,8	-3,9	5,7	4,1
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	35,7	4,5	0,3	-15,1	7,6	6,4
di cui: mezzi di trasporto	5,8	0,0	1,1	-28,1	1,5	1,0
Prodotti di proprietà intellettuale	18,2	2,9	0,3	-2,9	2,5	3,3
Totale investimenti fissi lordi	100,0	3,1	1,1	-9,1	21,6	17,9
Totale escluse le abitazioni	–	3,7	1,0	-9,3	15,9	13,8
Totale escluse le costruzioni	–	4,0	0,3	-11,4	10,1	9,7

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Quantità ai prezzi dell'anno precedente. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti. – (2) Inclusi i costi per trasferimento di proprietà.

La quota del complesso degli investimenti sul PIL è stata pari al 17,9 per cento, pressoché invariata nel confronto con l'anno precedente; rimane tuttavia inferiore di oltre 3 punti percentuali rispetto a prima della crisi finanziaria globale.

Gli investimenti nell'indagine Invind. – L'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia conferma la forte riduzione degli investimenti nel 2020 e permette di valutarne la composizione e le prospettive. La contrazione è stata più accentuata fra le imprese con meno di 200 addetti (tav. 6.2). In media la spesa effettiva è risultata in linea con i piani formulati nell'indagine della primavera del 2020, che tenevano già conto della diffusione della pandemia; in confronto ad allora le attività industriali di minore dimensione hanno ridotto la spesa assai meno rispetto ai programmi iniziali.

A differenza di quanto si è verificato nelle due precedenti fasi recessive del 2009 e del 2012 – quando a una caduta marcata degli investimenti ha fatto seguito un'ulteriore revisione al ribasso dei piani per il futuro o un recupero solo parziale² – la nostra indagine suggerisce che gran parte delle imprese appare pronta a riavviare i piani di investimento interrotti, se si confermerà il miglioramento della situazione sanitaria, recuperando i ritardi.

I programmi formulati dalle aziende per il 2021 prefigurano un vigoroso aumento dell'accumulazione, nell'ordine del 9 per cento, seppure con andamenti eterogenei: secondo l'indagine la spesa per investimenti si riporterebbe sopra i livelli del 2019 per le imprese con oltre 500 addetti, mentre restano contenuti i piani delle piccole aziende.

² Secondo l'indagine Invind, le imprese avevano ridotto i propri investimenti del 14,5 per cento nel 2009, prevedendo un parziale recupero per l'anno seguente (3,8 per cento; cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi* nella *Relazione annuale* sul 2009). La contrazione era stata invece inferiore nel 2012 (-8,7 per cento) seguita, nelle aspettative delle aziende, da un'ulteriore flessione degli investimenti (-5,0 per cento; cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi* nella *Relazione annuale* sul 2012).

Tavola 6.2

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo l'indagine Invind della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1) (variazioni percentuali a prezzi 2020, salvo diversa indicazione)									
VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta
Industria in senso stretto									
Consuntivo per il 2020	-8,6	-14,8	-13,4	-13,8	-1,2	-14,3	-6,2	-13,3	-5,9
Tasso di realizzo (4)	101,1	109,3	103,3	98,4	98,2	97,6	102,4	98,4	102,4
Programmi per il 2021	8,6	6,1	11,2	8,2	8,4	9,1	8,0	3,4	16,8
<i>di cui: manifattura</i>									
consuntivo per il 2020	-12,2	-15,5	-14,8	-19,0	-4,1	-15,8	-10,2	-15,8	-9,5
tasso di realizzo (4)	102,6	110,0	106,0	101,4	96,8	96,5	106,1	98,0	106,1
programmi per il 2021	11,3	6,1	12,4	8,0	14,9	14,1	9,1	4,9	17,3
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2020	-9,1	-12,5	-12,9	0,8	-9,2	....	....	-14,6	-2,5
Tasso di realizzo (4)	100,3	102,2	99,2	113,9	96,3	....	....	96,5	104,7
Programmi per il 2021	9,4	6,0	3,0	5,0	14,5	....	....	6,7	13,6
Totale									
Consuntivo per il 2020	-8,8	-13,7	-13,1	-6,7	-5,5	....	....	-14,1	-4,5
Programmi per il 2021	9,0	6,1	7,6	6,4	11,5	....	....	5,1	15,2

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

(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) della distribuzione della spesa per investimenti. Il deflatore degli investimenti è stimato sulla base di quelli forniti dalle singole imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sotto (basso/bassa) o al di sopra (alto/alta) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi. Per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo il valore mediano è calcolato sul 2020; per i programmi sul 2021. – (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 2020. – (5) Servizi privati non finanziari.

Nell'industria in senso stretto questi andamenti riflettono la dinamica del grado di utilizzo della capacità produttiva che nel 2020 è sceso in media dal 78 a poco più del 72 per cento; le imprese ne prefigurano un forte rimbalzo nell'anno in corso, quando si riporterebbe su livelli superiori a quelli del 2019.

L'innovazione e la produttività

L'innovazione. – In Italia gli investimenti nei prodotti della proprietà intellettuale si sono ridotti di circa il 3 per cento, un calo più ampio rispetto a quelli della Francia e della Germania (-0,6 e -1,1 per cento, rispettivamente); vi ha contribuito soprattutto la flessione della spesa per ricerca e sviluppo (-4 per cento).

Secondo i dati dell'Organizzazione europea dei brevetti (European Patent Office, EPO) nel 2020 il numero di brevetti italiani depositati è invece significativamente aumentato (2,9 per cento, dall'1,5 dell'anno precedente), mentre negli altri paesi membri dell'EPO in media si è verificata una contrazione (-1,3 per cento). L'incremento dei brevetti italiani è stato trainato da quelli dei settori farmaceutico e delle biotecnologie (cresciuti del 22 e del 45 per cento, rispettivamente), in linea con quanto osservato nella media degli altri paesi membri dell'EPO, ma anche da alcuni settori tradizionali del comparto manifatturiero italiano, come la produzione di mobili. Il numero di brevetti depositati in rapporto alla popolazione, sebbene in continua crescita dal 2015, rimane tuttavia ancora modesto nel confronto internazionale (74 brevetti per milione di abitanti, contro i 324 della Germania e i 156 della Francia).

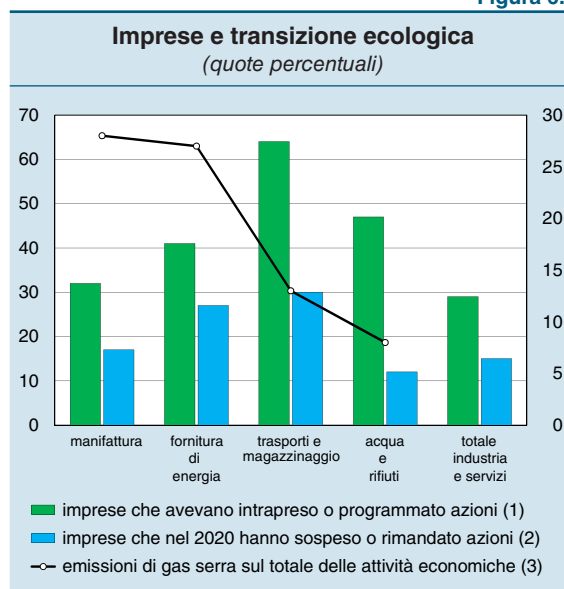
La transizione digitale. – L'Italia mostra un ritardo persistente nella diffusione delle tecnologie digitali: in base all'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI) elaborato dalla Commissione europea, nel 2020 il nostro paese si collocava al ventunesimo posto (ventiduesimo nel 2019) tra i 27 Stati membri dell'Unione europea per l'adozione di queste tecnologie da parte delle imprese.

L'emergenza sanitaria ha impresso un'accelerazione al processo di trasformazione digitale del sistema produttivo. Nel 2020 le aziende hanno intensificato il ricorso al lavoro agile, facilitando la continuità dell'attività lavorativa. Secondo l'indagine Invind la quota di imprese che utilizzava il lavoro agile è fortemente aumentata (al 58 per cento, dal 10 del 2019); tra queste, la percentuale di addetti che in media ogni giorno ha utilizzato tale modalità lavorativa è stata pari al 26 per cento (cfr. il riquadro: *Il lavoro agile nel settore privato* del capitolo 8). L'utilizzo è cresciuto soprattutto tra le attività che nel triennio precedente la pandemia erano più produttive e avevano investito in tecnologie cloud (a parità di area geografica, settore e classe dimensionale). Circa un'azienda su due prevede di continuare a utilizzare il lavoro agile anche dopo la fine dell'emergenza sanitaria, sebbene in misura ridotta.

Secondo la rilevazione *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19* dell'Istat, per fare fronte all'emergenza un'impresa su dieci ha introdotto o migliorato la commercializzazione dei propri prodotti attraverso internet o l'utilizzo di piattaforme digitali. Una quota non trascurabile prevede di introdurle in futuro. Si tratta di soluzioni adottate più di frequente nei servizi rispetto all'industria, soprattutto nel commercio e nei servizi di alloggio e ristorazione. Nel complesso l'utilizzo di tali modalità di vendita rimane tuttavia modesto, soprattutto tra le imprese con meno di dieci addetti: tra queste circa il 65 per cento dichiara di non farne uso né di prevederne l'introduzione, contro il 59 delle imprese di maggiore dimensione.

La transizione ecologica. – Nel *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Sondtel) della Banca d'Italia, condotto tra settembre e ottobre del 2019 su un campione di imprese dell'industria e dei servizi con più di 20 addetti, circa un terzo delle aziende dichiarava che i cambiamenti climatici e la necessità di tutela ambientale le avevano interessate direttamente nel triennio precedente, o che lo avrebbero fatto in quello successivo; di queste, l'82 per cento aveva intrapreso o programmato azioni in tal senso (fig. 6.3).

Figura 6.3



Fonte: Banca d'Italia (Sondtel) ed elaborazioni su dati Eurostat (*Air Emission Accounts*); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi (Sondtel).

(1) Quota di imprese che nel 2019 dichiarava di essere interessata dal cambiamento climatico, ivi incluse le variazioni della normativa, del rischio reputazionale e del rischio di eventi atmosferici straordinari, e di avere intrapreso o programmato azioni per fronteggiare tali variazioni. – (2) Quota di imprese che nel 2020 dichiarava di avere sospeso o rimandato tali azioni. – (3) Quota di emissioni di gas serra del settore Ateco sul totale delle emissioni delle attività economiche nel 2018 (ultimo anno per cui sono disponibili i dati). Le emissioni includono anidride carbonica, metano e ossido di diazoto. Scala di destra.

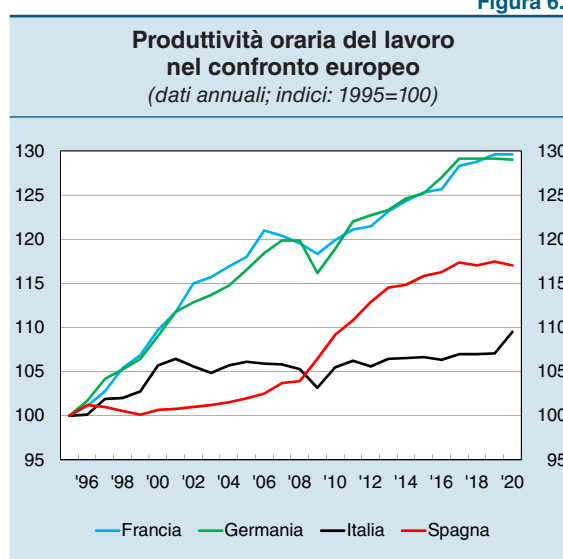
L'emergenza sanitaria ha rallentato le iniziative in questo ambito. Nella rilevazione del 2020 la metà delle imprese che aveva avviato o programmato azioni ha segnalato di averle sospese o rimandate, in misura più intensa di quanto dichiarato per gli investimenti. Le ingenti risorse e le riforme contenute nel PNRR dovrebbero invertire queste tendenze nei prossimi anni. I programmi di investimento e ricerca per le energie rinnovabili e la semplificazione delle procedure di autorizzazione dovrebbero favorire la transizione nel comparto energetico. Gli interventi infrastrutturali sulla rete ferroviaria, spostando il trasporto di persone e merci da gomma a ferro, dovrebbero contribuire alla riduzione delle emissioni di gas serra nei trasporti. Anche i settori della fornitura di acqua e di gestione dei rifiuti beneficerebbero dagli investimenti previsti nelle infrastrutture idriche e nell'economia circolare.

La produttività. – La crisi pandemica ha colpito l'Italia dopo un lungo periodo di ristagno della produttività del lavoro. Quest'ultima, nel complesso del periodo 1995-2019, era aumentata dello 0,3 per cento in media all'anno nel nostro paese, contro lo 0,7 in Spagna e l'1,2 in Germania e Francia (fig. 6.4).

Nel 2020 la produttività oraria del lavoro ha segnato un incremento del 2,3 per cento. La valutazione degli effetti dell'emergenza sanitaria sulla produttività è tuttavia molto incerta. La dinamica di breve periodo è poco indicativa delle tendenze di fondo perché riflette l'ampia fluttuazione ciclica e l'eccezionale ricorso alla CIG, che si è accompagnato a un forte calo delle ore lavorate (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Nel lungo periodo le ricadute della pandemia sulla produttività dipenderanno inevitabilmente dai processi di trasformazione del sistema produttivo. A livello di impresa un maggiore impiego di tecnologie avanzate, favorito dagli incentivi previsti dal piano nazionale Transizione 4.0 del PNRR, potrebbe offrire alle aziende opportunità in termini di maggiore efficienza e crescita. La dinamica della produttività potrebbe anche beneficiare della riallocazione delle risorse verso settori e imprese con maggiore potenziale di espansione. Segnali in questa direzione si sono già manifestati nell'ultimo decennio.

Figura 6.4



Fonte: Eurostat.

7. LE CONDIZIONI FINANZIARIE DI FAMIGLIE E IMPRESE

L'impatto della pandemia sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è stato estremamente diversificato: i nuclei familiari più esposti alle misure di contenimento del contagio hanno dovuto ricorrere ai risparmi accumulati per fronteggiare la contrazione del reddito, quelli meno colpiti hanno invece incrementato le attività in portafoglio in conseguenza anche della diminuzione dei consumi non essenziali. Nel complesso la ricchezza finanziaria, dopo un marcato calo all'avvio della pandemia connesso con la riduzione dei prezzi dei titoli, è aumentata nel corso dell'anno, a seguito del ritorno alla normalità dei mercati finanziari e del forte incremento del risparmio.

Gli effetti della crisi sulle condizioni finanziarie delle famiglie sono stati attenuati dalle misure del Governo per il sostegno dei redditi, dalla politica monetaria accomodante e dalle moratorie sui debiti. Secondo le evidenze riferite a dicembre, il rimborso delle rate è tornato regolare per la maggior parte dei mutui per i quali sono terminate le moratorie.

Il calo dell'attività economica si è pesantemente riflesso sulla redditività delle imprese, ma gli interventi pubblici hanno permesso di alleviarne le ripercussioni sulla liquidità. L'incremento della leva finanziaria è stato molto eterogeneo, compensato per il complesso delle imprese da un aumento delle attività liquide, ma assai marcato nei settori più colpiti dalla pandemia.

In prospettiva, il sostegno pubblico al settore produttivo dovrà mirare a favorire il riavvio degli investimenti, agevolare il ricorso agli strumenti di ristrutturazione del debito e incentivare la ripresa del processo di riequilibrio della struttura finanziaria, soprattutto il rafforzamento del capitale¹.

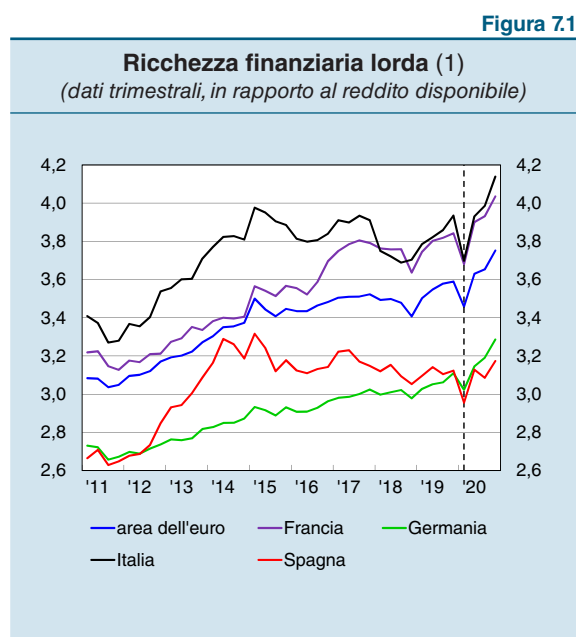
La ricchezza e gli investimenti finanziari delle famiglie

Secondo nostre stime, nel 2020 la ricchezza totale netta delle famiglie², ossia il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività, è salita a 8,6 volte il reddito disponibile (8,3 nel 2019), per effetto principalmente della riduzione di quest'ultimo. A fronte di un moderato calo della componente reale (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*), la ricchezza lorda è aumentata a seguito dell'incremento delle attività finanziarie (pari al 2,2 per cento), sospinte dalla forte crescita del risparmio che ha più che compensato la diminuzione dei prezzi dei titoli.

¹ *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, testimonianza del Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia A. De Vincenzo, Camera dei deputati, Roma, 18 marzo 2021.

² Si fa riferimento a famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp), in linea con le informazioni desumibili dai Conti finanziari.

Nel corso del 2020 il rapporto fra la ricchezza finanziaria lorda e il reddito disponibile delle famiglie italiane si è dapprima ridotto e ha in seguito ampiamente recuperato, in linea con quanto osservato per la media dell'area dell'euro (fig. 7.1). Il calo iniziale è stato lievemente più marcato rispetto a quello degli altri principali paesi, anche in conseguenza della maggiore flessione del valore delle attività. Nel secondo semestre il rapporto è cresciuto rispetto alla fine del 2019, sia per il parziale recupero dei prezzi e l'aumento del risparmio (che ha alimentato gli investimenti finanziari; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021), sia per il permanere del reddito su livelli inferiori a quelli dell'anno precedente (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), Istat e BCE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*.
(1) Famiglie consumatrici e produttrici e Isp. La riga nera tratteggiata indica l'inizio della pandemia in Italia.

L'andamento della ricchezza finanziaria è stato assai eterogeneo tra le famiglie. Secondo l'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane* (ISF) condotta ad aprile di quest'anno, un terzo dei nuclei ha indicato di aver subito un calo della ricchezza finanziaria lorda nel 2020 (la quota era stata inferiore al 20 per cento durante la crisi globale del 2008). L'incidenza è più alta, oltre il 40 per cento, tra quelli la cui persona di riferimento è occupata nei settori maggiormente colpiti dalla pandemia (ristorazione, turismo, commercio al dettaglio); questi nuclei hanno dovuto attingere ai propri risparmi per fare fronte alla caduta del reddito. Il 7 per cento degli intervistati ha invece dichiarato un aumento delle attività finanziarie. La percentuale è oltre il doppio tra le famiglie con almeno due componenti che hanno lavorato in smart working o con ricchezza finanziaria superiore a 50.000 euro (15 e 20 per cento, rispettivamente). Rispetto al periodo precedente la pandemia, esse hanno contratto le spese per consumi non essenziali a causa soprattutto delle misure di contenimento e della paura del contagio.

A fronte di un'elevata incertezza sull'evoluzione della pandemia e sui tempi della ripresa, le famiglie hanno mostrato cautela nei loro investimenti, privilegiando attività finanziarie liquide (tav. 7.1). Nel 2020 i depositi sono cresciuti di 85 miliardi, più di due volte la media dei cinque anni precedenti. Sono state acquistate anche polizze assicurative e quote di fondi comuni, che favoriscono la diversificazione del rischio di portafoglio, per importi complessivi superiori a quelli dell'anno precedente. Sono proseguiti i disinvestimenti netti da azioni e da obbligazioni. Alla fine dell'anno la quota della ricchezza finanziaria lorda detenuta in depositi e circolante era poco al di sotto del 33 per cento, oltre un punto in più rispetto a dicembre del 2019; quella in prodotti del risparmio gestito è cresciuta in modo analogo, al 35 per cento, mentre quella in azioni e obbligazioni è diminuita.

Tavola 7.1

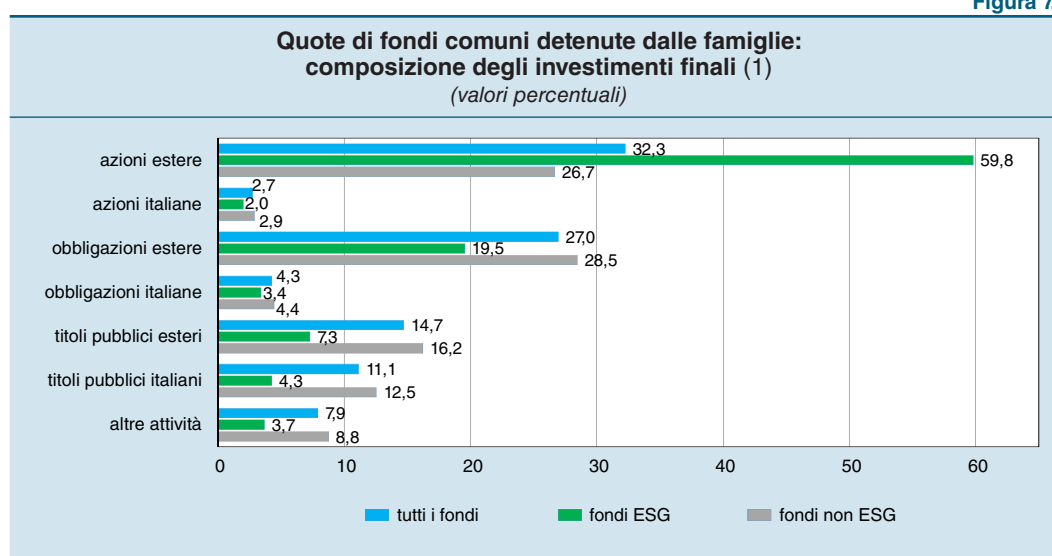
Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2020	Composizione percentuale		2019	2020
		2019	2020		
ATTIVITÀ (2)					
Biglietti e circolante	185.433	3,5	3,9	3.469	19.543
Depositi (3)	1.379.288	27,7	28,9	58.131	85.141
italiani	1.339.790	26,8	28,0	57.109	86.163
depositi a vista	902.344	17,4	18,9	52.402	89.145
altri depositi	437.446	9,4	9,2	4.707	-2.982
esteri	39.498	0,9	0,8	1.022	-1.022
Titoli obbligazionari	247.095	5,7	5,2	-41.229	-25.013
italiani	170.362	3,9	3,6	-37.383	-21.075
di cui: pubblici	132.648	2,7	2,8	-23.570	-2.312
bancari	36.448	1,2	0,8	-9.439	-18.267
esteri	76.733	1,8	1,6	-3.846	-3.939
Quote di fondi comuni	685.905	14,2	14,4	17.504	33.396
italiani	231.239	5,1	4,8	-4.469	6.280
esteri (4)	454.666	9,1	9,5	21.973	27.116
Azioni e partecipazioni	936.385	21,6	19,6	-26.965	-15.763
italiane	852.425	19,9	17,8	-25.708	-18.527
estere	83.960	1,7	1,8	-1.257	2.764
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.191.106	24,0	24,9	29.273	30.615
di cui: riserve ramo vita	867.735	17,3	18,2	20.942	24.173
Altre attività emesse dai residenti (5)	152.237	3,3	3,2	7.477	-1.891
Totale attività	4.777.449	100,0	100,0	47.661	126.027
per memoria: risparmio gestito (6)	1.679.408	34,0	35,2	43.404	61.461
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (7)	42.716	5,0	4,4	-90	-4.688
di cui: bancari	38.473	4,5	4,0	-351	-4.286
Debiti a medio e a lungo termine (8)	704.234	71,6	72,7	17.529	14.948
di cui: bancari	602.208	60,9	62,2	6.521	14.558
Altre passività (9)	221.917	23,4	22,9	7.120	-4.019
Totale passività	968.867	100,0	100,0	24.559	6.241
SALDO	3.808.582			23.101	119.786

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le gestioni patrimoniali non sono evidenziate. Le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include i conti correnti Bancoposta e le passività della Cassa depositi e prestiti. – (4) Le revisioni metodologiche introdotte dall'indirizzo BCE/2018/19 in materia di statistiche sull'estero hanno inciso sui dati relativi ai fondi comuni esteri detenuti dalle famiglie. – (5) Crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (6) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative, escluso il TFR. – (7) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (8) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e prestiti da altri residenti. – (9) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

Attraverso i prodotti del risparmio gestito i nuclei familiari possono scegliere anche tipologie di investimento che rispettano i criteri ambientali, sociali e di governance (*environmental, social and governance, ESG*); si stima che alla fine dello scorso anno il 17 per cento delle quote di fondi comuni italiani ed esteri detenute dalle famiglie fosse costituito da fondi ESG³. Secondo i risultati di una nostra analisi⁴, alla fine del 2020 i fondi ESG investivano quasi l'80 per cento del risparmio raccolto dalle famiglie in azioni e obbligazioni estere (fig. 7.2). Il valore molto elevato di questa quota riflette il fatto che l'offerta di strumenti finanziari da parte delle imprese italiane, già limitata, è particolarmente contenuta per i titoli che rispettano i requisiti di sostenibilità.

Figura 7.2



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (segnalazioni di vigilanza), Securities Holdings Statistics e Morningstar Direct; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*.

(1) Famiglie consumatrici e produttrici e Isp. I dati si riferiscono a dicembre del 2020. Le altre attività comprendono i depositi, i prestiti e le attività residuali.

Nel 2020 le famiglie detenevano circa il 90 per cento delle quote dei fondi comuni conformi alla normativa sui piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR); la percentuale (corrispondente a 14,5 miliardi) è in linea con i valori rilevati dall'attivazione di questi piani⁵.

³ L'individuazione dei fondi comuni ESG è basata sulle informazioni disponibili nell'archivio Morningstar Direct ed è stata ottenuta attraverso un processo a tre stadi. In primo luogo sono stati considerati i fondi che le società di gestione del risparmio dichiaravano come ESG nel prospetto informativo. In mancanza di questa informazione, sono stati presi in considerazione i fondi ai quali Morningstar assegnava un punteggio sulla sostenibilità (*Morningstar sustainability rating*) pari a 4 o a 5 (il rating va da 1, meno sostenibile, a 5, più sostenibile, e viene stabilito qualora sia possibile analizzare almeno i due terzi del portafoglio del fondo escludendo i titoli pubblici). Per la componente residuale dei fondi censiti nell'archivio, sono stati considerati come ESG i fondi ai quali Morningstar attribuiva un basso rischio legato alle emissioni inquinanti (*Low carbon designation*).

⁴ Le stime sono basate sul metodo del *look-through*, che consiste nell'individuare le attività sottostanti ai prodotti del risparmio gestito (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Metodo del look-through*; A. Cardillo e M. Coletta, *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 409, 2017).

⁵ I PIR mirano a favorire gli investimenti in titoli di imprese italiane a fronte di vantaggi fiscali; cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017.

L'indebitamento delle famiglie

Nel 2020 i debiti finanziari delle famiglie in rapporto al reddito disponibile sono aumentati di 2,6 punti percentuali, al 64,7 per cento, un livello che rimane molto più basso di quello medio dell'area dell'euro (97,5 per cento); l'incremento del rapporto è stato determinato prevalentemente dalla flessione del reddito. A fronte di una marcata contrazione dell'attività economica, il tasso di crescita dei finanziamenti erogati alle famiglie consumatrici da banche e società finanziarie si è più che dimezzato, all'1,5 per cento (tav. 7.2).

Tavola 7.2

Credito alle famiglie consumatrici (1) (dati di fine periodo; valori percentuali e milioni di euro)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2021 (2)
	2017	2018	2019	2020	marzo 2021	
Prestiti per l'acquisto di abitazioni						
Banche	2,3	2,5	2,5	2,3	2,9	382.177
Credito al consumo						
Banche	9,2	9,1	8,5	-0,6	-0,3	110.431
Società finanziarie	3,2	4,0	8,5	3,3	3,2	37.200
Totale banche e società finanziarie	7,6	7,7	8,5	0,4	0,6	147.631
Altri prestiti (3)						
Banche	0,8	1,0	0,5	0,1	1,0	99.560
Prestiti totali						
Totale banche e società finanziarie	3,1	3,4	3,5	1,5	2,1	629.368

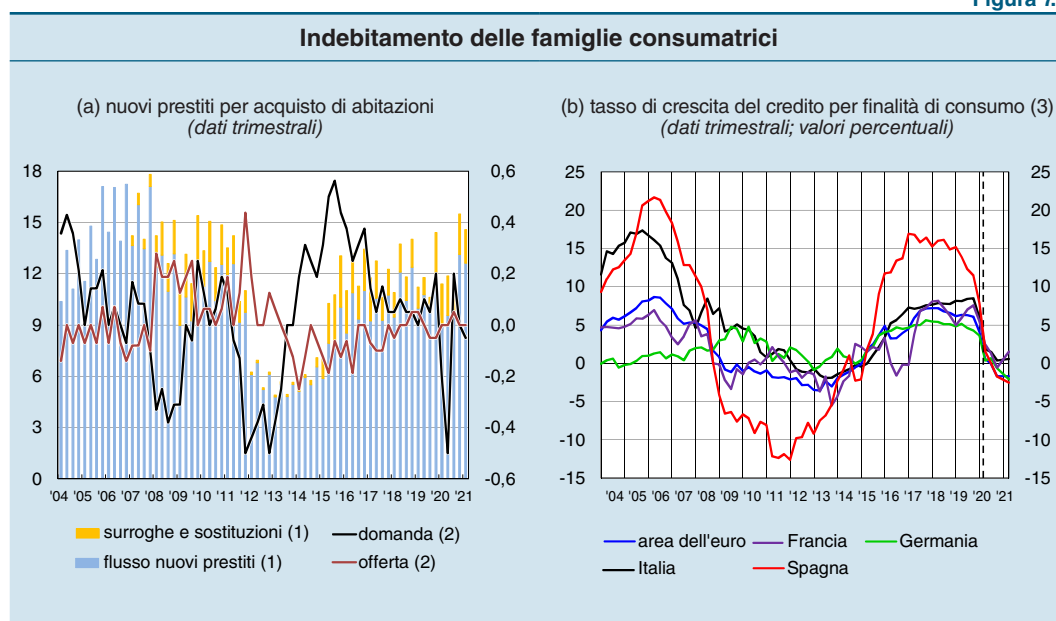
Fonte: segnalazioni di vigilanza.
 (1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati.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

Le sottoscrizioni di nuovi mutui sono rimaste nell'insieme su livelli simili a quelli dei quattro anni precedenti; nel corso del 2020 l'andamento di questi debiti è stato determinato soprattutto dalla domanda (fig. 7.3.a). Le condizioni di offerta si sono mantenute complessivamente distese, anche in conseguenza delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema. Il rapporto medio tra prestito e valore dell'abitazione (*loan-to-value ratio*) ha continuato a salire moderatamente, raggiungendo il 66 per cento, un livello superiore di circa 8 punti percentuali rispetto al minimo osservato nel 2013, ma nettamente inferiore a quello dei paesi europei per i quali il mercato immobiliare rappresenta una vulnerabilità per il sistema finanziario⁶. È proseguita la crescita dell'ammontare medio dei mutui, che ha riflesso anche l'aumento dei prezzi delle abitazioni acquistate (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021). Dal 2015 la quota di mutui di importo superiore a 75.000 euro erogati alla clientela con meno di 35 anni è stata circa un terzo del totale, sotto il livello del 2007 (40 per cento). Sulla base dell'indagine Eurostat sul reddito e le condizioni di vita (*European*

⁶ Si tratta dei paesi che hanno ricevuto raccomandazioni di adottare misure macroprudenziali al fine di fronteggiare i rischi connessi con il mercato immobiliare; cfr. sul sito del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB): *ESRB issues five warnings and six recommendations on medium-term residential real estate sector vulnerabilities*, comunicato stampa del 23 settembre 2019.

Union statistics on income and living conditions, EU-SILC) per il 2018, la quota di mutuatari tra i più giovani si è ridotta in confronto al periodo della crisi finanziaria globale anche in Germania, Regno Unito e Spagna. Il calo in Italia ha riflesso sia criteri di selezione più attenti da parte degli intermediari, sia la minore domanda di credito da parte dei nuclei familiari più giovani, che hanno contratti di lavoro in media meno stabili rispetto a quelli delle famiglie appartenenti alle altre classi di età.

Figura 7.3



Fonte: per il pannello (a), indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) e segnalazioni di vigilanza; per il pannello (b), elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE. Il dato per l'Italia dal dicembre 2009 include anche le società finanziarie; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*.
 (1) Miliardi di euro. – (2) Scala di destra. Indici di diffusione: valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Gli indici di diffusione sono costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (3) La riga nera tratteggiata indica l'inizio della pandemia in Italia.

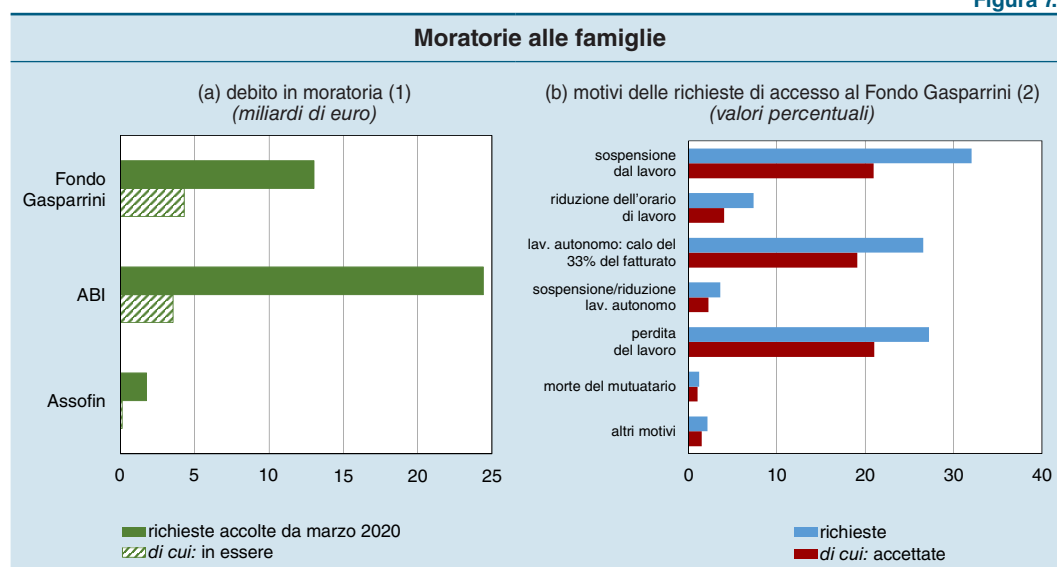
L'indebitamento per finalità di consumo, assai cresciuto a partire dal 2015 in tutti i principali paesi dell'area dell'euro⁷, ha rallentato nettamente con lo scoppio dell'epidemia di Covid-19. Per tutte le maggiori economie il tasso di crescita nel 2020 è rimasto comunque su livelli superiori rispetto ai minimi osservati durante la crisi dei debiti sovrani (fig. 7.3.b). In Italia la dinamica è stata condizionata principalmente dalla domanda, che nella prima metà dello scorso anno ha subito una marcata diminuzione connessa con la riduzione dei consumi e della fiducia delle famiglie; il lieve miglioramento di quest'ultima a partire da giugno (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2021) non è stato tuttavia sufficiente a consentire il ritorno delle erogazioni sui livelli precedenti la pandemia.

Per fornire un sostegno alle famiglie indebitate colpite dalle conseguenze dell'emergenza sanitaria, l'ambito di operatività delle moratorie *ex lege* (Fondo Gasparini) e private

⁷ S. Magri, V. Michelangeli, S. Pastorelli e R. Pico, *The expansion of consumer credit in Italy and the main euro area countries*, "European Review", 29, 3, 2021, pp. 1-31, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 500, 2019.

è stato temporaneamente ampliato⁸. Sulla base di una specifica rilevazione avviata dalla Banca d'Italia in collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), da marzo del 2020 le moratorie a favore delle famiglie consumatrici hanno interessato prestiti per circa 40 miliardi; al 7 maggio del 2021 quelle ancora attive riguardavano 8 miliardi di finanziamenti (fig. 7.4.a). Le richieste di sospensione delle rate dei mutui, il cui numero è stato elevato soprattutto nei primi mesi della pandemia, sono riconducibili prevalentemente a individui che hanno dichiarato di aver subito un forte calo del reddito familiare, che risiedono nel Nord Ovest o che operano nell'industria, nei servizi o nei settori del commercio e della ristorazione⁹. Secondo i dati della Concessionaria servizi assicurativi pubblici (Consap), circa il 40 per cento delle richieste di accesso al Fondo Gasparri è stato avanzato da lavoratori dipendenti con una sospensione del lavoro o una riduzione oraria, poco più del 30 per cento da lavoratori autonomi e da liberi professionisti (fig. 7.4.b).

Figura 7.4



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

(1) Dati della task force congiunta coordinata dal MEF; cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Task force per assicurare l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto alla liquidità*. Gli importi indicano il valore residuo del prestito per il quale è richiesta la moratoria. I dati si riferiscono al 7 maggio 2021. – (2) Sono riportate le quote sul totale delle richieste. I dati si riferiscono al 31 dicembre 2020.

⁸ Il Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa (Fondo Gasparri), istituito nel 2007, prevede la possibilità di sospendere fino a 18 mesi il pagamento delle rate del debito al verificarsi di condizioni di temporanea difficoltà. Con i DD.LL. 9/2020, 18/2020 e 23/2020 la platea di soggetti che possono accedere al Fondo è stata estesa in modo permanente ai lavoratori dipendenti che abbiano subito una sospensione o una riduzione dell'orario di lavoro per un periodo di almeno 30 giorni lavorativi consecutivi (Cassa integrazione guadagni) e, fino a dicembre del 2020, ai lavoratori autonomi e liberi professionisti che abbiano registrato in un trimestre successivo al 21 febbraio del 2020 un calo del fatturato superiore al 33 per cento rispetto all'ultimo trimestre del 2019. Fra marzo e dicembre del 2020 non era richiesta la presentazione dell'ISEE e la soglia massima del mutuo per l'accesso al Fondo è stata aumentata da 250.000 a 400.000 euro. Con la legge di conversione dei decreti "ristori" (L. 176/2020) la possibilità di avvalersi dei benefici del Fondo per i mutui in ammortamento da meno di un anno è stata estesa fino ad aprile del 2022. Nel corso del 2020 l'Associazione bancaria italiana (ABI) e le associazioni dei consumatori hanno raggiunto accordi per la sospensione delle rate dei mutui diversi da quelli ammessi ai benefici del Fondo Gasparri; Assofin ha promosso una moratoria per il credito ai consumatori. Il termine per la presentazione delle domande per accedere a queste moratorie private è scaduto a marzo del 2021. Per ulteriori approfondimenti cfr. nell'Appendice la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*. I dati qui presentati non tengono conto delle moratorie concesse su iniziativa delle singole banche.

⁹ F. Ciocchetta, V. Michelangeli, R. Pico e A. di Salvatore, *Impatto delle moratorie sui mutui sulla vulnerabilità finanziaria delle famiglie*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 22 marzo 2021.

Sulla base dei dati riferiti a dicembre dell'indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*), il rimborso delle rate è tornato regolare per circa il 90 per cento dei mutui per i quali è terminato il periodo di interruzione previsto dalla moratoria *ex lege* o da quelle private. Quasi il 90 per cento dei beneficiari di moratorie, scadute o ancora in essere, intervistati ad aprile del 2021 nell'ambito dell'ISF ha dichiarato di non aver ritardato o di aspettarsi di non ritardare il pagamento delle rate alla scadenza della sospensione.

Le misure di distanziamento sociale e le restrizioni alla mobilità hanno incentivato l'utilizzo dei canali digitali per l'accesso ai servizi bancari da parte delle famiglie (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). Circa il 9 per cento dei nuclei intervistati nell'ambito dell'ISF ha risposto di avere usato per la prima volta l'home banking a partire da marzo del 2020; oltre il 40 per cento afferma di voler utilizzare prevalentemente questi servizi anche in futuro. Le percentuali sono più elevate quando il capofamiglia ha meno di 45 anni (14 e 56 per cento, rispettivamente).

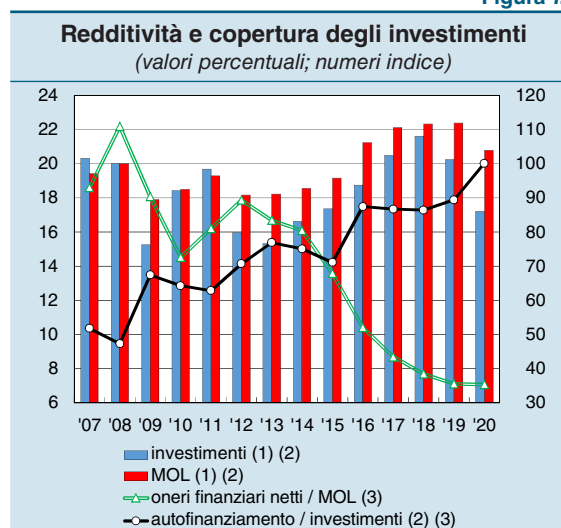
Uno studio sugli ultimi dati disponibili – relativi al periodo 2012-16 – dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF)*¹⁰ indica che l'accesso ai servizi bancari tramite la rete internet da parte della clientela ha avuto un impatto positivo sulla decisione di iniziare a investire nei mercati finanziari. I risparmiatori beneficiano infatti della riduzione dei costi di ricerca, transazione e trasporto, e di una maggiore flessibilità nell'effettuare operazioni di investimento online piuttosto che allo sportello. L'accesso alle informazioni attraverso i canali digitali ha anche contribuito ad accrescere le competenze finanziarie delle famiglie.

La redditività e il saldo finanziario delle imprese

Nel 2020 le imprese hanno registrato una forte contrazione dei flussi di reddito: il margine operativo lordo (MOL) si è ridotto del 7,2 per cento. Il calo dei profitti è stato attenuato dalla bassa incidenza del costo del debito; gli oneri finanziari netti hanno continuato ad assorbire una parte contenuta del MOL (7,1 per cento; fig. 7.5).

Sulla base dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind)*, il peggioramento dei risultati economici – diffuso tra tutte le classi dimensionali di impresa ma particolarmente accentuato nei settori più colpiti dalla crisi pandemica – è stato significativo: la quota di imprese in utile (61 per cento) è più bassa di

Figura 7.5



Fonte: elaborazioni su dati nominali Istat, Conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: redditività e copertura degli investimenti*.
(1) Indici: 2008=100. – (2) Scala di destra. – (3) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stimati sulla base di dati Banca d'Italia e Istat.

¹⁰ V. Michelangeli e E. Viviano, *Can internet banking affect households' participation in financial markets and financial awareness?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1329, 2021.

12 punti percentuali rispetto alla media del triennio precedente, ma resta superiore al livello osservato durante la doppia recessione del 2008-2013.

In seguito al più forte calo dell'accumulazione di capitale (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*), il rapporto tra l'autofinanziamento e gli investimenti ha superato il 100 per cento. Il saldo finanziario del settore, di oltre 37 miliardi (2,3 per cento del PIL), ha raggiunto il valore più elevato dall'inizio della rilevazione nel 1995 (tav. 7.3).

Tavola 7.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2020	Composizione percentuale		2019	2020
		2019	2020		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	478.867	20,4	24,3	25.272	87.098
Titoli	67.134	2,9	3,4	-14.499	7.664
di cui: pubblici italiani	48.423	1,9	2,5	-13.628	7.750
Azioni e partecipazioni	708.694	39,5	35,9	49.074	8.913
Crediti commerciali	552.021	29,1	28,0	11.126	2.220
Altre attività (2)	165.668	8,1	8,4	14.910	-11.836
Totale attività	1.972.384	100,0	100,0	85.883	94.059
di cui: sull'estero	559.098	30,0	28,3	19.170	-208
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.269.697	31,4	32,8	-133	44.734
Prestiti bancari	667.980	16,2	17,2	-36.012	43.399
Altri prestiti (3)	447.967	11,5	11,6	37.839	-6.540
Titoli	153.750	3,7	4,0	-1.960	7.876
Azioni e partecipazioni	1.853.548	49,9	47,8	50.994	-12.240
Debiti commerciali	506.476	13,0	13,1	14.852	3.815
Altre passività (4)	245.396	5,7	6,3	7.273	20.189
Totale passività	3.875.117	100,0	100,0	72.987	56.498
di cui: sull'estero	743.252	19,2	19,2	29.433	2.973
SALDO	-1.902.733			12.897	37.561

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

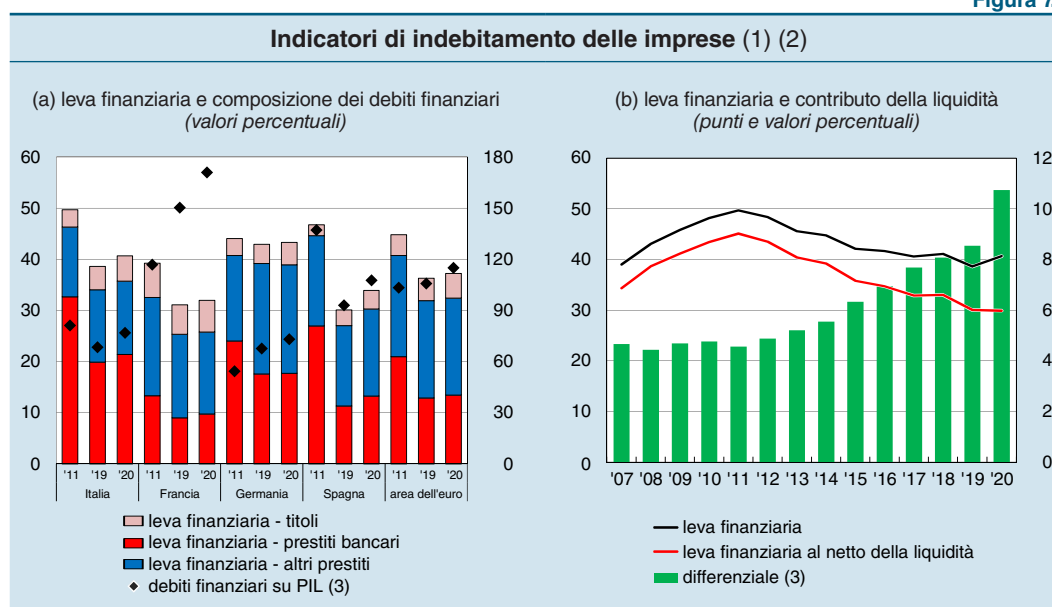
(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie; a seguito della trasformazione in società per azioni, completata nel 1998, Poste Italiane è inclusa in questo settore: nonostante la rilevante attività finanziaria, l'attività prevalente resta infatti legata alla produzione di servizi non finanziari. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Fondi comuni, crediti infragruppo, riserve tecniche di assicurazione, derivati e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing e di factoring, i prestiti infragruppo e quelli cartolarizzati. – (4) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati e altre partite minori.

Le fonti di finanziamento delle imprese

La struttura finanziaria. – Nel 2020 è aumentato l'indebitamento, interrompendo la riduzione che proseguiva pressoché ininterrotta dal 2011. I debiti finanziari sono saliti al 76,9 per cento del PIL, mantenendosi a un livello inferiore rispetto alla media dell'area dell'euro (fig. 7.6.a). La leva finanziaria è cresciuta di 2 punti percentuali rispetto all'anno

precedente, per effetto soprattutto della flessione del valore di mercato del patrimonio; al netto delle disponibilità liquide, significativamente aumentate in seguito all'espansione del risparmio di impresa, la leva si sarebbe invece leggermente ridotta (fig. 7.6.b).

Figura 7.6



(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. – (2) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. – (3) Scala di destra.

Gli andamenti sono assai eterogenei tra settori, con aumenti del debito più pronunciati per le aziende dei comparti maggiormente interessati dalle misure di contenimento (alloggio e ristorazione, intrattenimento; cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia sui bilanci e sulla rischiosità delle imprese nei diversi settori di attività economica*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

Circa un terzo delle società intervistate nell'ambito dell'indagine Invind si attende nel 2021 un incremento dell'indebitamento di almeno 3 punti percentuali rispetto all'inizio del 2020; il 10 per cento ha in programma di attuare entro la fine dell'anno una strategia di ripatrimonializzazione, ricorrendo principalmente all'apporto di capitali da parte dei soci attuali. Il ribilanciamento nella composizione delle fonti di finanziamento a favore dei mezzi propri, auspicabile per tutte le imprese, sarà particolarmente rilevante per quelle di minore dimensione, più esposte al persistere di squilibri in seguito a fasi recessive (cfr. il riquadro: *L'evoluzione della leva finanziaria delle imprese italiane e il ciclo economico*).

L'EVOLUZIONE DELLA LEVA FINANZIARIA DELLE IMPRESE ITALIANE E IL CICLO ECONOMICO

Un'elevata leva finanziaria (leverage), misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto, può ridurre la capacità delle imprese di investire o di rimborsare i debiti, con effetti negativi sulla crescita economica. Analizzare gli andamenti del leverage nelle diverse fasi del ciclo economico, il ruolo delle sue componenti e l'eterogeneità di queste relazioni tra le diverse classi

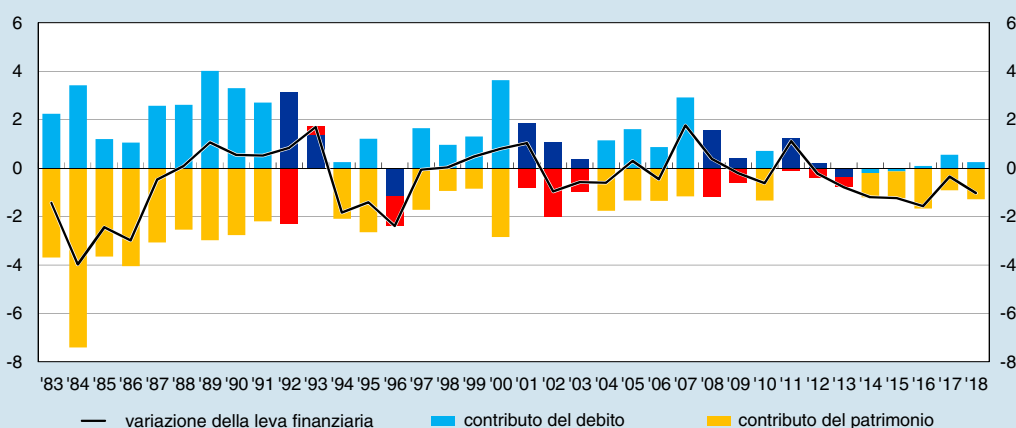
dimensionali di impresa può contribuire a definire e a valutare gli interventi volti a promuovere il rafforzamento della struttura finanziaria del settore produttivo, questione particolarmente rilevante alla luce degli effetti della pandemia.

Uno studio basato sui bilanci di 165.000 aziende italiane esamina l'evoluzione del leverage e i contributi relativi del debito e del patrimonio nel periodo tra il 1982 e il 2018; valuta inoltre se le dinamiche differiscano per classe dimensionale di impresa, a parità di altre caratteristiche¹.

La leva finanziaria è lievemente anticiclica (figura). Nelle recessioni comprese nell'intervallo temporale considerato il leverage è inizialmente cresciuto sia per l'aumento del debito, sia per il minore incremento (o il calo) del patrimonio; successivamente si è ridotto, per il rallentamento del debito. Nei primi anni delle fasi espansive la leva ha continuato a diminuire in ragione della più debole dinamica del debito e soprattutto degli aumenti del patrimonio, favoriti dal recupero della redditività. In particolare, nelle fasi espansive dell'inizio degli anni ottanta, novanta e duemila, sono state osservate consistenti riduzioni del leverage in assenza di una contrazione del credito².

Figura

Variatione della leva finanziaria e contributi di debito e patrimonio (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci e Istat.

(1) La leva finanziaria è calcolata come il rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto (escluse le riserve di rivalutazione). Per ogni anno, la variazione della leva è calcolata su un campione chiuso di imprese. Un contributo positivo del debito (patrimonio) indica un aumento dell'indebitamento (una riduzione dei mezzi propri, anche per perdite di esercizio) e viceversa. Gli anni indicati con un colore più scuro identificano le fasi recessive.

¹ A. De Socio, *Firms' leverage across business cycles*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 587, 2020. Nello studio si scompone la variazione annuale della leva finanziaria nei contributi relativi dei debiti finanziari e del patrimonio. Le società sono divise in dieci classi (decili) sulla base della distribuzione per totale dell'attivo. Nell'analisi si controlla anche per l'effetto di età, redditività, rischiosità e dipendenza dal credito a breve termine o bancario, poiché queste variabili influenzano, insieme alla dimensione, la capacità di finanziamento delle imprese.

² La leva è aumentata nei successivi anni di crescita. Il rialzo è stato più intenso nelle prolungate espansioni cicliche che hanno preceduto le crisi dell'inizio degli anni novanta e duemila rispetto a quanto osservato prima della crisi finanziaria del 2007-08.

La dinamica della leva risente della dimensione di impresa. Le analisi indicano infatti che l'aumento iniziale nelle recessioni riguarda soprattutto le società grandi, per effetto della crescita del debito, e quelle piccole, che soffrono maggiormente di un calo degli utili. Per le aziende minori inoltre la riduzione successiva è più lenta rispetto alle altre, a causa di profitti persistentemente più bassi; di conseguenza la loro capacità di riequilibrare la struttura finanziaria appare più limitata.

Queste evidenze suggeriscono che, per contrastare l'aumento della leva determinato dalla crisi pandemica, le misure volte a sostenere la patrimonializzazione delle imprese sono particolarmente importanti, soprattutto per le aziende di minore dimensione³.

³ Sulla base dei dati dei conti finanziari, nel 2020 l'aumento del leverage ha riguardato sia l'Italia sia gli altri principali paesi europei (cfr. fig. 7.6.a). Nel medio termine il riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane dovrebbe accompagnarsi anche a più rapidi ed efficaci processi di ristrutturazione del debito e di gestione delle situazioni di crisi (cfr. *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, testimonianza del Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia A. De Vincenzo, Camera dei deputati, Roma, 18 marzo 2021).

Il credito. – Nel 2020 i finanziamenti erogati alle imprese (incluse le famiglie produttrici) da banche e società finanziarie sono aumentati del 7,4 per cento su base annua; l'incremento è proseguito nei mesi più recenti (5,7 per cento nel marzo 2021; tav. 7.4). La crescita è stata più alta della media per le aziende di maggiore dimensione e per quelle della manifattura e dei servizi.

Tavola 7.4

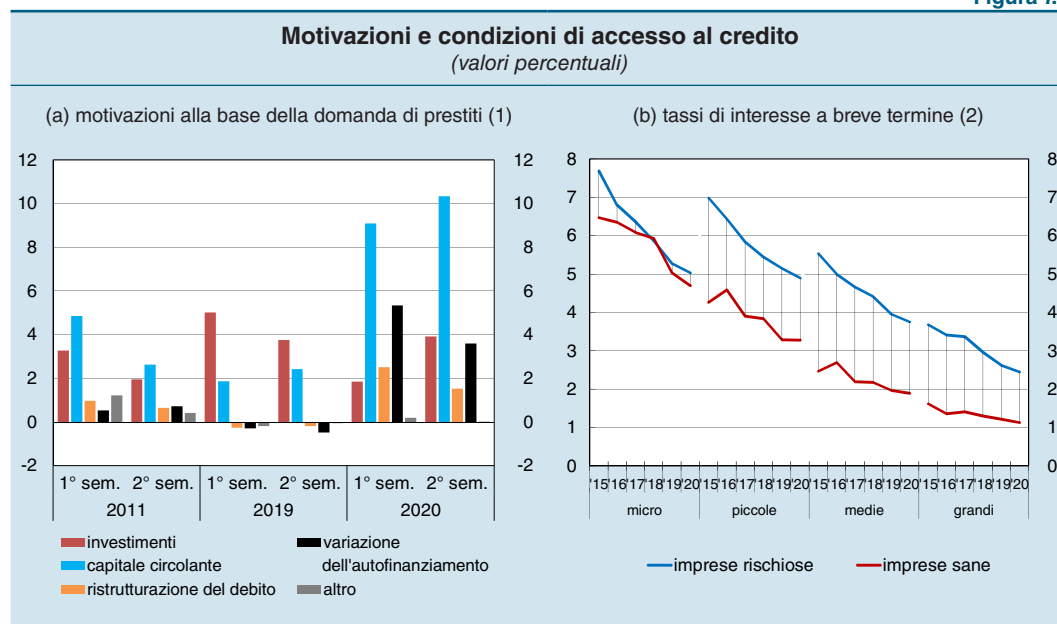
Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2018	2019	2020	marzo 2021	marzo 2021
Attività economica					
			Banche		
Manifattura	2,7	-0,2	12,5	9,8	24,2
Costruzioni	-2,1	-3,9	2,1	2,6	11,3
Servizi	4,3	-1,0	11,4	7,5	38,5
Attività immobiliari	-3,5	-4,3	-0,4	0,2	9,2
Altro	-2,7	-3,3	3,6	3,9	8,7
Dimensione					
Imprese piccole (2)	-1,0	-2,3	6,8	8,9	16,5
Imprese medio-grandi	1,8	-1,7	8,7	5,8	75,4
Totale	1,3	-1,8	8,4	6,3	91,9
			Società finanziarie		
Leasing	-3,4	-6,9	-2,1	-0,4	5,2
Factoring	8,5	-4,4	-3,3	-5,3	2,1
Altri finanziamenti	0,8	25,4	0,4	5,2	0,8
Totale	0,3	-4,4	-2,3	-1,2	8,1
			Banche e società finanziarie		
Totale	1,2	-2,0	7,4	5,7	100,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I dati di marzo 2021 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con un numero di addetti inferiore a 20.

La domanda di prestiti, elevata nel corso di tutto l'anno, è stata motivata principalmente dall'esigenza di finanziare il capitale circolante (fig. 7.7.a). La dinamica del credito è stata sostenuta dagli interventi pubblici varati a sostegno delle condizioni finanziarie del sistema produttivo (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*); ai prestiti garantiti hanno fatto ricorso in misura prevalente le imprese finanziariamente più solide e, come per le moratorie, quelle operanti nei settori più colpiti dalla crisi pandemica (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario e il credito alle imprese durante la pandemia*).

Figura 7.7



Fonte: Banca d'Italia, BCE e Cerved.

(1) Saldo tra la quota di imprese che hanno aumentato la domanda di prestiti bancari e la quota di quelle che l'hanno ridotta rispetto al semestre precedente, in base alle motivazioni segnalate come più rilevanti tra quelle indicate in legenda. Dati riferiti a circa 4.000 imprese industriali e dei servizi incluse nell'indagine Invind della Banca d'Italia; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind)*. – (2) Tassi di interesse medi sulle consistenze dei prestiti bancari; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: suddivisione per classe dimensionale e di rischio*.

LE MISURE DI SOSTEGNO FINANZIARIO E IL CREDITO ALLE IMPRESE DURANTE LA PANDEMIA

Le misure di sostegno finanziario alle imprese varate dal Governo nel corso del 2020 si sono concentrate sul potenziamento dei programmi di garanzie pubbliche sui prestiti¹ e sull'introduzione *ex lege* di una moratoria dei debiti². Questi interventi

¹ Il sistema di copertura statale sui prestiti, ampliato con il DL 18/2020 (decreto "cura Italia") e ulteriormente rafforzato dal DL 23/2020 (decreto "liquidità"), ha potenziato l'operatività del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese (cfr. il riquadro: *Le garanzie pubbliche e la crescita del credito alle imprese* del capitolo 13) e ha attribuito a SACE, i cui compiti sono stati ridefiniti, la funzione di rilasciare garanzie pubbliche prevalentemente alle grandi società.

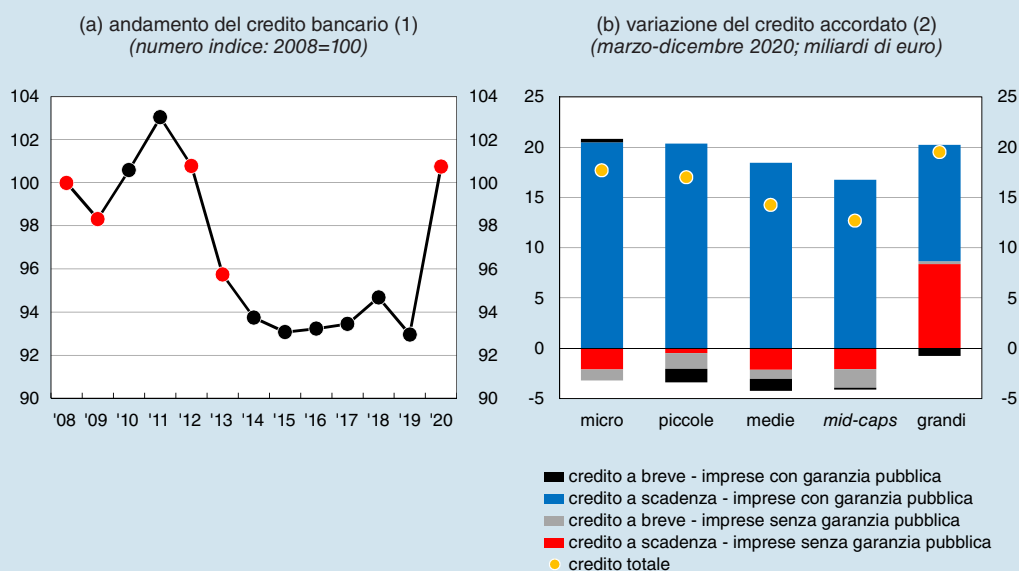
² L'art. 56 del DL 18/2020 ha introdotto una moratoria per le piccole e medie imprese prevedendo inizialmente la possibilità di ottenere, sino alla fine di settembre 2020: la proroga dei prestiti in scadenza; la sospensione del pagamento delle rate; il congelamento dei finanziamenti revocabili, come le aperture di credito in conto corrente. L'iniziativa è stata più volte prorogata, da ultimo con la legge di bilancio per il 2021. L'intervento *ex lege* è stato affiancato da moratorie private concordate con i singoli intermediari e da quella promossa dall'ABI, che consente alle banche e agli intermediari finanziari aderenti di sospendere fino a un anno il pagamento delle rate dei finanziamenti e di estenderne la scadenza.

hanno efficacemente limitato il fabbisogno di liquidità delle aziende³ e sostenuto l'espansione del credito durante la pandemia, evitando una stretta creditizia (*credit crunch*).

Nel 2020 i finanziamenti bancari alle imprese sono cresciuti di oltre l'8 per cento; nelle precedenti fasi recessive si erano invece ridotti (del 2 per cento nel 2009 e del 7 nel complesso del biennio 2012-13; figura, pannello a). Il credito è aumentato inizialmente per le società medio-grandi e, a partire da giugno, anche per le aziende di minore dimensione, invertendo la fase di contrazione in corso da molti anni. L'espansione ha interessato i prestiti a lungo termine; sono invece lievemente diminuiti quelli a breve, riflettendo anche la scelta delle aziende di disporre di una fonte di finanziamento più stabile in una fase caratterizzata da elevata incertezza sulle prospettive economiche⁴.

Figura

Andamento del credito alle imprese



Fonte: per il pannello (a), segnalazioni di vigilanza; per il pannello (b), Mediocredito Centrale, SACE e Centrale dei rischi.
 (1) Sono incluse le famiglie produttrici. È compresa Cassa depositi e prestiti. In rosso sono evidenziati i valori osservati in anni di recessione/crisi. - (2) Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza a febbraio del 2020. Elaborazioni su un campione di oltre 1,3 milioni di imprese. Sono definite "imprese con garanzia pubblica" quelle con almeno una garanzia approvata dal Fondo centrale di garanzia o da SACE nel periodo considerato. La classificazione dimensionale è in linea con quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361: (a) le microimprese sono quelle con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiori a 2 milioni di euro; (b) le piccole imprese hanno meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiori a 10 milioni di euro; (c) le medie imprese hanno meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiori rispettivamente a 50 e a 43 milioni di euro; (d) le grandi imprese sono quelle residuali. Le *mid-caps* hanno un numero di dipendenti non superiore a 499.

³ Stime condotte su un campione di società di capitali indicano che alla fine del 2020, grazie alle misure governative approvate tra marzo e agosto, il numero delle aziende in deficit di liquidità si sarebbe ridotto da 142.000 a circa 32.000, mentre il fabbisogno complessivo sarebbe sceso da 48 a 17 miliardi (cfr. A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 13 novembre 2020).

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *I prestiti alle imprese durante la pandemia in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021.

Un'analisi dell'evoluzione del credito accordato da banche e società finanziarie a oltre 1,3 milioni di aziende tra marzo e dicembre del 2020 mostra che l'incremento dei prestiti a lungo termine è quasi interamente ascrivibile alle imprese che hanno ricevuto prestiti garantiti, mentre la lieve riduzione del debito a breve ha interessato tutte le aziende⁵. Questi andamenti sono comuni a quasi tutte le classi dimensionali di impresa; solo tra le grandi società il credito è aumentato anche per quelle che non hanno fatto ricorso alle garanzie (figura, pannello b).

I risultati indicano che, in assenza di interventi di sostegno, la crisi pandemica si sarebbe tradotta in una significativa restrizione creditizia per le imprese di minore dimensione – strutturalmente dipendenti dai finanziamenti bancari – e verosimilmente in un più difficile accesso al credito anche per le aziende medie e per quelle con un numero di dipendenti non superiore a 499 (*mid-caps*).

L'eterogeneità degli effetti della pandemia sul sistema produttivo si è riflessa nel ricorso alle misure, che è stato più elevato per i comparti severamente colpiti dalle conseguenze dell'emergenza sanitaria: il 40 per cento delle imprese che hanno beneficiato delle garanzie e il 36 per cento di quelle che hanno utilizzato le moratorie sono attive nei settori del commercio e dell'alloggio e ristorazione, che costituiscono il 33 per cento del campione.

A parità di altre caratteristiche di impresa, la probabilità di accedere agli schemi di garanzia statale, in media pari al 44 per cento per le aziende analizzate, è stata maggiore di circa 3 punti percentuali per le società più solide (quelle con un rapporto tra oneri finanziari e margine operativo lordo inferiore al 50 per cento alla fine del 2020)⁶. L'accesso alle moratorie è risultato invece più probabile per le imprese finanziariamente vulnerabili (di circa 4 punti percentuali, a fronte di una media del 34 per cento).

Con l'attenuarsi dell'incertezza sulle prospettive economiche le misure di sostegno potranno divenire più selettive, privilegiando le imprese con buone possibilità di rilancio dopo la pandemia.

⁵ S. De Mitri, A. De Socio, V. Nigro e S. Pastorelli, *Le misure di sostegno finanziario e il credito alle imprese durante la pandemia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. L'analisi è condotta su un ampio campione che include la totalità delle imprese che hanno ottenuto dal Fondo centrale di garanzia o da SACE l'approvazione della garanzia su almeno un prestito, le società in moratoria (*ex lege* e di natura privata) risultanti dalla rilevazione AnaCredit e tutte le altre aziende, censite in Centrale dei rischi, prive di un prestito garantito. Il credito a breve termine si riferisce alle operazioni a revoca e autoliquidanti, che per loro natura sono di breve durata.

⁶ Le stime rimangono simili anche utilizzando un indicatore di vulnerabilità calcolato alla fine del 2019. Questi risultati sono basati su un campione di oltre 660.000 società di capitali. L'indicatore di vulnerabilità adottato nella stima si riferisce alla rischiosità alla fine del 2020 ed è calcolato con il modello di microsimulazione della situazione finanziaria delle imprese della Banca d'Italia (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

L'accesso al credito è stato favorito anche dalla discesa dei tassi di interesse, che ha riflesso la politica monetaria fortemente espansiva e il calo dei premi per il rischio richiesti dagli intermediari: il differenziale tra i tassi applicati alle aziende più rischiose e a quelle più solide si è ridotto a 2,1 punti percentuali; il costo del credito è rimasto più contenuto per le imprese grandi (fig. 7.7.b).

La crisi pandemica ha accelerato la richiesta di servizi finanziari ad alto contenuto tecnologico. Nello scorso anno la quota di prestiti sottoscritti interamente online dalle imprese del campione Invind è più che raddoppiata, pur rimanendo ancora contenuta (4 per cento); le società che dichiarano di avere ottenuto credito attraverso canali digitali si sono rivolte prevalentemente a intermediari tradizionali.

I canali di finanziamento alternativi al credito. – Le condizioni di accesso al mercato obbligazionario, rapidamente deteriorate nel marzo 2020, sono migliorate già a partire dal mese successivo. Le emissioni lorde sono state pari complessivamente a 47 miliardi¹¹, un ammontare in linea con quello del 2019. Circa la metà del valore dei collocamenti è riconducibile alle imprese del comparto energetico. La raccolta si è mantenuta elevata tra le aziende di maggiore dimensione, che hanno beneficiato di costi all'emissione relativamente contenuti e di scadenze dei prestiti più lunghe.

Il ricorso a canali di finanziamento innovativi ha continuato a crescere a ritmi sostenuti, pur restando limitato in termini di volumi intermediati. Sulla base dei dati del Politecnico di Milano¹², il valore delle fatture commerciali cedute attraverso portali digitali (*invoice trading*) ha superato un miliardo nei dodici mesi terminanti a giugno del 2020, con un aumento del 23 per cento rispetto all'anno precedente; la concessione di prestiti diretti da parte di fondi specializzati (*direct lending*) è in espansione.

Le nuove quotazioni di società non finanziarie sul mercato azionario sono state meno numerose rispetto a quelle programmate all'inizio dell'anno e a quelle effettuate nel periodo pre-pandemia (21, nel confronto con una media di 30 nei tre anni precedenti). Le operazioni hanno riguardato quasi esclusivamente il segmento Alternative Investment Market (AIM), caratterizzato da procedure di ammissione semplificate, e hanno coinvolto in misura crescente imprese operanti nel settore tecnologico (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

Secondo i dati diffusi da Invest Europe/EDC, gli investimenti in aziende italiane effettuati da società di private equity e venture capital sono stati pari a 5,4 miliardi, un valore inferiore di oltre il 20 per cento rispetto a quello osservato nel 2019. Il calo ha interessato soprattutto le imprese nelle fasi di espansione dell'attività (*growth capital*), mentre i finanziamenti diretti alle aziende con elevate prospettive di crescita (*early stage* e *later stage*) sono aumentati in modo sostenuto e hanno riguardato 180 imprese, il numero più elevato nel confronto storico; i volumi complessivi delle operazioni rimangono tuttavia esigui rispetto ai principali paesi europei. Gli interventi pubblici a sostegno del mercato del capitale di rischio possono favorire la crescita dimensionale del sistema produttivo e una ripresa più rapida dell'economia.

¹¹ Sono inclusi i collocamenti da parte di imprese e gruppi non finanziari italiani presenti in Anagrafe titoli e Dealogic; rientrano nel perimetro dell'analisi anche le emissioni di società estere controllate da aziende italiane.

¹² Politecnico di Milano, Unioncamere e Innexa, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, Osservatori Entrepreneurship, Finance & Innovation, 3, novembre 2020.

8. IL MERCATO DEL LAVORO

La crisi pandemica si è ripercossa pesantemente sul mercato del lavoro, ma la caduta del numero di occupati è stata assai più contenuta di quella del numero di ore lavorate, che ha toccato il livello più basso degli ultimi quattro decenni. A contenere la perdita di occupazione, che ha comunque interessato oltre mezzo milione di persone, hanno contribuito le misure introdotte dal Governo.

Per contrastare le conseguenze della pandemia, di portata e caratteristiche eccezionali, è stato necessario ricorrere a una pluralità di nuove misure di sicurezza sociale e di incentivo alla domanda di lavoro; sono risultate evidenti, nonostante gli sforzi di riforma degli ultimi anni, le lacune degli strumenti preesistenti.

La perdita di posti di lavoro non è stata omogenea tra le categorie di lavoratori: è diminuita notevolmente l'occupazione a tempo determinato e quella di tipo autonomo; è scesa l'occupazione nel settore dei servizi, soprattutto nel turismo. Si sono ridotte in modo particolare le opportunità di lavoro per i più giovani, spesso assunti con contratti a termine, e per le donne, la cui incidenza nei settori maggiormente colpiti è superiore alla media.

Le restrizioni alla mobilità e le più esigue possibilità di trovare un nuovo impiego durante la recessione hanno indotto alcune fasce della popolazione a interrompere la ricerca di un'occupazione. Gli ampi margini di capacità lavorativa inutilizzata e l'incertezza sull'evoluzione della congiuntura hanno rallentato la contrattazione collettiva.

L'occupazione e le ore lavorate

Nel 2020 il numero di occupati è diminuito del 2,1 per cento (525.000 persone in meno); le ore complessivamente lavorate si sono ridotte in misura più marcata, dell'11,0 per cento (tav. 8.1). Il brusco calo dell'input di lavoro è interamente riconducibile agli effetti della pandemia (fig. 8.1).

Alla flessione relativamente contenuta del numero di occupati hanno contribuito le politiche di sostegno pubblico, tra cui l'estensione dei regimi di integrazione salariale in costanza di rapporto di lavoro (come la Cassa integrazione guadagni, CIG), il blocco dei licenziamenti per motivi economici e gli interventi di supporto alle imprese (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

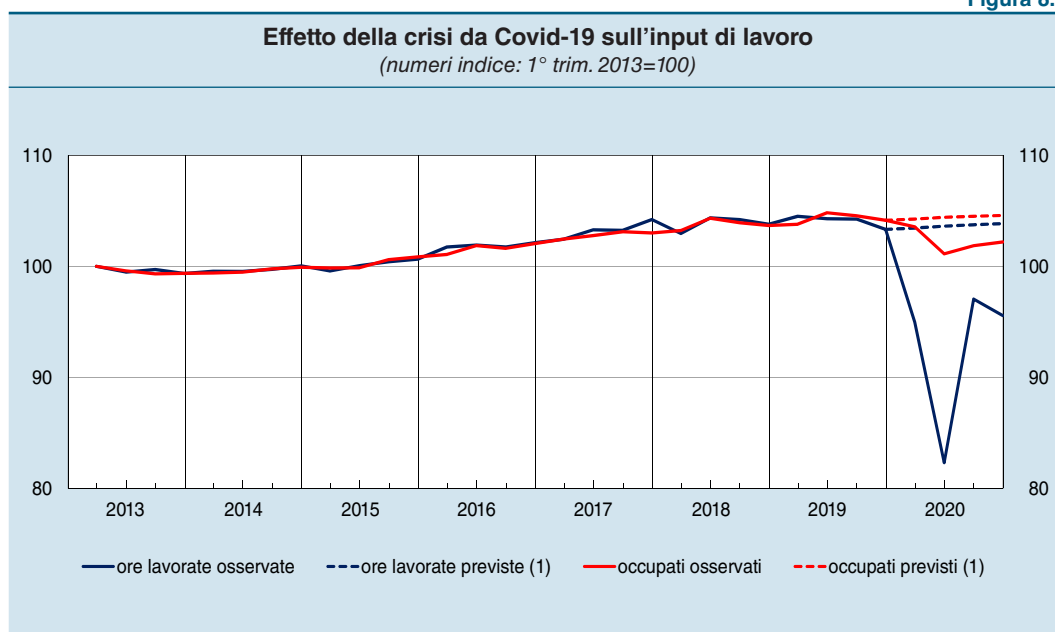
A marzo del 2020 il Governo ha introdotto la CIG di emergenza con causale Covid-19 (CIG-Covid-19), strumento di integrazione salariale che copre anche i lavoratori esclusi dagli schemi ordinari (appartenenti ad alcuni comparti dei

Tavola 8.1

Principali indicatori del mercato del lavoro						
(variazioni percentuali sul periodo precedente; migliaia di unità, milioni di ore e valori percentuali)						
VOCI	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020	4° trim. 2020	var. 2020 su 2019	livelli 2020
Occupati totali	-0,6	-2,4	0,7	0,3	-2,1	24.978
Dipendenti	-0,5	-2,4	1,1	0,2	-1,7	19.148
Indipendenti	-0,9	-2,3	-0,4	0,7	-3,1	5.831
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-1,1	-2,9	2,7	-0,7	..	940
Industria in senso stretto	..	-0,4	..	0,2	-0,5	4.254
di cui: attività manifatturiere	..	-0,4	..	0,2	-0,6	3.919
Costruzioni	-0,2	-0,9	2,1	-0,1	1,4	1.547
Servizi	-0,7	-2,9	0,7	0,5	-2,8	18.236
di cui: prevalentemente pubblici	..	-0,5	-0,1	..	-0,4	4.807
Ore lavorate totali	-8,1	-13,3	17,9	-1,5	-11,0	38.933
Dipendenti	-6,7	-11,7	14,2	-0,8	-9,8	27.811
Indipendenti	-11,3	-17,4	27,7	-3,3	-13,7	11.121
Tasso di attività (1)	64,9	63,0	64,3	64,2	-1,6	64,1
Tasso di disoccupazione (2)	9,2	8,4	9,6	9,2	-0,8	9,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali* e, per i tassi di attività e di disoccupazione, RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.
 (1) Dati trimestrali destagionalizzati dell'RFL (classificazione vigente nel 2020), tassi calcolati sulla popolazione tra i 15 e i 64 anni. –
 (2) Dati trimestrali destagionalizzati dell'RFL (classificazione vigente nel 2020), tassi calcolati sulla popolazione tra i 15 e i 74 anni.

Figura 8.1



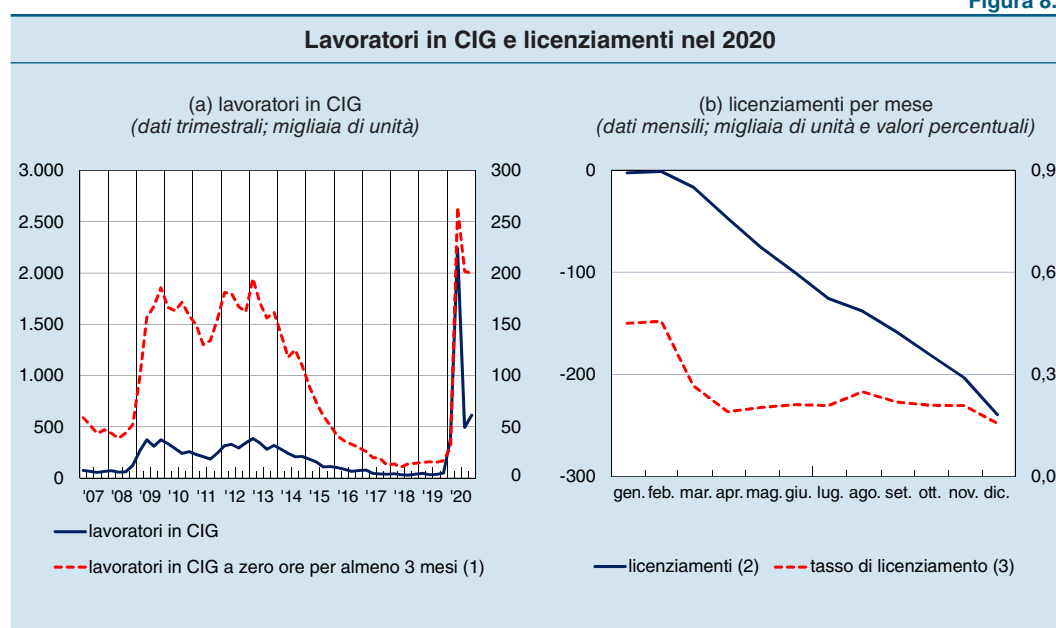
Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*.

(1) Le previsioni sono quelle riportate in *Bollettino economico*, 1, 2020, che non tenevano conto della crisi sanitaria.

servizi e alle imprese più piccole) e non prevede costi di compartecipazione per i datori di lavoro (DL 18/20, decreto “cura Italia”)¹. L'utilizzo è stato estremamente ampio, soprattutto nel secondo trimestre, quando vigevano severe restrizioni alla mobilità delle persone e alle attività economiche: sulla base della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) dell'Istat, in quel periodo gli individui in regime di integrazione salariale sono stati in media oltre 2,2 milioni (circa il 18 per cento dei dipendenti del settore privato non agricolo), di cui 1,7 con integrazione a zero ore². Il ricorso alla CIG-Covid-19 è diminuito in estate ed è tornato ad aumentare in autunno con la seconda ondata di contagi e la reintroduzione di limitazioni alle attività.

In media d'anno circa 900.000 occupati hanno beneficiato degli schemi di integrazione salariale, tre volte il picco registrato durante la doppia recessione del 2009-2013 (fig. 8.2.a). A parità di altre condizioni, il regime di integrazione salariale è stato significativamente meno diffuso tra gli occupati nei settori e nelle imprese che hanno avuto la possibilità di ricorrere al lavoro da remoto (cfr. il riquadro: *Il lavoro agile nel settore privato*).

Figura 8.2



Fonte: Istat, RFL (per i lavoratori in CIG); Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, comunicazioni obbligatorie (per i licenziamenti); INPS, Osservatorio sui lavoratori dipendenti (per il numero delle posizioni attive, fino al 2019); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie* e *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.

(1) Scala di destra. – (2) Saldo cumulato dal 1° gennaio 2020 in differenza rispetto al periodo corrispondente del 2019. – (3) Il tasso di licenziamento è calcolato come il rapporto tra il numero di licenziamenti in un determinato mese e quello delle posizioni attive nel mese precedente. Dati destagionalizzati. Scala di destra.

¹ Per CIG di emergenza con causale Covid-19 si intende il complesso di strumenti di integrazione salariale introdotti dal DL 18/2020 e riconfermato dai DD.LL. 34/2020, 104/2020, 137/2020, 149/2020 e 41/2021. Sono inclusi: la CIG ordinaria Covid-19, la CIG in deroga e i trattamenti dei fondi di solidarietà per emergenza Covid-19. Per una descrizione più dettagliata del sistema vigente e delle principali modifiche apportate per fronteggiare la crisi pandemica, cfr. S. Lo Bello, *La CIG: evoluzione storica, caratteristiche e limiti*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 602, 2021.

² G. Bovini, D. Checchi, F. Di Nicola, E. Di Porto, P. Naticchioni e E. Viviano, *Le imprese e i lavoratori in Cassa integrazione Covid nei mesi di marzo e aprile*, INPS e Banca d'Italia, 29 luglio 2020.

IL LAVORO AGILE NEL SETTORE PRIVATO

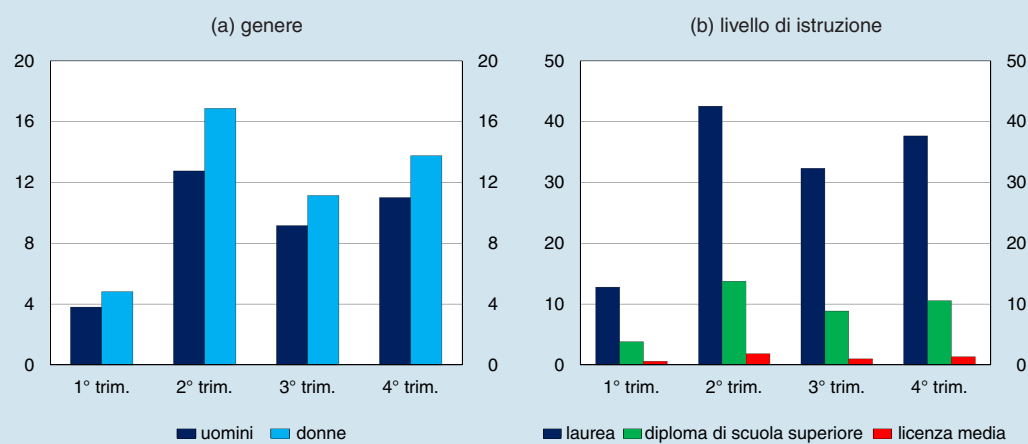
Durante la pandemia, per tutelare la salute dei lavoratori e favorire il proseguimento delle attività produttive, il Governo ha incentivato il ricorso al lavoro agile, svolto da remoto, semplificando i relativi adempimenti burocratici.

Il numero di dipendenti che hanno lavorato a distanza nel settore privato non agricolo è cresciuto rapidamente, passando da meno di 200.000 nel secondo trimestre del 2019 a oltre 1,8 milioni nello stesso periodo del 2020 (il 14,4 per cento degli occupati, dall'1,4 del 2019)¹; le imprese che hanno utilizzato il lavoro da remoto sono aumentate dal 28,7 per cento del 2019 all'82,3 nel 2020².

Questa modalità di impiego si è diffusa maggiormente tra le donne, soprattutto quelle con figli tra i 6 e i 14 anni, e tra i dipendenti con titoli di studio più elevati (figura), le cui mansioni sono verosimilmente meno condizionate dalla presenza fisica sul luogo di lavoro; la diffusione è stata superiore nelle imprese più grandi e nei settori le cui attività sono più facilmente telelavorabili, specialmente nei servizi di informazione e comunicazione (cfr. il capitolo 6: *Le imprese* e il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

Figura

Utilizzo del lavoro a distanza nel 2020 per tipologia di lavoratore
(valori percentuali rispetto al numero di dipendenti totali in ciascuna tipologia)



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

¹ D. Depalo e F. Giorgi, *Il lavoro da remoto in Italia durante la pandemia: i lavoratori del settore privato*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 22 gennaio 2021. Come la maggior parte dei microdati, i dati dell'RFL qui utilizzati non permettono di replicare la definizione legale di lavoro agile. In questo riquadro le espressioni lavoro da remoto, lavoro agile e lavoro a distanza sono utilizzate come sinonimi.

² Le percentuali si basano sul *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* condotto dalla Banca d'Italia nel settembre 2020 su imprese dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti. Ulteriori dettagli sono disponibili in G. Basso e S. Formai, *Il lavoro da remoto in Italia durante la pandemia: le imprese del settore privato*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 22 gennaio 2021. Con riferimento all'Amministrazione pubblica, cfr. W. Giuzio e L. Rizzica, *Il lavoro da remoto in Italia durante la pandemia: le Amministrazioni pubbliche*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 22 gennaio 2021.

Il lavoro agile ha consentito alle aziende che vi hanno fatto ricorso di limitare l'utilizzo di schemi di integrazione salariale. Nel secondo trimestre del 2020, a parità di altre caratteristiche dei dipendenti e delle imprese, la probabilità di essere posti in CIG è stata inferiore di circa 10 punti percentuali per i lavoratori a distanza rispetto agli altri. Sempre a parità di caratteristiche, la retribuzione mensile di chi ha lavorato da remoto è stata superiore del 6 per cento rispetto a quella di chi non ha svolto la propria prestazione in questa modalità, per effetto del maggior numero di ore che ha potuto lavorare; la differenza è stata più elevata tra le donne (7,0 per cento, contro il 4,5 degli uomini).

Durante il terzo e il quarto trimestre del 2020 – nonostante la diminuzione dei nuovi contagi nei mesi estivi, la ripresa delle ore lavorate e la riapertura delle scuole – il numero di lavoratori a distanza è rimasto su valori significativamente più elevati di quelli antecedenti la pandemia (1,3 milioni di occupati nel terzo trimestre e 1,5 nel quarto, pari al 9,9 e al 12,1 per cento dei dipendenti del settore privato non agricolo, rispettivamente). Questo maggiore utilizzo del lavoro agile si è verificato anche in assenza di vantaggi retributivi e a fronte della minore necessità delle imprese di farvi ricorso.

Sulla base di tali evidenze è plausibile ritenere che la quota di lavoratori da remoto possa restare su livelli di gran lunga superiori a quelli osservati nel 2019 anche dopo la piena ripresa delle attività economiche al termine della pandemia.

Per indurre le imprese ad aggiustare prevalentemente le ore lavorate, l'estensione dei regimi di integrazione salariale è stata accompagnata dal blocco dei licenziamenti individuali per motivi economici e delle procedure di licenziamento collettivo³. Da agosto i vincoli sono stati attenuati per le imprese che cessano l'attività (DL 104/2020, decreto "agosto")⁴.

Nel complesso si valuta che i posti di lavoro del settore privato non agricolo tutelati per l'effetto combinato dell'estensione della CIG, dei vincoli ai licenziamenti e delle altre misure del Governo siano stati circa 440.000⁵. Secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, i licenziamenti effettuati nel 2020 nel settore privato non agricolo sono stati circa 240.000 in meno rispetto a quelli del 2019 (fig. 8.2.b), cui vanno aggiunti circa 200.000 ulteriori licenziamenti che, sulla base di nostre stime, sarebbero stati determinati dalla recessione in assenza di misure di sostegno. In prospettiva, nel valutare l'impatto del blocco dei licenziamenti, va però considerato anche come il minor turnover influenzi la dinamica delle assunzioni e quindi le possibilità di impiego di chi rientra nel mercato del lavoro o vi si affaccia per la prima volta.

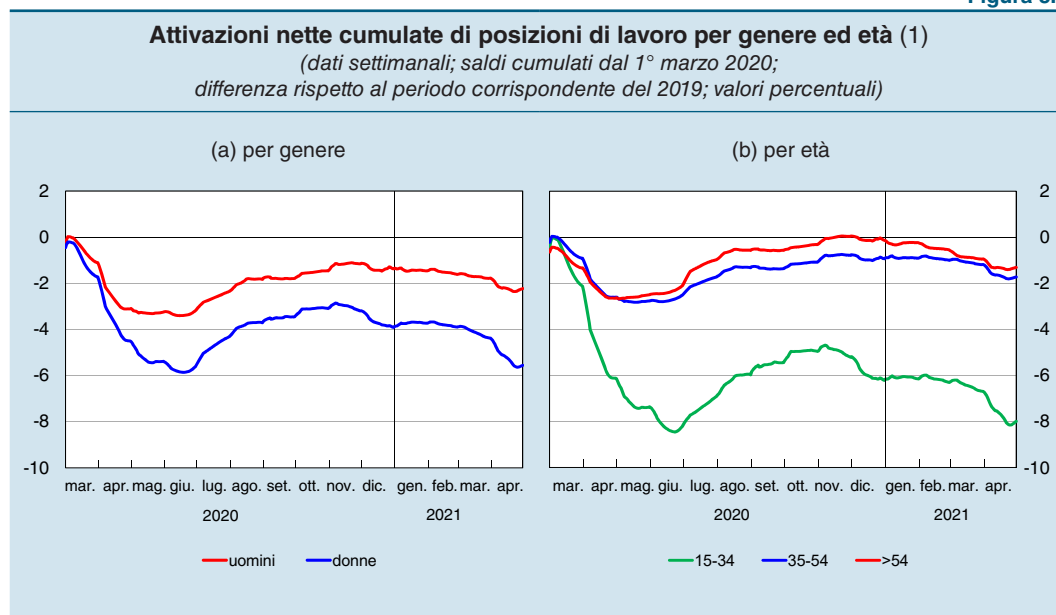
³ I licenziamenti complessivi includono anche quelli non soggetti al blocco, come quelli di tipo disciplinare, quelli relativi ai dirigenti e quelli riconducibili all'andamento degli appalti. Durante l'intero periodo è rimasto inoltre possibile procedere ai licenziamenti per risoluzione del contratto di apprendistato.

⁴ Per effetto dell'introduzione di una moratoria sui fallimenti, il numero di imprese che aveva cessato l'attività con questa motivazione tra marzo e luglio del 2020 era stato circa un terzo di quello dell'anno precedente; cfr. S. Giacomelli, S. Mocetti e G. Rodano, *Fallimenti d'impresa in epoca Covid*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

⁵ Questo dato aggiorna le stime precedenti (cfr. E. Viviano, *Alcune stime preliminari degli effetti delle misure di sostegno sul mercato del lavoro*, Banca d'Italia "Note Covid-19", 16 novembre 2020), basate sulle informazioni allora disponibili.

Si è contratta significativamente la componente dell'occupazione a termine (-5,7 per cento). Ciò ha avuto ripercussioni particolarmente sfavorevoli sull'occupazione dei più giovani e delle donne (fig. 8.3), spesso assunti con questa tipologia di contratto⁶. Per evitare l'interruzione dei contratti a tempo determinato, il Governo ha sospeso per tutto l'anno⁷ il requisito della causale per la proroga o il rinnovo dei contratti a termine (introdotta dal DL 87/2018, decreto "dignità"), riducendo così i costi legati a tali contratti in una fase di debolezza della domanda e favorendo l'accesso alla CIG anche per questa tipologia di lavoratori.

Figura 8.3



Fonte: elaborazione su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, comunicazioni obbligatorie; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.

(1) Medie mobili a 7 giorni. I saldi sono espressi in rapporto al numero dei dipendenti nel 2019 per ogni categoria. Le differenze sono calcolate rispetto a uno scenario controfattuale in cui si ipotizza che, in assenza della pandemia, le attivazioni nette (saldo tra attivazioni e cessazioni) avrebbero registrato gli stessi andamenti del 2019, anno di moderata crescita occupazionale.

Anche il numero di lavoratori indipendenti, concentrati nei settori più duramente colpiti dalla crisi, si è ridotto in modo marcato.

Gli andamenti del mercato del lavoro sono stati eterogenei, con una ripresa nelle costruzioni avviatasi in estate, una tenuta nella manifattura (ad eccezione della produzione di vestiario e calzature) e una caduta nei servizi.

Secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie, la domanda di lavoro nel trasporto merci su strada è cresciuta, trainata dallo sviluppo dell'e-commerce e dai suoi riflessi sulle consegne a domicilio. È invece pesantemente diminuita l'occupazione nel turismo: nonostante la ripresa dei mesi estivi, alla fine del 2020 vi erano circa 90.000 posti di lavoro in meno (un calo di circa il 5 per cento) rispetto a un anno prima (nel 2019 il saldo netto del settore turistico era stato positivo per oltre 130.000 unità).

⁶ Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 1, 2021.

⁷ In occasione del decreto "rilancio" e del decreto "agosto".

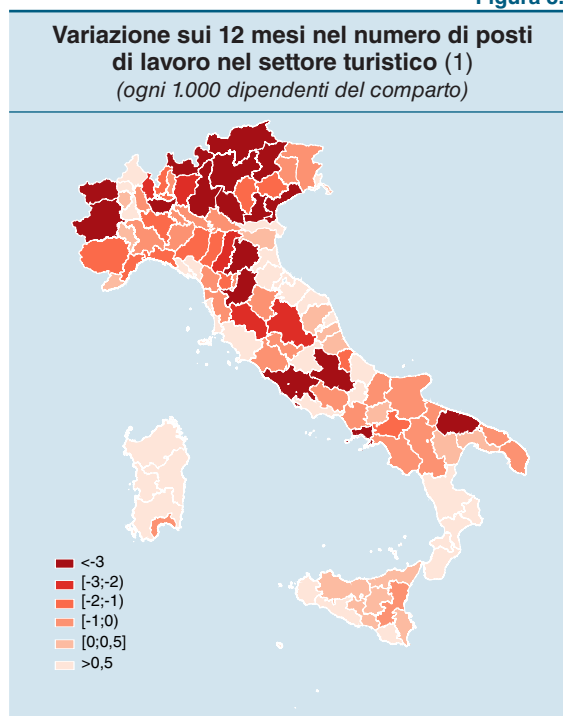
La caduta del numero degli occupati ha riguardato soprattutto le province con aree montane e le città d'arte (fig. 8.4); nei centri urbani maggiori la crisi del turismo si è accompagnata a una contrazione nel commercio al dettaglio di tipo non alimentare.

Questi comparti impiegano tipicamente una quota significativa di donne; ciò ha contribuito alla caduta dell'occupazione femminile, molto più accentuata di quella maschile (rispettivamente -2,5 e -1,5 per cento nel complesso dell'economia).

I primi mesi del 2021. – Secondo i dati provvisori dell'RFL, nel primo trimestre il numero di occupati si sarebbe ridotto dell'1,1 per cento rispetto al periodo precedente, anche per l'effetto statistico di una nuova classificazione degli occupati⁸. Nei primi mesi dell'anno il ricorso alla CIG-Covid-19 è rimasto sui livelli relativamente elevati dell'ultimo trimestre del 2020.

La dinamica dell'occupazione permanente continua a essere sostenuta dal divieto di licenziamento per motivi economici⁹. Il DL 41/2021 (decreto "sostegni") ha previsto che tale norma rimanga in vigore fino al 30 giugno per i settori che hanno accesso alla CIG ordinaria (sostanzialmente l'industria e l'edilizia) e fino al 31 ottobre per il comparto dei servizi, più colpito dalla crisi pandemica; per tutto il periodo di vigenza delle restrizioni le imprese potranno accedere gratuitamente ai trattamenti di CIG-Covid-19. È stata anche estesa, sino alla fine del 2021, la sospensione dei vincoli introdotti dal decreto "dignità" sui rinnovi dei contratti di lavoro a termine.

Figura 8.4



Fonte: elaborazioni su dati Ministero del lavoro e delle politiche sociali, comunicazioni obbligatorie; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.
(1) Dicembre 2020. Saldo delle attivazioni nette provinciali in rapporto ai dipendenti del turismo a livello nazionale.

⁸ Per adempiere all'obbligo di recepire il regolamento UE/2019/1700, l'Istat ha recentemente rivisto i criteri di definizione della condizione occupazionale nell'RFL (cfr. Istat, *Occupati e disoccupati. Dati provvisori*, Statistiche flash, 6 aprile 2021): non vengono più considerati occupati coloro che, pur avendo un contratto di lavoro al momento della rilevazione, sono stati assenti dal lavoro per almeno tre mesi (ad es. perché in CIG a zero ore) o prevedono di esserlo. Se non cercano attivamente un nuovo impiego, queste persone vengono adesso computate tra gli inattivi, nonostante l'esistenza di un rapporto di lavoro. In precedenza coloro che erano in possesso di un impiego ma assenti per più di tre mesi dal posto di lavoro continuavano a essere classificati come occupati nel caso fossero: (a) dipendenti e continuassero a percepire almeno il 50 per cento della retribuzione; (b) indipendenti la cui attività non fosse formalmente interrotta (ad es. collaboratori con un contratto ancora valido).

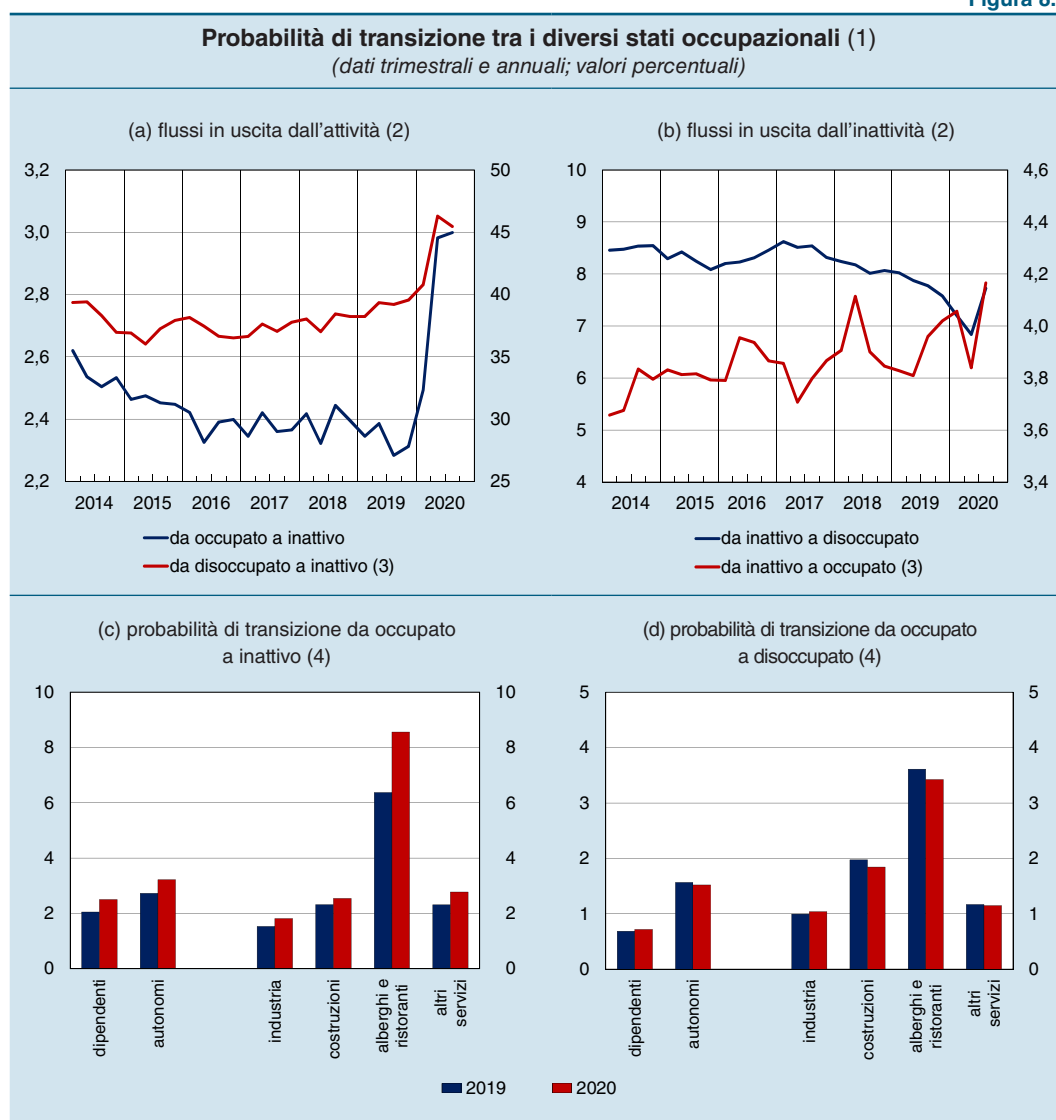
⁹ Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 3, 2021.

L'offerta di lavoro

Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro si è ridotto di 1,6 punti percentuali nel 2020 (al 64,1 per cento per la popolazione tra i 15 e i 64 anni). A ciò ha corrisposto una diminuzione del tasso di disoccupazione (-0,8 punti percentuali, al 9,2 per cento in media d'anno).

Le restrizioni alla mobilità e le ridotte possibilità di trovare un nuovo impiego hanno scoraggiato la ricerca di un'occupazione. Sulla base dei dati dell'RFL, è fortemente aumentata la quota di disoccupati che hanno smesso di cercare lavoro nell'arco di un trimestre e sono quindi passati allo stato di inattività (dal 39 al 48 per cento); è anche salita la probabilità di passare dalla condizione di occupato a quella di inattivo (dal 2 al 3 per cento; fig. 8.5.a).

Figura 8.5



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

(1) Popolazione 15-64. Le probabilità di transizione sono calcolate su un orizzonte trimestrale; corrispondono alla quota di lavoratori che transita da uno stato occupazionale all'altro nel periodo di riferimento. – (2) Medie mobili a 4 termini. – (3) Scala di destra. – (4) Media dei primi 3 trimestri dell'anno.

L'abbandono della ricerca attiva è stato più marcato tra i lavoratori precedentemente impiegati nei servizi (figg. 8.5.c e 8.5.d), soprattutto nel turismo (alberghi e ristoranti). In mancanza di una ripresa dell'attività, potrebbe risultare particolarmente difficile il ricollocamento dei lavoratori di questo settore, date le caratteristiche e le competenze diverse da quelle richieste negli altri comparti dell'economia (cfr. il riquadro: *Le prospettive di ricollocazione dei lavoratori nei settori più colpiti dalla pandemia*).

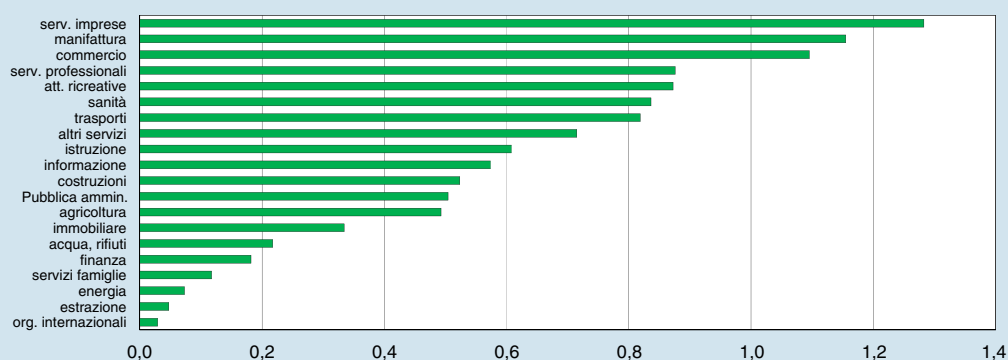
LE PROSPETTIVE DI RICOLLOCAZIONE DEI LAVORATORI NEI SETTORI PIÙ COLPITI DALLA PANDEMIA

Le attività ricettive e della ristorazione sono state le più colpite dalla crisi economica conseguente la pandemia. In questi comparti il numero di lavoratori dipendenti era aumentato del 24 per cento nel periodo 2014-19, contribuendo per circa un sesto alla crescita complessiva dell'occupazione. Nel settore trovavano opportunità di impiego soprattutto le donne (circa la metà dei dipendenti) e i più giovani; le posizioni di lavoro prevedevano basse qualifiche, con contratti prevalentemente di breve durata e di natura stagionale. Rispetto ai lavoratori degli altri servizi privati non finanziari, quelli delle attività di alloggio e ristorazione avevano la stessa probabilità di rimanere occupati a tre anni di distanza dal primo contratto, ma mostravano una probabilità inferiore di spostarsi in altri settori¹.

Per valutare le prospettive di impiego di questi lavoratori a fronte della crisi del turismo² è stato svolto un esercizio di simulazione dei flussi occupazionali tra settori sulla base della domanda di lavoro osservata nel periodo 2014-19 e sotto l'ipotesi volutamente estrema in cui questa si annulli nel comparto turistico.

Figura

Transizioni occupazionali dei lavoratori del turismo verso altri settori (1)
(punti percentuali; differenza tra quote simulate e osservate sul totale dei flussi)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, comunicazioni obbligatorie, gennaio 2014-giugno 2019 (ultimo mese in cui tali informazioni sono disponibili); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.

(1) I valori riportati sono le differenze tra le quote delle transizioni totali dalle attività ricettive e di ristorazione verso altri settori (stimate nell'ipotesi che nei comparti del turismo la domanda di lavoro si annulli) e quelle osservate tra settori nel 2018.

¹ G. Basso, A. Grompone e F. Modena, *The (little) reallocation potential of workers most hit by the Covid-19 crisis*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 597, 2021.

² Si fa riferimento alle sole attività ricettive e della ristorazione e non ad altre attività connesse con il turismo, quali le agenzie di viaggio e alcuni comparti del commercio e dei trasporti.

I risultati mostrano che la probabilità di essere occupato per un addetto del turismo si ridurrebbe del 13 per cento su un orizzonte di tre anni. L'economia italiana potrebbe quindi assorbire solo parzialmente gli effetti del calo della domanda del settore turistico, anche per le scarse qualifiche dei lavoratori ivi impiegati. Secondo i risultati della simulazione, la ricollocazione avverrebbe soprattutto verso altri servizi (supporto alle imprese, commercio) e la manifattura (figura), comparti in cui la domanda di lavoro non ha finora mostrato chiari segnali di ripresa.

Tavola

Caratteristiche delle posizioni lavorative (1)
(anni, valori percentuali e unità)

	Alloggio e ristorazione	Costruzioni	Trasporti via terra	Resto dell'economia
Età media	33,4	39,5	40,4	37,3
Quota di uomini	49,1	94,5	91,0	53,3
Qualifiche professionali basse (2)	90,7	34,1	11,9	49,1
Anni di istruzione	8,1	7,3	7,7	9,2
Indice competenze di base (3)	-0,73	-0,54	-0,51	0,12
Indice competenze sociali (3)	-0,13	-0,58	-0,52	0,10
Indice competenze tecniche (3)	-0,39	0,15	-0,27	..
Indice competenze gestionali (3)	0,04	-0,13	-0,21	0,02

Fonte: elaborazioni su dati Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, comunicazioni obbligatorie, gennaio 2014-giugno 2019 (ultimo mese in cui tali informazioni sono disponibili) e INAPP, ICP (per gli indici sulle competenze richieste); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.

(1) L'età è espressa in anni; la quota di uomini e di qualifiche professionali basse in valori percentuali sul totale delle attivazioni nel periodo gennaio 2014-giugno 2019; gli indici sulle competenze richieste in deviazioni standard rispetto alla media delle professioni nel totale dell'economia. – (2) Le professioni a bassa qualifica riguardano lavoratori non qualificati nei servizi e nelle altre professioni elementari; quelle a media qualifica riguardano operai specializzati nell'industria e nelle costruzioni, assemblatori e impiegati nei servizi; quelle ad alta qualifica riguardano professionisti, imprenditori e manager, professioni tecnico-specialistiche. – (3) Gli indici sono calcolati come medie di 35 indicatori disponibili nei dati dell'indagine ICP. Si sottrae per ciascun indicatore la media e si divide il risultato per la deviazione standard tra tutte le professioni; i valori normalizzati sono poi aggregati nei 4 gruppi omogenei di competenze riportati nella tavola. Valori positivi (negativi) dell'indice segnalano una domanda di competenze superiore (inferiore) alla media dell'economia. Per competenze di base si intende ad esempio la comprensione di testi scritti e la capacità di comunicare efficacemente; per competenze sociali la capacità di persuasione e negoziazione; per competenze tecniche saper risolvere problemi complessi, svolgere analisi delle fasi operative e progettazione tecnologica; per competenze gestionali capacità di prendere decisioni, gestire il tempo e le risorse materiali e umane.

Per studiare le determinanti della ricollocazione settoriale dei lavoratori, sono state utilizzate le informazioni dell'*Indagine campionaria sulle professioni* (ICP) dell'Istituto nazionale per l'analisi delle politiche pubbliche (INAPP) sulle competenze richieste e i compiti svolti relativamente a un ampio ventaglio di mansioni lavorative. Sono stati costruiti in particolare alcuni indicatori sulla domanda relativa di competenze (di base, tecniche, gestionali e di interazione sociale) nelle varie figure professionali in ciascun settore, rispetto alla media del resto dell'economia (tavola). Valori positivi (negativi) dell'indice in corrispondenza di un settore ne segnalano una richiesta superiore (inferiore) rispetto alla media.

Tra i comparti in cui le posizioni lavorative nel 2020 sono aumentate figurano quelli delle costruzioni e dei trasporti via terra³, che però impiegano

³ Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 1, 2021.

lavoratori con caratteristiche e competenze diverse rispetto a quelli del turismo. Secondo i dati delle comunicazioni obbligatorie in questi settori è meno elevata l'incidenza di lavoratori giovani, donne e inquadrati in basse qualifiche professionali; risultano inoltre più diffuse alcune competenze di base e tecniche che nelle attività ricettive e della ristorazione sono relativamente meno presenti.

In prospettiva il recupero delle posizioni di lavoro perse richiederà la ripresa dei flussi turistici dopo l'emergenza sanitaria, favorita anche da politiche di rilancio del settore come già previsto dal PNRR. Nel lungo termine percorsi di politiche attive e di formazione potranno facilitare la ricollocazione verso altre attività.

La partecipazione è diminuita in misura maggiore tra i giovani (di età compresa tra i 15 e i 34 anni) e le donne (tav. 8.2). Sull'offerta di lavoro femminile ha verosimilmente pesato anche l'accresciuta necessità di fare fronte ai compiti di cura dei familiari¹⁰. Tra le fasce più anziane il ritiro dal mercato del lavoro è stato agevolato dalle norme che hanno allentato i requisiti di accesso alla pensione tra il 2019 e il 2021¹¹ ("quota 100").

Tavola 8.2

Tassi di partecipazione, disoccupazione e probabilità di transizione tra i diversi stati occupazionali (differenze 2020-2019; punti percentuali)								
Tassi			Probabilità di transizione (1)					
	di attività	di disoccupazione	da occupato a disoccupato	da occupato a inattivo	da inattivo a disoccupato	da inattivo a occupato	da disoccupato a occupato	da disoccupato a inattivo
Fascia di età								
15-34	-2,7	-1,0	0,3	1,9	0,4	-0,1	-1,4	9,2
35-54	-1,4	-0,9	..	0,6	-0,4	0,6	-0,9	8,0
55-64	-0,4	-0,5	-0,1	0,6	0,3	0,3	-2,8	8,1
Uomini								
	-1,6	-1,0	0,1	0,6	0,1	0,4	-1,9	8,8
Donne								
	-1,9	-0,8	..	1,3	0,2	..	-0,6	8,3

Fonte: elaborazioni su microdati Istat, RFL (classificazione vigente nel 2020); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Dati trimestrali. Medie dei primi 3 trimestri dell'anno.

Nei primi tre mesi del 2021 il tasso di disoccupazione è aumentato di circa 3 decimi di punto percentuale rispetto al trimestre precedente, portandosi al 10,2 per cento; è proseguito il calo del tasso di partecipazione, tornato sui livelli del 2013 (63,1 per cento). Vi ha contribuito anche la nuova definizione di occupato introdotta in gennaio, in base alla quale alcuni individui potrebbero essere stati riclassificati come inattivi.

¹⁰ Banca d'Italia e Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, *Il mercato del lavoro: dati e analisi. Le Comunicazioni obbligatorie*, 2, 2021.

¹¹ Con riferimento al Fondo pensioni lavoratori dipendenti, l'INPS riporta un aumento dell'86 per cento dei nuovi pensionamenti nel 2020 rispetto al 2019. Tale incremento sarebbe riconducibile in larga parte alla sospensione dell'adeguamento dell'età di pensionamento alla speranza di vita, operata dall'introduzione della "quota 100".

Le altre politiche di sostegno ai lavoratori

Il Governo è intervenuto con provvedimenti temporanei volti a sostenere il reddito dei lavoratori senza più un impiego o con un'attività fortemente ridotta dalla pandemia. La durata del sussidio di disoccupazione (nuova assicurazione sociale per l'impiego, NASpI) è stata prolungata¹². Sono stati previsti contributi per i lavoratori con carriere più discontinue e privi dei requisiti per l'accesso alla NASpI (tra cui stagionali del turismo, lavoratori dello spettacolo, domestici, in somministrazione, con contratto intermittente)¹³; ne hanno beneficiato 3,8 milioni di lavoratori, con un trasferimento medio nell'anno di 1.400 euro (3.000 per gli stagionali del turismo e 3.900 per gli intermittenti).

Per sostenere i lavoratori autonomi il Governo ha introdotto strumenti temporanei, ampiamente diversificati in base all'attività.

Ai professionisti e ai collaboratori con un rapporto di collaborazione coordinata e continuativa è stato accordato un trasferimento di circa 1.450 euro indipendentemente dalla perdita subita e dal reddito dichiarato. Secondo i dati dell'INPS circa 400.000 lavoratori hanno ricevuto questa somma. Vi si aggiungono ulteriori contributi per i lavoratori iscritti alle casse professionali.

Per gli imprenditori, gli artigiani e i commercianti è stato previsto un sostegno al reddito per i mesi di marzo e aprile, complessivamente per 1.200 euro a prescindere dal danno subito (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2019). Con i decreti "rilancio", "agosto" e "ristori" i trasferimenti sono stati commisurati all'entità della perdita subita, purché pari ad almeno un terzo del fatturato dell'anno precedente. A causa della presenza di massimali, il sussidio è stato relativamente più generoso per le imprese più piccole (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Nel complesso si stima che gli indennizzi siano stati fruiti da una quota molto ampia di lavoratori autonomi (titolari di ditte individuali e soci di società di persone), circa il 70 per cento.

Il decreto "sostegni" ha prorogato le principali misure di sostegno al reddito. Per le categorie di lavoratori prive di accesso alla NASpI sono stati rinnovati i contributi temporanei. Infine sono stati riproposti contributi a fondo perduto a favore dei titolari di partita IVA che hanno subito significativi cali del fatturato nel 2020, e altri trasferimenti destinati agli operatori di settori specifici (turismo invernale, cultura e spettacolo, settore fieristico).

Una forte diversificazione è presente anche negli incentivi introdotti per stimolare la domanda di lavoro. Per favorire l'uscita dagli schemi di integrazione salariale, con il decreto "agosto" è stato istituito un esonero contributivo per le imprese che non avevano fatto ulteriore ricorso alla CIG-Covid-19 da luglio in poi, non riproposto nei decreti successivi. Dall'estate sono stati introdotti schemi di decontribuzione per le assunzioni

¹² Il DL 34/2020 (decreto "rilancio") ha rinnovato per due mesi i trattamenti in scadenza tra marzo e aprile del 2020; il decreto "agosto" ha ulteriormente prolungato per altri due mesi i trattamenti in scadenza tra maggio e giugno del 2020.

¹³ Il decreto "cura Italia" ha introdotto un primo bonus pari a 600 euro, successivamente esteso per altre mensilità e per ulteriori categorie dal decreto "rilancio", dal decreto "agosto" e dal DL 137/2020 (decreto "ristori").

e le trasformazioni a tempo indeterminato, in aggiunta a quelli in vigore caratterizzati da regole eterogenee per l'accesso al beneficio (bonus giovani e bonus Sud). Incentivi all'occupazione femminile (assunzioni e trasformazioni) sono stati previsti dalla legge di bilancio per il 2021 (L. 178/2020), con vincoli differenti rispetto alla decontribuzione per i giovani. Per i datori di lavoro del Mezzogiorno è stata inoltre introdotta una parziale decontribuzione applicabile a tutti i rapporti di lavoro, che dovrebbe protrarsi fino al 2029, se approvata dalla Commissione europea.

La pluralità dei nuovi interventi evidenzia carenze nella rete di protezione sociale, amplificate dall'eccezionalità dello shock; la variabilità dei requisiti per l'ottenimento dei benefici introdotti dai diversi decreti al di fuori di un disegno complessivo, per evidenti ragioni di urgenza, ha creato disparità di trattamento; seppure temporaneamente, è aumentata la frammentazione di un sistema storicamente poco universalistico.

Le relazioni industriali e la contrattazione

Le retribuzioni stabilite dalla contrattazione nazionale hanno continuato a crescere molto lentamente, con un incremento su base tendenziale dello 0,7 per cento nel settore privato non agricolo (0,6 nel complesso dell'economia); a causa dell'elevata incertezza la contrattazione collettiva si è di fatto interrotta (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*).

All'inizio del 2021 sono stati siglati alcuni contratti collettivi nazionali nel comparto dell'industria. I nuovi accordi riconfermano un modello di negoziazione salariale basato sulle aspettative di inflazione, come stabilito anche dall'intesa interconfederale del 2018 (Contenuti e indirizzi delle relazioni industriali e della contrattazione collettiva di Confindustria e CGIL, CISL e UIL). Nel settore metalmeccanico un elemento di novità è costituito dal parziale superamento del meccanismo di indicizzazione ex-post, basato sul confronto tra il valore realizzato e quello atteso dell'inflazione. L'accordo concluso a febbraio del 2021 prevede: aumenti dei minimi tabellari leggermente al di sopra delle aspettative di inflazione; un aggiustamento al rialzo se gli incrementi dovessero rivelarsi inferiori all'indice armonizzato dei prezzi al consumo realizzato; una revisione del sistema di inquadramento professionale con un accorpamento delle categorie più basse. Il rinnovo costituisce un segnale positivo per la dinamica salariale, soprattutto alla luce della grave situazione di crisi economica.

Nonostante gli accordi siglati quest'anno, nel complesso la dinamica delle retribuzioni è rimasta modesta (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*), anche a causa della lentezza delle trattative nel settore dei servizi, particolarmente colpito dalla pandemia.

9. I PREZZI E I COSTI

L'emergenza sanitaria si è tradotta in una significativa flessione dell'inflazione, che è stata lievemente negativa nella media del 2020. Vi hanno contribuito sia la forte diminuzione dei prezzi dell'energia, che ha riflesso le condizioni dell'economia globale, sia le ripercussioni sui prezzi interni della recessione e della stagnazione dei salari. Hanno fatto eccezione i prezzi degli alimentari, sospinti dalla maggiore domanda per questi beni, soprattutto durante il primo lockdown.

L'inflazione è tornata positiva all'inizio del 2021 a seguito del recupero della componente energetica e del miglioramento delle prospettive economiche globali, ma anche di fattori temporanei. Alcuni costi che influiscono sulle prime fasi della formazione dei prezzi si sono mossi al rialzo nei primi mesi del 2021, ma la dinamica salariale resterà verosimilmente moderata anche nel resto dell'anno.

Secondo i risultati delle indagini della Banca d'Italia, la grande maggioranza delle imprese ritiene che la crisi pandemica si sia trasmessa alla propria attività e ai prezzi dei rispettivi prodotti soprattutto attraverso la contrazione della domanda, piuttosto che per i vincoli all'offerta. I risultati indicano inoltre che i prezzi di listino pianificati sono tanto più bassi quanto più persistente è ritenuto l'impatto della crisi sui propri livelli produttivi.

I prezzi e i costi nel 2020

In Italia l'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è scesa nel 2020 a -0,1 per cento (tav. 9.1), risentendo soprattutto del brusco calo dei prezzi dei beni energetici (-8,6 per cento). L'andamento di questi prezzi ha più che bilanciato le pressioni al rialzo provenienti dai rincari dei beni alimentari, che sono stati particolarmente marcati tra aprile e giugno a causa del più frequente ricorso ai pasti in casa da parte delle famiglie, solo parzialmente compensato dal calo del comparto della ristorazione.

Anche l'inflazione di fondo (valutata al netto di prodotti alimentari, energetici e tabacchi) è stata contenuta, collocandosi allo 0,5 per cento nella media dell'anno. Sono cresciuti a ritmi leggermente più elevati i prezzi dei beni industriali non energetici (dello 0,7 per cento), mentre la variazione di quelli dei servizi è stata pari allo 0,4 per cento; quest'ultima variazione è stata frenata dalla flessione delle componenti di alloggio e trasporto, che hanno risentito più intensamente delle misure di contenimento dei contagi.

Nel corso dell'anno la pandemia ha reso difficile in molti paesi la rilevazione diretta dei prezzi di alcune categorie di prodotti, inducendo gli istituti di statistica nazionali a ricorrere

all'imputazione di dati. In Italia ciò si è reso necessario per una quota elevata dei prezzi elementari in aprile (quasi il 40 per cento del paniere), poi diminuita nei mesi successivi. Al di là di effetti temporanei sulla dinamica dei prezzi delle categorie interessate, questi problemi non hanno inciso significativamente sull'indice generale nell'insieme dell'anno.

Tavola 9.1

Indici dei prezzi			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2019	2020	2020
Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA)	0,6	-0,1	100,0
Alimentari freschi	1,5	2,8	6,3
Alimentari trasformati	0,7	1,0	14,2
Energetici	0,5	-8,6	9,1
Beni non alimentari e non energetici	-0,2	0,7	27,3
Servizi	1,0	0,4	43,1
Beni e servizi a prezzo amministrato	0,4	-3,5	9,7
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	0,5	0,5	70,4
Deflatore del PIL	0,8	1,2	
Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	0,0	-4,4	

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

La recessione globale ha determinato una notevole diminuzione dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno, che erano rimasti stabili nel 2019. Nella media dello scorso anno sono scesi del 4,4 per cento, in special modo per la forte flessione dei prezzi dei prodotti energetici (-13,8 per cento). Al netto delle componenti alimentari ed energetiche, l'inflazione alla produzione è stata pressoché nulla (-0,1 per cento). I prezzi all'importazione si sono fortemente ridotti (-5,1 per cento), anche in questo caso soprattutto per la contrazione dell'indice relativo all'energia (-27,5 per cento).

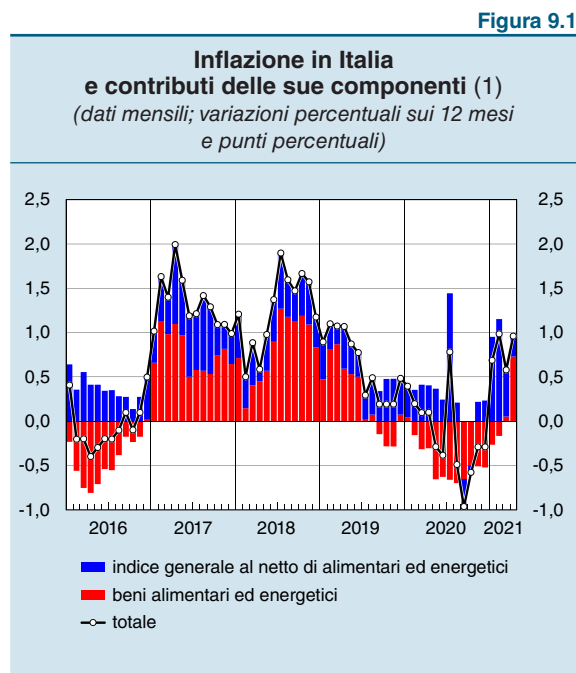
L'emergenza sanitaria e il conseguente deterioramento del quadro economico hanno contribuito a prolungare le trattative dei numerosi contratti collettivi di lavoro già scaduti: la quota dei dipendenti del settore privato non agricolo in attesa di rinnovo nel corso del 2020 è rimasta a circa l'80 per cento, un livello storicamente molto elevato. La crescita delle retribuzioni contrattuali orarie nel settore privato non agricolo si è mantenuta moderata (0,7 per cento).

Sulla base dei dati dei conti nazionali, l'aumento delle retribuzioni per ora lavorata è stato più marcato: 2,4 per cento nel settore privato non agricolo, 2,6 nel complesso dell'economia. Tuttavia questa dinamica risente di possibili difficoltà statistiche nella misurazione delle retribuzioni, a fronte di un utilizzo senza precedenti degli strumenti di integrazione salariale, e della ricomposizione della forza lavoro verso settori e figure professionali con retribuzioni medie più elevate, meno colpiti dalla crisi (cfr. il riquadro: *L'impatto della crisi da Covid-19 e delle misure di sostegno al reddito sulla disuguaglianza nella prima metà del 2020* del capitolo 5).

La dinamica del costo complessivo del lavoro è stata contenuta da quella relativa agli oneri sociali per ora lavorata, scesa all'1,3 per cento nell'intera economia (3,3 nel 2019).

Le prospettive dell'inflazione nel 2021

L'inflazione è tornata positiva nei primi mesi del 2021 (fig. 9.1), portandosi in aprile all'1,0 per cento. L'incremento rispecchia il rialzo dei prezzi dei beni energetici, cresciuti in marzo sui dodici mesi per la prima volta da luglio del 2019 a seguito del recupero dei corsi petroliferi (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*); l'aumento riflette anche fattori di natura prevalentemente temporanea che hanno influenzato la componente di fondo. Nei primi due mesi dell'anno ha avuto particolare rilievo la sostenuta dinamica dei prezzi dei prodotti di abbigliamento e calzature, indotta in circa la metà delle regioni italiane dall'avvio posticipato dei saldi invernali, il cui effetto è stato tuttavia riassorbito in marzo.



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

Nonostante il protrarsi della debolezza della domanda, i costi degli input di beni e servizi che incidono sulle fasi iniziali della formazione dei prezzi sono aumentati nei primi mesi del 2021. In aprile l'indice sui costi degli input ricavato dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti delle imprese manifatturiere (*purchasing managers' index*, PMI) è salito sul valore massimo dal 2011. Vi hanno contribuito strozzature nell'offerta delle materie prime, limitazioni nei trasporti e il conseguente allungamento nei tempi di consegna, fattori determinati dal persistere delle misure adottate per contenere la pandemia a livello nazionale e globale. In marzo l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è salita al 3,0 per cento, soprattutto a causa dell'andamento dei prezzi dei beni energetici e di quelli intermedi. Dall'estero sono provenute pressioni al rialzo dei prezzi, tornati a crescere dopo quasi due anni di variazioni tendenziali negative: in marzo i prezzi all'importazione degli input intermedi e quelli dei beni energetici sono cresciuti rispettivamente del 4,0 e del 27,6 per cento.

La dinamica salariale resterà verosimilmente moderata anche nel resto dell'anno in corso; la quota di contratti scaduti e non rinnovati è ancora elevata, seppure in riduzione; permangono inoltre ampi margini di forza lavoro inutilizzata. La quota di lavoratori dipendenti del settore privato non agricolo con contratto scaduto era pari nel maggio del 2021 al 55 per cento. Nonostante il rinnovo del contratto del settore metalmeccanico e di altri contratti minori del comparto industriale, la dinamica

complessiva delle retribuzioni orarie è solo lievemente salita (di un decimo di punto, allo 0,8 per cento). Un ulteriore freno all'aumento del costo del lavoro nei prossimi trimestri sarà posto sia dalla conferma per il 2021 di significativi sgravi contributivi legati alle nuove assunzioni di giovani e donne, sia dall'introduzione di una decontribuzione sui rapporti di lavoro del Mezzogiorno (L. 178/2020)¹.

Le aspettative di inflazione per l'anno in corso sono in recupero; quelle degli analisti censiti da Consensus Economics sono cresciute dallo 0,4 per cento in gennaio all'1,2 per cento in maggio; le attese sui successivi dodici mesi espresse dalle imprese intervistate dalla Banca d'Italia sono passate dallo 0,1 per cento nella rilevazione della fine del 2020 allo 0,8 per cento in quella di marzo (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 aprile 2021).

La revisione dei listini da parte delle imprese risulta condizionata sia dalle attese ancora piuttosto sfavorevoli sulla durata dell'emergenza sanitaria, sia dalle pressioni provenienti dai concorrenti (cfr. il riquadro: *La pandemia e le strategie di prezzo delle imprese*); nell'indagine diffusa in aprile sono soprattutto le imprese manifatturiere a prevedere un rialzo dei prezzi nei prossimi dodici mesi. Un'ampia maggioranza delle aziende ritiene che gli effetti del protrarsi della pandemia derivino prevalentemente da una riduzione della domanda.

LA PANDEMIA E LE STRATEGIE DI PREZZO DELLE IMPRESE

La pandemia ha inciso significativamente sia sulla domanda aggregata, contribuendo a una forte caduta dei consumi, sia sull'offerta aggregata, a causa delle restrizioni alla mobilità e all'attività produttiva e delle interruzioni delle catene globali di produzione. Valutare in che modo la crisi da Covid-19 abbia influenzato i prezzi di vendita delle imprese e le loro attese di inflazione e come gli uni e le altre potranno evolvere con la graduale uscita dall'emergenza sanitaria è complesso¹.

Uno studio² analizza le conseguenze della crisi pandemica sulla variazione dei listini delle imprese italiane e sulle loro aspettative di inflazione, utilizzando i dati raccolti dall'indagine condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia presso oltre 1.000 aziende dell'industria e dei servizi³. A partire dalla rilevazione di marzo del 2020, il sondaggio include domande specifiche sui canali attraverso cui la pandemia si trasmette all'attività delle imprese e sulla durata attesa dei suoi effetti sui livelli produttivi e sull'economia nel suo complesso.

Quasi la metà delle imprese ritiene che per tornare ai livelli produttivi precedenti siano necessari tra sei e dodici mesi; poco più di un quinto valuta

¹ O. Blanchard, *Is there deflation or inflation in our future?*, "VoxEU CEPR", 24 aprile 2020.

² M. Bottone, C. Conflitti, M. Riggi e A. Tagliabracci, *Firms' inflation expectations and pricing strategies during Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

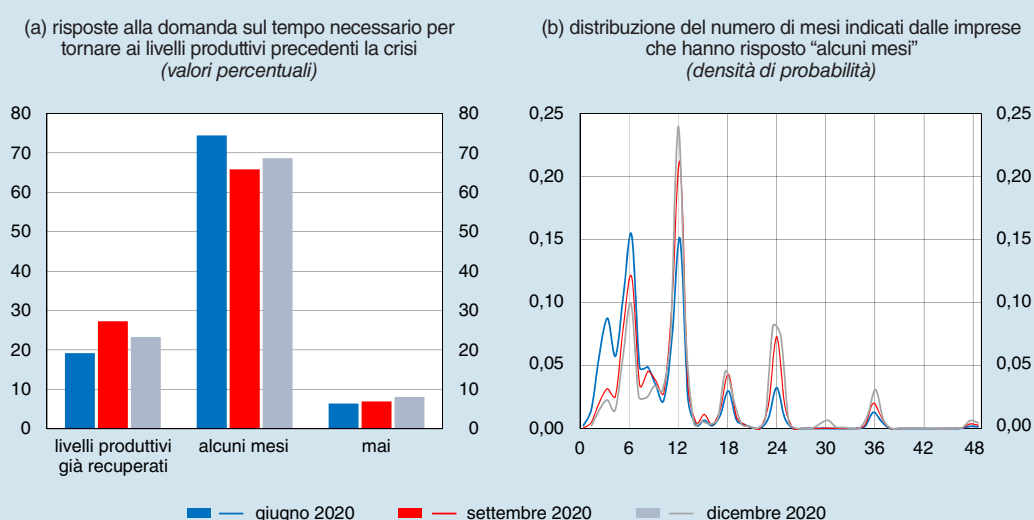
³ Per la metodologia e i risultati più recenti dell'indagine, cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 12 aprile 2021.

¹ Gli sgravi contributivi per i datori di lavoro del Mezzogiorno dureranno fino al 2029; a partire dal 2022 l'agevolazione sarà subordinata all'approvazione della Commissione europea.

l'impatto dell'emergenza sanitaria ancora più persistente (figura A). La grande maggioranza delle aziende ha indicato che la crisi si è trasmessa alla propria attività soprattutto attraverso la contrazione della domanda, interna ed estera, piuttosto che tramite i canali dell'offerta (ad es. mediante restrizioni imposte alle quantità offerte, indisponibilità di forza lavoro o criticità legate all'approvvigionamento di materie prime). Queste valutazioni appaiono robuste nel tempo e caratterizzano sia le indagini condotte subito dopo lo scoppio dell'epidemia, sia quelle più recenti⁴.

Figura A

Durata attesa dello shock da Covid-19 sui livelli produttivi dell'impresa (1)



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata svolta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*.
 (1) Risposte alla domanda: "Tra quanti mesi ritenete che la vostra impresa potrà tornare ai livelli di attività precedenti lo scoppio dell'epidemia?".

Lo studio mette in relazione la variazione dei prezzi di vendita pianificata dalle singole imprese nei dodici mesi successivi e le loro aspettative di inflazione su diversi orizzonti con: (a) le attese sulla durata degli effetti della pandemia sui livelli produttivi di ciascuna azienda; (b) le opinioni sulla situazione economica generale; (c) l'intensità delle pressioni competitive cui è soggetta l'impresa (misurate dall'attenzione posta alle strategie di prezzo dei concorrenti); (d) l'esistenza di vincoli di liquidità, oltre a diverse caratteristiche, quali il settore, la dimensione e l'area geografica.

I risultati indicano che i prezzi di listino pianificati dalle imprese sono tanto più bassi quanto più persistente è ritenuto l'impatto della crisi sui propri livelli produttivi. Contribuisce ad attenuare la dinamica dei prezzi di vendita anche l'intensità delle pressioni competitive da parte dei concorrenti. Le aspettative di inflazione (figura B), a uno e due anni e tra tre e cinque anni, sono influenzate

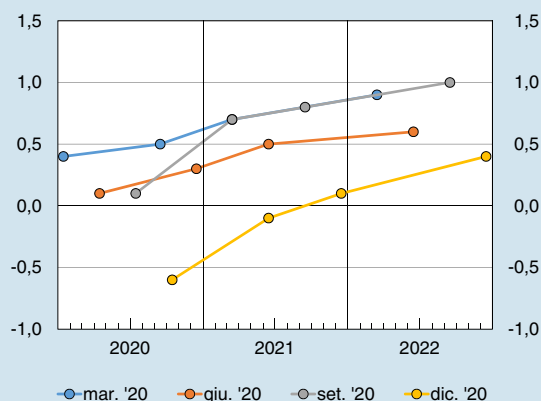
⁴ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2019.

in modo significativo dalla durata attesa degli effetti pandemici sulla situazione economica generale, che ne induce una revisione al ribasso.

Lo studio inoltre suggerisce che durante l'emergenza sanitaria le scelte di variazione dei prezzi di vendita non hanno risentito delle condizioni finanziarie e di liquidità dell'impresa. Al contrario, durante la crisi dei debiti sovrani⁵ erano emerse indicazioni che la presenza di stringenti vincoli finanziari avesse indotto le imprese italiane a limitare la riduzione dei prezzi, pure a fronte di una domanda in calo, per evitare l'eccessiva contrazione dei flussi di cassa⁶. Questo diverso comportamento può riflettere l'efficacia delle misure fiscali e monetarie senza precedenti adottate fin dal marzo 2020 per sostenere le condizioni di liquidità e di finanziamento nell'economia⁷.

Figura B

Aspettative di inflazione al consumo delle imprese (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia. Fino a ottobre 2018 l'indagine è stata svolta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*.

(1) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta il dato definitivo dell'inflazione disponibile al momento della realizzazione dell'indagine, fornito agli intervistati nel questionario come riferimento per la formulazione delle loro aspettative; il secondo, la media delle previsioni (della variazione dei prezzi al consumo a 12 mesi) per i successivi 6 mesi; il terzo, la media delle previsioni per i successivi 12 mesi; il quarto, la media delle previsioni per i successivi 24 mesi.

⁵ Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Le politiche di prezzo delle imprese italiane nel corso della crisi del capitolo 9 nella Relazione annuale sul 2015*.

⁶ I.A. Duca, J.M. Montero, M. Riggi e R. Zizza, *I will survive. Pricing strategies of financially distressed firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1106, 2017.

⁷ A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 13 novembre 2020.

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

Le esportazioni italiane hanno risentito, come in altri paesi dell'area dell'euro, della forte contrazione del commercio mondiale, delle sospensioni temporanee delle attività produttive e dell'apprezzamento dell'euro: dopo il calo nella fase iniziale della pandemia, le vendite di beni sono tuttavia risalite rapidamente sui livelli dell'anno precedente. A differenza della perdita osservata in occasione del crollo degli scambi negli anni della crisi finanziaria globale, la quota dell'Italia sul commercio mondiale di beni è rimasta pressoché invariata, riflettendo l'accresciuta capacità competitiva delle nostre imprese esportatrici.

La minore spesa per i prodotti energetici ha contribuito a mantenere elevato l'avanzo di conto corrente, compensando la riduzione delle entrate turistiche e del surplus dei beni non energetici. Grazie ai continui avanzi di conto corrente negli anni recenti, per la prima volta dopo oltre trent'anni la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia è diventata creditoria.

Il turismo è stato uno dei settori più colpiti dalla pandemia, con una flessione delle entrate prossima al 90 per cento tra marzo e maggio, una ripresa nei mesi estivi e successivamente una nuova riduzione. Per riavviare questo settore è indispensabile un efficace controllo dei contagi.

I movimenti di portafoglio con l'estero hanno segnato ampi deflussi nella prima metà dell'anno, contestualmente alle tensioni sui mercati finanziari, che si sono poi progressivamente invertiti a fronte del maggiore ottimismo sui mercati. Nella seconda parte del 2020 gli acquisti di titoli italiani da parte degli investitori esteri sono aumentati; l'ampliamento del saldo passivo di TARGET2 nella prima metà dell'anno è gradualmente rientrato.

Le esportazioni e le importazioni

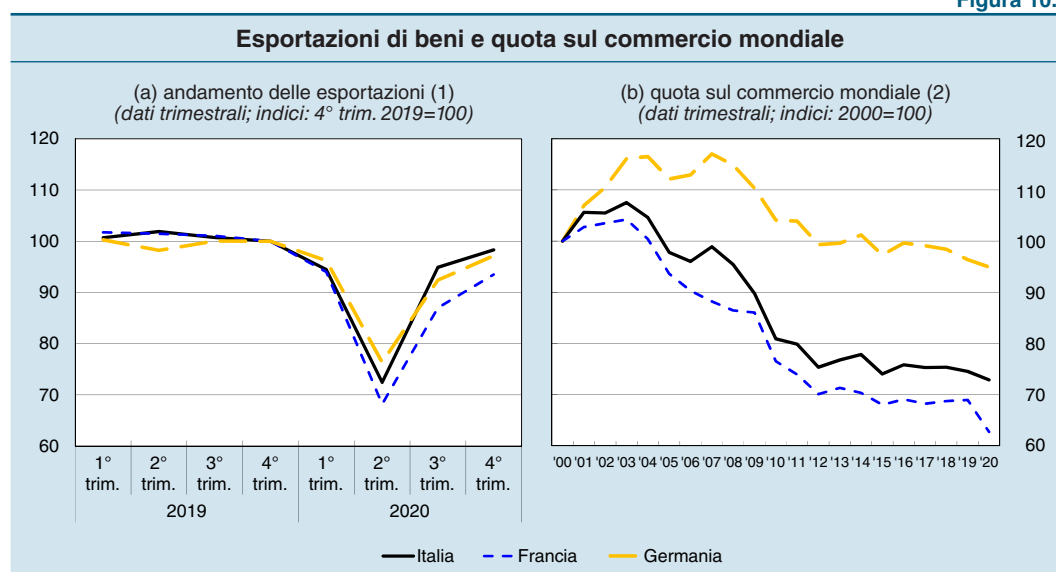
Le esportazioni. – Nel 2020 le esportazioni di beni e servizi sono diminuite del 13,8 per cento in volume; il calo, comune ai maggiori paesi dell'area dell'euro, ha in larga parte rispecchiato quello del commercio mondiale, più accentuato per la componente dei servizi, in particolare quelli turistici.

Le vendite estere di soli beni si sono ridotte del 9,8 per cento in volume, risentendo della debolezza della domanda e, in misura minore, di fattori di offerta legati alle restrizioni delle attività produttive non essenziali in vigore tra marzo e aprile. Tenendo conto di questi ultimi fattori e della ricomposizione settoriale degli scambi internazionali – anche in relazione all'eccezionale domanda di beni legati alla

pandemia, come le mascherine protettive – si stima che il calo delle esportazioni sia stato pressoché in linea con quello della domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco.

Dopo la brusca riduzione nel primo semestre, le vendite estere di beni hanno ripreso slancio e nei mesi finali dell'anno sono ritornate su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia; il recupero è stato più rapido rispetto agli andamenti osservati in alcuni dei principali partner commerciali europei, in particolare in Francia (fig. 10.1.a). Nel complesso del 2020 gli esportatori italiani sono riusciti a preservare quasi interamente la loro quota sui mercati esteri, che era invece decisamente scesa in occasione del crollo del commercio internazionale nel 2008-09 (fig. 10.1.b).

Figura 10.1



Fonte: elaborazioni su dati FMI, Eurostat e Istat.

(1) Esportazioni trimestrali di beni in volume. – (2) La quota di mercato è calcolata a prezzi correnti e al netto del commercio di beni energetici.

La flessione delle esportazioni di beni è stata più accentuata sui mercati dell'Unione europea, in special modo verso Francia e Spagna che hanno sofferto una diminuzione del PIL particolarmente elevata. Fra i principali paesi extraeuropei, le perdite hanno interessato soprattutto le esportazioni verso quelli dell'OPEC (in prevalenza legate al settore del lusso), mentre sono state più contenute per quelle dirette negli Stati Uniti e in Svizzera. Sono invece lievemente aumentate le vendite verso la Cina, una delle poche economie in crescita nel 2020. I maggiori contributi settoriali al calo delle vendite di beni sono attribuibili alla meccanica, ai mezzi di trasporto, alla pelle e abbigliamento; la farmaceutica e il comparto alimentare hanno invece fornito un apporto positivo, confermando il buon andamento sui mercati esteri degli anni precedenti (cfr. il riquadro: *Le esportazioni settoriali dell'Italia nell'ultimo decennio e gli effetti della pandemia*).

LE ESPORTAZIONI SETTORIALI DELL'ITALIA NELL'ULTIMO DECENNIO E GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA

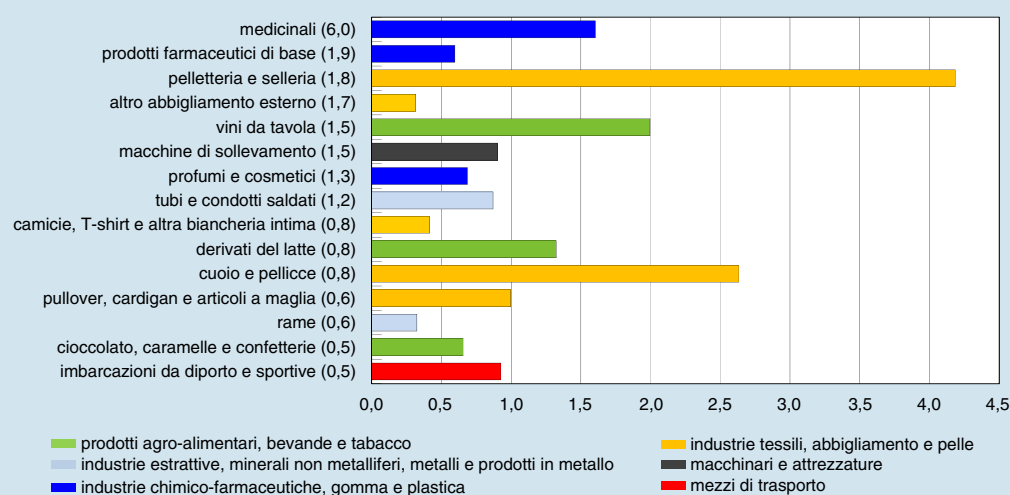
Nel periodo 2010-19 l'Italia ha conservato la sua quota di mercato sul commercio mondiale di beni (attorno al 3 per cento a prezzi correnti), dopo la

pronunciata riduzione nel decennio precedente. Sulla base dei dati di commercio estero riclassificati in 200 settori (codici Ateco a 5 cifre), due quinti delle industrie italiane hanno mantenuto la propria quota di mercato; 90 comparti hanno rilevato un calo mercato, 32 un significativo incremento¹. Per oltre la metà di questi ultimi settori la performance sui mercati esteri è stata particolarmente positiva, dato che le importazioni mondiali dei loro prodotti sono aumentate più della media.

Circa un terzo dei 32 settori italiani che nell'ultimo decennio hanno guadagnato quote di mercato appartiene all'industria alimentare e delle bevande; nella categoria rientrano anche quelli degli articoli in pelle, dei capi di abbigliamento e dei prodotti farmaceutici (figura A). Le industrie che hanno perso quote di mercato appartengono invece soprattutto al macrosettore dei minerali, metalli e relativi prodotti; includono anche quella dei mobili, dei numerosi prodotti chimici, della gomma-plastica e dei diversi mezzi di trasporto, quali la componentistica per autoveicoli, i motocicli e il materiale rotabile ferroviario.

Figura A

Principali industrie italiane che hanno guadagnato quote sui mercati mondiali nel decennio 2010-19 (1)
(variazioni delle quote in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati di commercio estero Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales, Base pour l'Analyse du Commerce International (CEPII-BACI).

(1) I settori analizzati sono le industrie italiane (Ateco a 5 cifre) che hanno registrato un aumento della loro quota sui mercati mondiali nel decennio 2010-19 superiore a 0,3 punti percentuali; sono poi riportate solo le prime 15 industrie per esportazioni italiane nel 2019, in ordine di peso (indicato tra parentesi sull'asse delle ordinate, in percentuale). Le barre sono colorate secondo il macrosettore di appartenenza di ciascuna industria a 5 cifre.

Un'analisi comparata del contesto internazionale in cui operano i diversi settori italiani indica che i comparti che hanno guadagnato quote di mercato si caratterizzano, nel confronto con quelli che ne hanno perse, per un migliore posizionamento qualitativo della propria produzione rispetto ai paesi concorrenti

¹ S. Federico e C. Giordano, *Beneath the surface: investigating industry heterogeneity in Italy's goods export market share performance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Per calo mercato (significativo incremento) si intende un calo (incremento) di oltre 0,3 punti percentuali nel decennio 2010-19.

e per la più intensa partecipazione alle catene globali del valore, unitamente a una minore esposizione alle pressioni competitive provenienti dalla Cina e dalle economie dell'Europa centrale e orientale².

Le imprese italiane nei settori che hanno guadagnato quote di mercato risultano tra loro molto eterogenee quanto a caratteristiche organizzative; annoverano infatti aziende di elevata dimensione ed esportatori medio-piccoli, imprese a controllo estero e aziende indipendenti. Anche la percentuale di lavoratori con istruzione terziaria è molto variabile e non è significativamente più elevata, in media, rispetto a quella osservata nei comparti che hanno perso quote di mercato. Per contro, i settori che hanno recuperato quote di mercato sono strutturalmente caratterizzati da una percentuale più alta di addetti giovani (sotto i 40 anni) e di sesso femminile.

Le tendenze settoriali di medio periodo sono state in parte modificate dagli effetti molto eterogenei dello shock pandemico. Gli unici comparti in cui le vendite estere sono cresciute nello scorso anno sono la farmaceutica, la metallurgia di base (in particolare i metalli preziosi) e i prodotti alimentari, a fronte di una domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco pure in aumento o pressoché stazionaria (figura B, pannello a)³. Le esportazioni sono diminuite negli altri settori, in alcuni meno della corrispondente domanda potenziale (bevande, prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, autoveicoli e altri mezzi di trasporto)⁴, in altri in linea con questa (come nella meccanica, principale comparto di specializzazione dell'Italia). I settori in cui il calo delle vendite è stato superiore a quello della domanda sono soprattutto quelli dei prodotti petroliferi raffinati, delle produzioni in legno (ad esclusione dei mobili) e dell'abbigliamento. Le esportazioni si sono contratte anche nel comparto tessile, la cui domanda potenziale è cresciuta solo grazie al contributo delle mascherine protettive, di fatto assenti nella specializzazione produttiva dell'Italia.

Nel complesso si stima che l'andamento delle esportazioni aggregate di manufatti rispetto a quello della corrispondente domanda potenziale sia spiegato in larga parte

² Il posizionamento qualitativo di un settore è misurato da un indicatore di competitività non di prezzo, seguendo la metodologia illustrata in A.K. Khandelwal, P.K. Schott e S.-J. Wei, *Trade liberalization and embedded institutional reform: evidence from Chinese exporters*, "American Economic Review", 103, 6, 2013, pp. 2169-2195. La partecipazione alle catene globali del valore è approssimata con la propensione all'importazione.

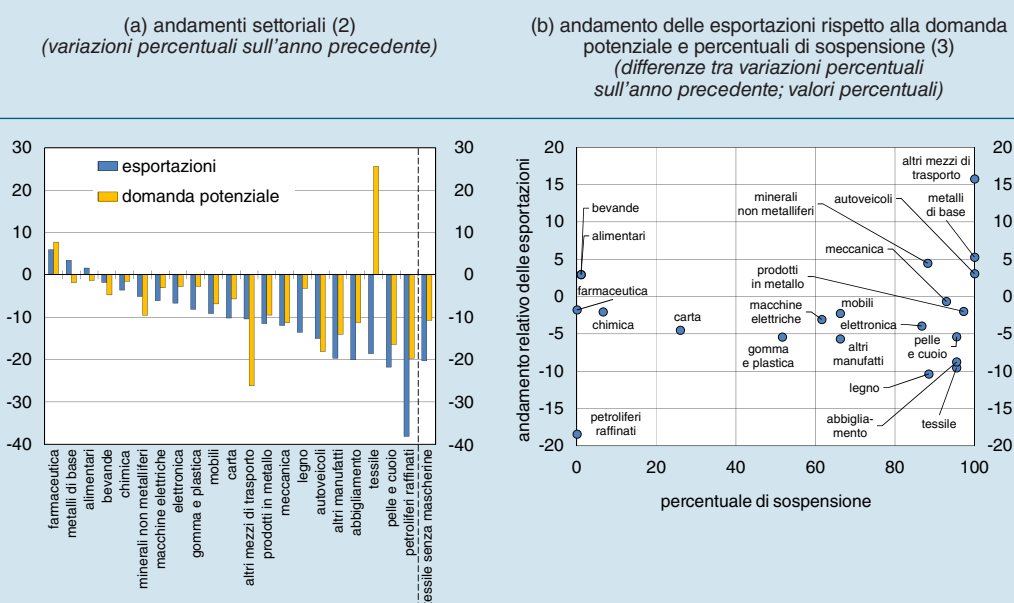
³ Per il 2020 non sono disponibili i dati necessari per elaborare le quote di mercato mondiale con disaggregazione settoriale a 5 cifre. L'analisi è condotta sui comparti manifatturieri a 2 cifre e selezionando un insieme ristretto ma rappresentativo di paesi di destinazione; si concentra sui manufatti ad esclusione delle produzioni di beni dei servizi di stampa e dell'industria del tabacco, causa l'indisponibilità di tutti i dati necessari, e considera 23 paesi di destinazione (Regno Unito, Stati Uniti, Svizzera e i maggiori 20 paesi della UE), che rappresentano il 71 per cento delle esportazioni italiane di manufatti. La domanda potenziale è calcolata, per ciascun settore, come media ponderata delle importazioni di beni in volume dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane in valore di quel settore; cfr. G. Allione e A. Felettigh, *External demand and export performance: regression residuals during the Covid-19 pandemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁴ Le esportazioni di bevande sono cresciute in particolare nel primo trimestre del 2020, trainate dalle vendite di vino in Germania e negli Stati Uniti. Le lavorazioni di minerali non metalliferi (come vetro e ceramica) hanno beneficiato di un recupero della competitività di prezzo, in controtendenza rispetto al complesso dei manufatti. Le esportazioni di mezzi di trasporto sono state sostenute dal varo di navi commissionate prima della pandemia.

dai vincoli all'offerta derivanti dal lockdown tra marzo e aprile dello scorso anno (figura B, pannello b); questa evidenza fa supporre che lo shock pandemico non abbia significativamente intaccato la capacità delle imprese italiane di competere sui mercati internazionali.

Figura B

Esportazioni di manufatti e domanda potenziale in volume nel 2020 a livello settoriale (1)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Eurostat, Istat, Office for National Statistics, Ufficio federale di statistica della Svizzera, United States Census Bureau, US Bureau of Labor Statistics.

(1) I settori sono definiti al livello Ateco a 2 cifre; sono escluse le produzioni di beni dei servizi di stampa e dell'industria del tabacco e si considerano 23 paesi di destinazione (Regno Unito, Stati Uniti, Svizzera e i maggiori 20 paesi della UE). – (2) Le due colonne finali "tessile senza mascherine" escludono le mascherine protettive sia dalle esportazioni sia dalla domanda. – (3) Le ordinate riportano, per ciascun settore, la differenza tra la variazione percentuale delle esportazioni e quella della corrispondente domanda potenziale; le ascisse riportano la percentuale delle produzioni non essenziali sospese all'interno di ciascun settore durante il lockdown produttivo di marzo-aprile 2020. Il settore tessile è rappresentato al netto delle mascherine protettive. Gli indicatori degli "alimentari" e delle "bevande" sono sovrapposti.

Nei primi tre mesi del 2021 il recupero delle esportazioni di beni in valore è proseguito, sostenuto dalle vendite sui mercati della UE. Quelle verso il resto del mondo sono invece lievemente diminuite rispetto all'ultimo trimestre del 2020, ma sono state caratterizzate da un moderato aumento al netto delle vendite verso il Regno Unito. Su queste ultime ha influito, in particolare a gennaio, l'entrata in vigore del nuovo accordo sulla Brexit.

Nel 2020 le esportazioni di servizi sono scese sensibilmente; hanno risentito soprattutto del crollo delle entrate turistiche, che nonostante il parziale recupero nei mesi estivi si sono ridotte di oltre il 60 per cento nel complesso dell'anno (cfr. il riquadro: *Il turismo internazionale in Italia durante la pandemia*), in linea con l'andamento del turismo internazionale nei principali paesi concorrenti. Sono diminuite anche le vendite di servizi di trasporto, a causa della contrazione dei flussi mercantili e di passeggeri, e in misura più lieve quelle di servizi alle imprese; a sostenere queste ultime ha concorso l'andamento particolarmente favorevole della componente dei servizi di ricerca e sviluppo.

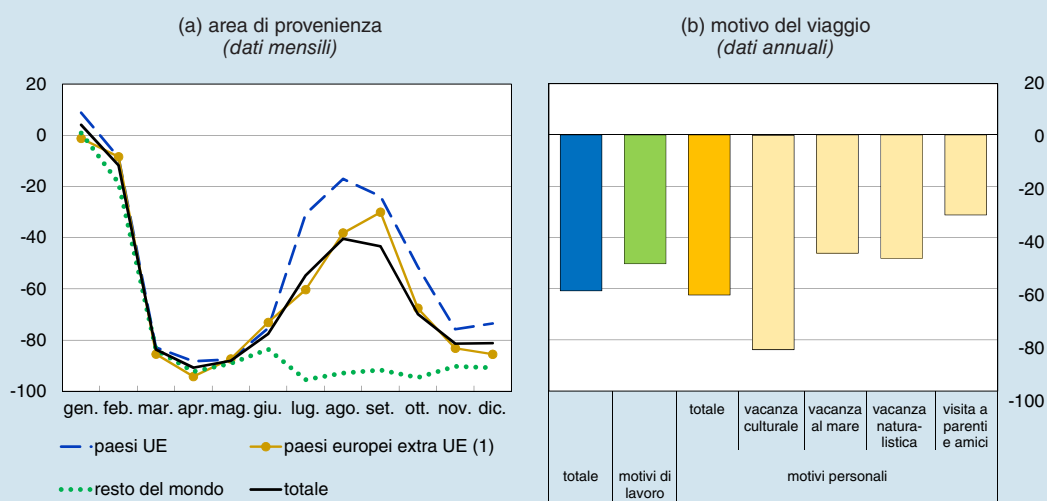
IL TURISMO INTERNAZIONALE IN ITALIA DURANTE LA PANDEMIA

Il turismo è stato uno dei settori più colpiti dalla pandemia a livello globale. Nel 2020 il numero dei viaggiatori internazionali nel mondo si è ridotto del 74 per cento rispetto al 2019¹; i turisti stranieri in Italia sono diminuiti del 60 per cento, con una contrazione dei relativi introiti rispetto all'anno precedente da 44 a 17 miliardi di euro.

L'andamento delle entrate turistiche nel corso dell'anno è stato fortemente influenzato dall'evoluzione dei contagi e dalle connesse misure di contenimento: tra marzo e maggio il calo è stato prossimo al 90 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; alla parziale ripresa nei mesi estivi, riconducibile pressoché per intero ai viaggiatori provenienti dai paesi europei, è seguita una nuova flessione nell'ultimo trimestre dell'anno (figura, pannello a).

Figura

Variatione delle entrate da turismo internazionale per area di provenienza e per motivo principale del viaggio nel 2020
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

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

Gli afflussi turistici hanno risentito delle restrizioni all'ingresso, più forti nei confronti dei viaggiatori in arrivo da aree esterne all'Unione europea, ma anche di una maggiore preferenza per destinazioni vicine e raggiungibili con mezzi propri: si sono ridotti tendenzialmente meno gli afflussi da paesi confinanti, come la Francia,

¹ Stime dell'Organizzazione mondiale del turismo (World Tourism Organization, UNWTO); per ulteriori approfondimenti, cfr. UNWTO, *Covid-19 and tourism. 2020: a year in review*, gennaio 2021.

rispetto a paesi più distanti come il Regno Unito². Con la ripresa dei contagi dopo l'estate, l'evidenza disponibile per le province italiane indica anche l'esistenza di una relazione negativa tra le presenze settimanali dei viaggiatori stranieri, osservate sulla base di dati di telefonia mobile, e la situazione epidemiologica locale: controllando per le restrizioni, a ogni 100 nuovi casi positivi su 100.000 abitanti in più, rilevati su un periodo di due settimane, è associata una contrazione nelle presenze di turisti stranieri nella settimana successiva di circa 5 punti percentuali più elevata rispetto alle altre province. Ciò suggerisce che un efficace controllo dei contagi, e non solo un allentamento delle restrizioni, è indispensabile per riavviare questo settore.

La flessione delle entrate da turismo internazionale nel 2020 è stata più ampia per i viaggi intrapresi per motivi personali rispetto a quelli di lavoro (figura, pannello b). Hanno risentito della pandemia soprattutto le vacanze di tipo culturale, con cali nelle principali città d'arte italiane tra il 70 e l'80 per cento; le località dove è rilevante l'offerta di tipo balneare o naturalistica hanno riportato generalmente diminuzioni più contenute.

Le interviste effettuate da luglio a dicembre del 2020 nell'ambito dell'*Indagine sul turismo internazionale* della Banca d'Italia³ indicano che solo una piccola quota di chi ha visitato il nostro paese per motivi diversi da quelli di lavoro ha modificato gli aspetti principali del viaggio (destinazione, durata, alloggio) rispetto ai piani iniziali. Ciò segnala una polarizzazione tra i viaggiatori internazionali che a fronte della pandemia hanno mantenuto largamente invariati i loro programmi e coloro che invece hanno rinunciato del tutto a effettuare un viaggio in Italia. La grande maggioranza degli intervistati ha valutato adeguate le misure per il contenimento della diffusione del virus messe in atto nella località visitata.

² V. Della Corte, C. Doria e G. Oddo, *The impact of Covid-19 on international tourism flows to Italy: evidence from mobile phone data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ L'indagine è stata interrotta tra marzo e giugno del 2020; per questo periodo le stime sui flussi turistici si sono avvalse di fonti alternative, principalmente dati di telefonia mobile e transazioni con carte di pagamento (cfr. A. Carboni, C. Doria e S. Zappa, *La produzione statistica nell'emergenza Covid-19: la stima dei "viaggi" in bilancia dei pagamenti*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 19 giugno 2020). L'indagine è progressivamente ripresa nei mesi successivi, pur risentendo delle limitazioni normative in tema di prevenzione della diffusione del virus e di regole per l'accesso ai punti di frontiera più stringenti che in passato. Ne discende che i dati sono soggetti a un margine di errore maggiore rispetto agli anni precedenti.

Le importazioni. – Nel 2020 le importazioni di beni e servizi dell'Italia sono diminuite in volume del 12,6 per cento, di cui quasi la metà riconducibile alla contrazione dei servizi, legata soprattutto alle minori spese degli italiani per viaggi all'estero (-64,7 per cento in valore). Al calo degli acquisti di beni, più marcato nei confronti dei partner commerciali della UE, hanno contribuito soprattutto i mezzi di trasporto, i prodotti minerari e della meccanica. Sono cresciute le importazioni di beni legati al contrasto alla pandemia, in larga parte dovute agli acquisti di mascherine protettive (3,1 miliardi).

Nei primi tre mesi del 2021 le importazioni di beni in valore sono risalite rispetto all'ultimo trimestre del 2020. L'ampliamento ha riguardato gli acquisti

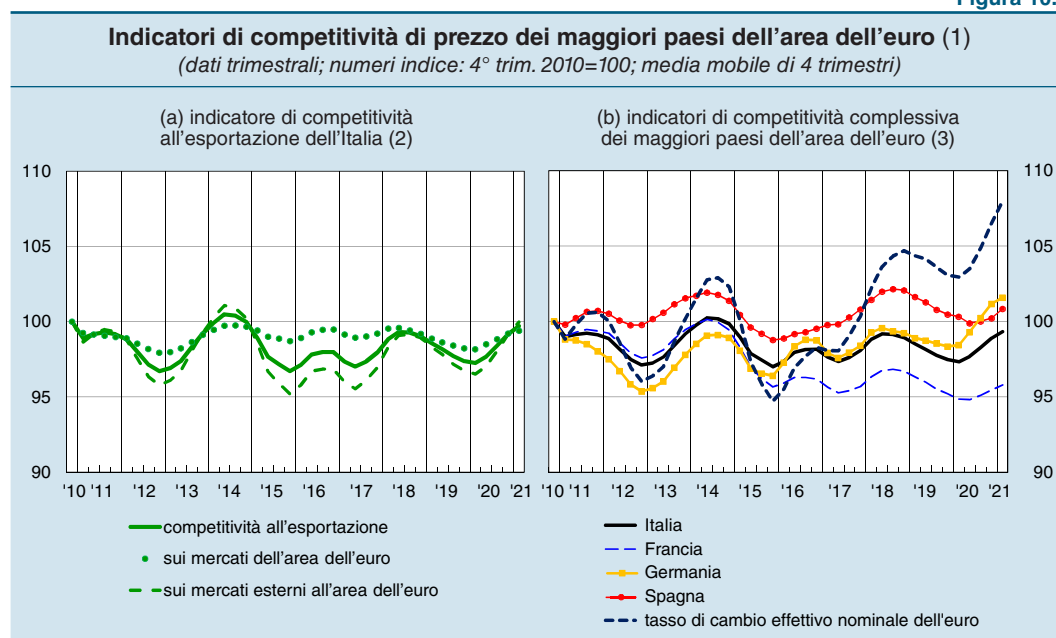
sia dai paesi UE sia da quelli extra UE, per i quali la maggiore spesa per prodotti energetici ha più che compensato la flessione delle importazioni dal Regno Unito a seguito della Brexit.

La competitività di prezzo

Nel 2020 la competitività di prezzo all'esportazione delle imprese italiane, che misura l'abilità di competere sui mercati di sbocco con i produttori locali e con gli altri paesi esportatori, è peggiorata; vi ha inciso soprattutto l'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro. Secondo l'indice basato sui prezzi alla produzione di manufatti, in media d'anno la diminuzione è stata di 1,8 punti percentuali ed è risultata più pronunciata sui mercati esterni all'area dell'euro (fig. 10.2.a).

La perdita è stata di entità pressoché analoga se misurata dall'indicatore complessivo della competitività di prezzo, che tiene conto anche della capacità di competere sui mercati interni. Il peggioramento della competitività è stato comune ai maggiori paesi dell'area, più contenuto in Spagna e Francia ma più pronunciato in Germania (fig. 10.2.b). Secondo l'indicatore calcolato dalla Banca centrale europea sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto per l'intera economia, la competitività sarebbe invece migliorata in Italia, a fronte di un deterioramento in Germania, Francia e Spagna; su queste dinamiche incidono tuttavia effetti riconducibili alle regole di classificazione statistica delle misure di integrazione salariale, che possono alterare i confronti internazionali basati su tale deflatore (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*).

Figura 10.2



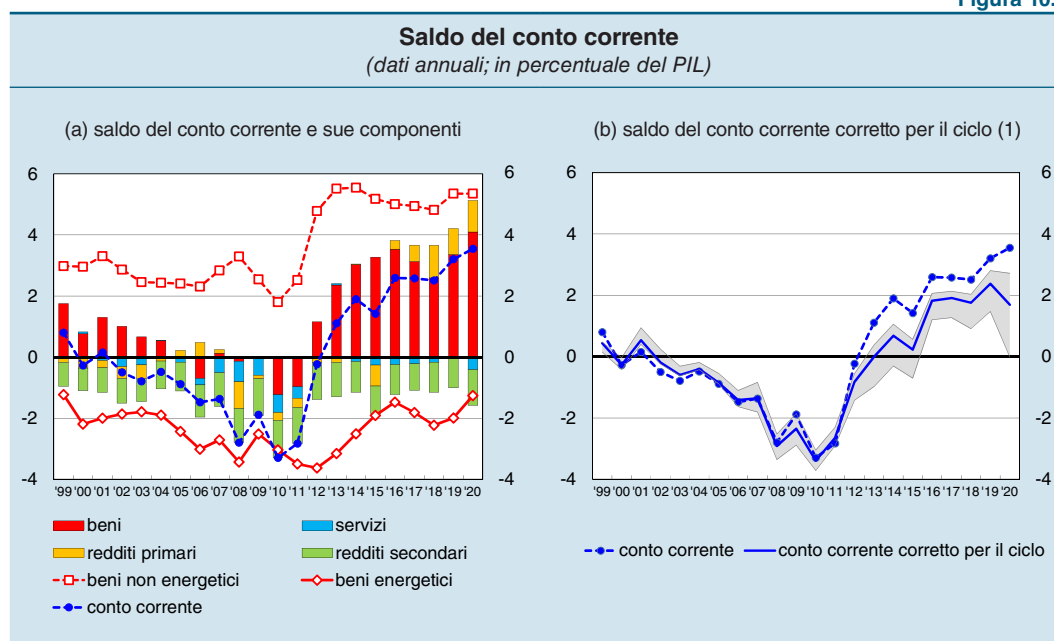
Fonte: per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, BCE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione di manufatti*.

(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. I dati per l'ultimo trimestre sono in parte stimati. – (2) L'indicatore di competitività all'esportazione misura la capacità di un paese di competere con altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali. – (3) Indicatori di competitività complessiva: media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di competere sul mercato interno con le produzioni importate, e della competitività all'esportazione. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato nei confronti di 42 paesi esterni all'area dell'euro e ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero

Il conto corrente. – Nel 2020 l'avanzo di conto corrente ha raggiunto i 58,6 miliardi di euro (57,4 nel 2019), pari al 3,5 per cento del PIL (fig. 10.3.a e tav. 10.1). Secondo nostre stime che tengono conto sia della fase ciclica in Italia e nei suoi principali partner commerciali (misurata dallo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale, *output gap*), sia delle elasticità di esportazioni e importazioni alle diverse componenti della domanda, anche il surplus strutturale resta ampio (circa l'1,7 per cento del prodotto; fig. 10.3.b).

Figura 10.3



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

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

Il saldo di conto corrente ha beneficiato della riduzione della bolletta energetica (-20,8 miliardi, da -35,7 nel 2019), che ha più che compensato il minore avanzo dei prodotti non energetici e il maggiore deficit dei servizi, dovuto alla contrazione del surplus turistico; il forte calo della spesa dei viaggiatori stranieri è stato solo in parte controbilanciato dalla riduzione dei viaggi all'estero dei residenti, dovuta alle restrizioni alla mobilità internazionale e alla preferenza per mete in Italia.

L'avanzo dei redditi primari si è ampliato, trainato dalla componente dei redditi da capitale, favorita a sua volta dal miglioramento della posizione netta sull'estero e dal differenziale positivo tra il rendimento dei titoli esteri detenuti dai residenti e quello dei titoli italiani nei portafogli dei non residenti. Il disavanzo dei redditi secondari è invece aumentato, sia per il maggiore deficit nei confronti delle istituzioni della UE (dovuto a un'espansione dei trasferimenti al bilancio comunitario per fluttuazioni di cassa) sia per l'incremento delle rimesse degli immigrati verso l'estero. Per queste ultime rilevano solo i trasferimenti che transitano nei canali ufficiali: la crescita nel 2020 è presumibilmente attribuibile all'utilizzo di questi canali anche

per trasferimenti che negli anni passati sfuggivano alle statistiche ufficiali in quanto effettuati in contante attraverso viaggi.

Tavola 10.1

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2017	2018	2019	2020	2020 gen.-mar.	2021 gen.-mar.
Conto corrente	44,8	44,5	57,4	58,6	7,2	7,4
in % del PIL	2,6	2,5	3,2	3,5	::	::
Merci	54,4	45,9	60,2	67,6	13,2	12,5
prodotti non energetici (2)	85,9	85,4	95,9	88,4	20,6	19,3
prodotti energetici (2)	-31,5	-39,5	-35,7	-20,8	-7,4	-6,8
Servizi	-3,8	-2,9	-0,8	-6,8	-4,8	-3,1
di cui: trasporti	-9,2	-9,5	-9,8	-8,0	-2,8	-1,7
viaggi	14,6	16,2	17,2	7,8	0,5	-0,1
Redditi primari (3)	9,3	18,9	15,2	17,0	4,4	4,4
Redditi secondari (4)	-15,1	-17,4	-17,1	-19,3	-5,6	-6,4
Conto capitale	1,2	-0,3	-1,8	-0,4	-0,4	-0,6
Conto finanziario (5)	47,6	26,7	46,5	49,1	-2,5	15,2
Investimenti diretti	0,4	-4,1	1,5	9,4	-1,1	-1,8
italiani all'estero	10,9	33,8	29,3	4,3	2,3	2,1
esteri in Italia	10,5	37,9	27,8	-5,1	3,4	3,9
Investimenti di portafoglio	84,1	120,2	-52,8	109,7	37,8	19,5
attività: azioni e fondi comuni (6)	85,8	28,6	37,7	58,7	-0,3	34,5
attività: titoli di debito (6)	29,3	17,2	31,3	33,7	0,6	11,2
passività: azioni e fondi comuni (6)	17,8	-4,8	15,3	-4,1	-6,0	1,5
passività: titoli di debito (6)	13,1	-69,5	106,5	-13,3	-31,4	24,7
Derivati	-7,2	-2,7	2,5	-2,9	-0,7	-0,7
Altri investimenti	-32,3	-89,3	92,2	-71,1	-39,0	-1,3
Variazione delle riserve ufficiali	2,7	2,6	3,2	4,0	0,6	-0,6
Errori e omissioni	1,6	-17,5	-9,1	-9,1	-9,3	8,4

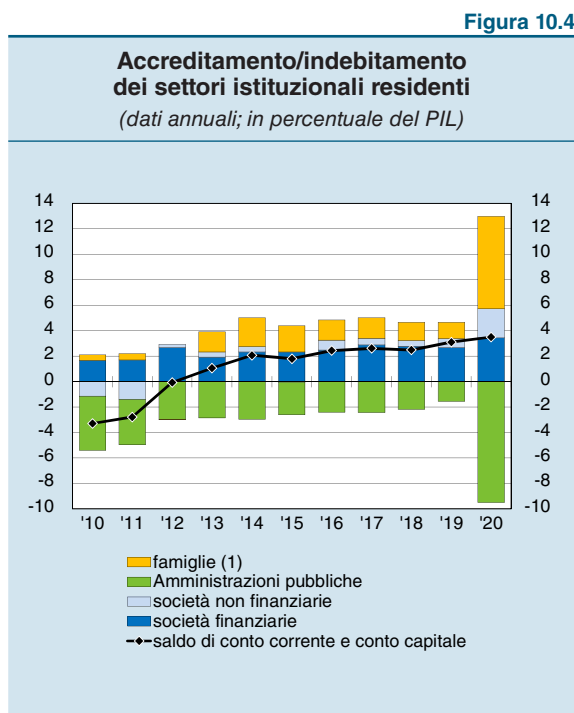
Fonte: per il PIL, Istat.

(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero*. Da gennaio a marzo 2021, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Consistono in redditi da lavoro, redditi da capitale e altri redditi primari. – (4) Rappresentano i trasferimenti correnti tra residenti e non residenti. – (5) A partire dall'adozione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6^a ed., 2009 (BPM6), la convenzione di segno che regola il conto finanziario prevede che anche per le attività sull'estero, come già avveniva dal lato delle passività, valori positivi (negativi) indichino un incremento (una riduzione). – (6) Attività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte dei residenti di titoli emessi da non residenti; passività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte di non residenti di titoli emessi da residenti.

Il saldo di conto corrente e conto capitale, che può essere interpretato come il risultato delle decisioni di risparmio e investimento dei settori istituzionali residenti, si è ampliato, nonostante il forte aumento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche legato alle misure intraprese per contrastare gli effetti della pandemia (dall'1,6 al 9,5 per cento del PIL; cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). Il maggiore disavanzo pubblico è stato più che compensato da una significativa espansione dell'accreditamento netto degli altri settori istituzionali (fig. 10.4), in linea con quanto osservato nei paesi dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *I flussi finanziari*

nei paesi dell'area dell'euro durante la pandemia del capitolo 2). In particolare è cresciuto il risparmio netto delle famiglie, in seguito alla contrazione dei consumi, e quello delle società non finanziarie, che hanno ridotto gli investimenti.

Il conto finanziario. – Nel 2020 gli investimenti di portafoglio all'estero hanno raggiunto i 92,4 miliardi, con un deciso rialzo rispetto al 2019, risentendo della riduzione dei rendimenti sui titoli italiani nella seconda metà dell'anno. I residenti hanno acquistato soprattutto quote di fondi comuni esteri (per 52,9 miliardi, ascrivibili in larga parte alle famiglie e alle assicurazioni) e strumenti di debito (titoli pubblici e obbligazioni di banche e imprese, per 33,7 miliardi).



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

L'incertezza sull'evoluzione della pandemia si è riflessa in misura più marcata sugli investimenti diretti, in un contesto globale improntato a una maggiore cautela da parte degli investitori; secondo dati ancora provvisori, gli investimenti diretti italiani all'estero sono scesi a 4,3 miliardi (da 29,3 nel 2019).

Dal lato delle passività, nel complesso del 2020 gli investitori non residenti, in particolare assicurazioni e fondi di investimento dell'area dell'euro, hanno effettuato vendite nette di titoli di portafoglio italiani per 17,3 miliardi. Le vendite si sono concentrate nei mesi di marzo e aprile; a partire da giugno, in uno scenario di minori tensioni sui mercati finanziari, la domanda degli investitori esteri è ripresa (41,1 miliardi fino a dicembre), e ha riguardato principalmente titoli pubblici e obbligazioni emesse da banche e imprese (rispettivamente 13,9 e 22,5 miliardi).

Secondo dati ancora provvisori gli investimenti diretti esteri in Italia si sono ridotti di 5,1 miliardi, esclusivamente nella componente dei prestiti intrasocietari.

La raccolta netta all'estero delle banche italiane per prestiti e depositi è diminuita di 36,3 miliardi, rispecchiando l'aumento del rifinanziamento presso l'Eurosistema nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO; cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). Gli afflussi dall'estero al settore pubblico classificati tra gli "altri investimenti" sono stati pari a 16,9 miliardi, per l'erogazione delle prime due quote dei prestiti della Commissione europea nell'ambito dello strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE).

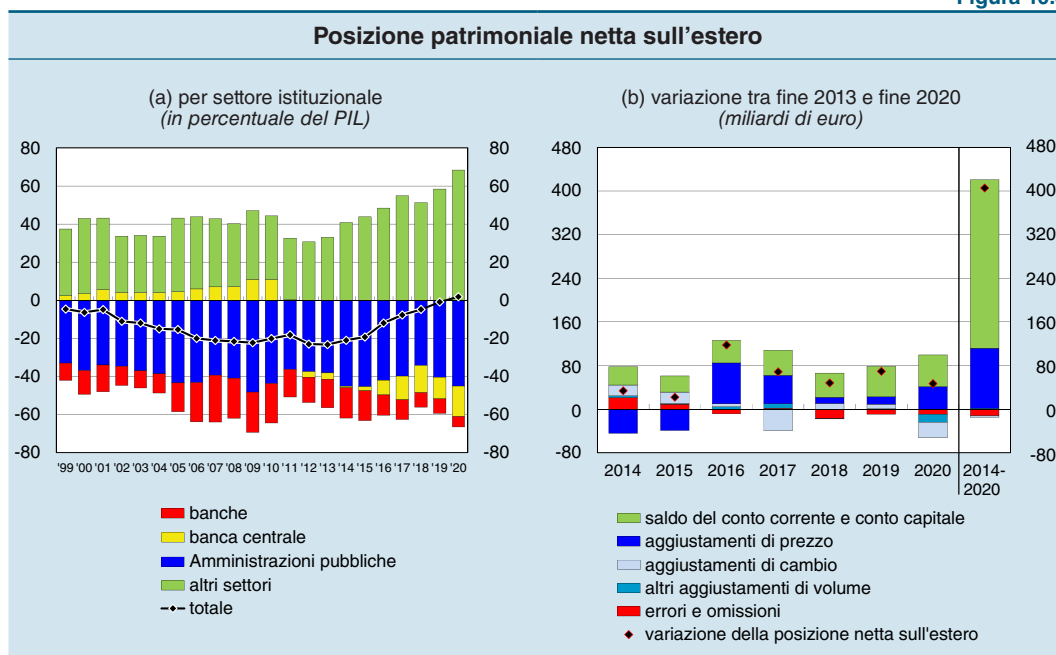
Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con le altre voci di bilancia dei pagamenti (1)										
(miliardi di euro)										
PERIODO	Saldo TARGET2 (alla fine del periodo)	Variazione saldo TARGET2 (rispetto alla fine del periodo precedente)	Investimenti di portafoglio esteri in titoli pubblici italiani	Investimenti di portafoglio esteri in titoli privati italiani (escluse obbligazioni bancarie)	Investimenti di portafoglio esteri in obbligazioni bancarie italiane	Raccolta netta all'estero delle istituzioni finanziarie monetarie residenti (esclusa la banca centrale) in prestiti e depositi	Saldo di conto corrente e conto capitale	Altre voci (2)	Investimenti di portafoglio italiani in titoli esteri	
	(A)+(B)+(C)+(D)+(E)+(F)-(G)	(A)	(B)	(C)	(D)	di cui: intermediata da controparti centrali residenti	(E)	(F)	(G)	
2020	-516	-77	-27	5	4	-36	5	58	11	92
2020 – 1° trim.	-492	-52	-25	-12	..	-24	15	7	2	..
2° trim.	-537	-45	-4	-4	-1	5	5	5	-7	39
3° trim.	-546	-10	17	2	2	-31	-19	24	-5	19
4° trim.	-516	30	-15	19	4	13	4	22	21	34
2021 – 1° trim.	-516	..	22	7	-3	-8	5	7	21	46
apr.	-481	35	....	....	....	....	....	....	....	....

(1) Un valore negativo della variazione del saldo TARGET2 indica un aumento delle passività della Banca d'Italia su TARGET2; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e saldo TARGET2*. Per ulteriori informazioni, cfr. *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, 19 febbraio 2019. Per il 1° trimestre 2021 i dati di bilancia dei pagamenti sono provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

Nel complesso del 2020 il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema di pagamenti europeo TARGET2 è aumentato di 77 miliardi, collocandosi a 516 miliardi alla fine dell'anno (tav. 10.2). L'incremento ha riflesso un marcato peggioramento nella prima metà del 2020, in concomitanza con le tensioni sui mercati ed è poi gradualmente rientrato; vi hanno contribuito soprattutto i deflussi di portafoglio e la riduzione della raccolta netta all'estero delle banche residenti, parzialmente compensati dal surplus di conto corrente. Quest'ultimo si è ancora lievemente ampliato nella prima parte del 2021. Gli afflussi per gli acquisti netti di titoli italiani dall'estero e per le quote dei prestiti dello strumento SURE ricevute dal Tesoro hanno contribuito a ridurre il saldo passivo di TARGET2, sceso a 481 miliardi alla fine di aprile.

La posizione patrimoniale sull'estero. – Al termine del 2020, per la prima volta dopo oltre trent'anni, il saldo della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia è risultato positivo (per 30,4 miliardi, pari all'1,8 per cento del PIL; fig. 10.5.a). Il miglioramento rispetto all'anno precedente (di 46,9 miliardi) è interamente attribuibile al surplus di conto corrente; gli aggiustamenti positivi di prezzo sono stati compensati da quelli negativi del cambio, legati all'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro (fig. 10.5.b). La variazione complessiva dal picco negativo raggiunto alla fine del 2013 è stata di oltre 25 punti di PIL; ha beneficiato dei persistenti avanzi di conto corrente e, in misura minore, dell'effetto positivo degli aggiustamenti di valutazione, soprattutto dal lato delle attività, dovuto all'andamento favorevole dei mercati azionari internazionali degli ultimi anni (fig. 10.5.b).

Figura 10.5



Fonte: per il PIL, Istat.

11. LA FINANZA PUBBLICA

L'emergenza sanitaria ed economica ha avuto un impatto profondo sui conti pubblici del 2020 e sulle prospettive per gli anni seguenti. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche lo scorso anno è salito al 9,5 per cento del prodotto, dall'1,6 nel 2019. Il saldo primario si è portato in disavanzo (6 per cento del PIL) per la prima volta dal 2009. Il rapporto tra il debito e il prodotto è aumentato di oltre 21 punti percentuali, al 155,8 per cento; circa la metà di questo incremento è spiegato dalla contrazione del PIL al denominatore. Sulla base delle valutazioni della Commissione europea, la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico – una misura dell'orientamento della politica di bilancio – è stata pari al 2,8 per cento del prodotto.

Secondo i programmi presentati nel *Documento di economia e finanza 2021* (DEF 2021) dello scorso aprile – che tengono conto anche dell'impatto delle misure incluse nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) – l'indebitamento netto raggiungerà quest'anno l'11,8 per cento del PIL. Scenderà gradualmente nel successivo triennio (al 3,4 per cento nel 2024). Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto aumenterà al 159,8 per cento; si ridurrà dal 2022, nonostante il permanere di disavanzi primari, grazie al perdurare di condizioni finanziarie accomodanti e alla robusta espansione dell'economia.

Il Governo si propone di ricondurre il rapporto tra il debito e il PIL ai valori pre-crisi entro la fine del decennio, anche operando i necessari interventi di bilancio. Le simulazioni riportate nel DEF 2021 mostrano che il raggiungimento di questo obiettivo dipenderà dalla capacità della politica economica di assicurare il ritorno a una crescita stabilmente più elevata e un miglioramento adeguato del saldo primario quando le condizioni macroeconomiche lo consentiranno.

Il PNRR, recentemente trasmesso alla Commissione europea, mobilita tra il 2021 e il 2026 risorse – europee e nazionali – che ammontano a oltre 235 miliardi di euro; circa il 70 per cento di questi fondi è dedicato a nuovi progetti (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4).

La finanza pubblica nel 2020

L'indebitamento netto: obiettivi, interventi in corso d'anno e risultati. – La pandemia e le misure di portata eccezionale che sono state necessarie per contrastarne sia la diffusione sia le conseguenze economiche hanno avuto un impatto profondo sui conti pubblici del 2020, così come accaduto nelle altre principali economie mondiali.

Il *Documento programmatico di bilancio 2020* (DPB 2020), pubblicato a ottobre del 2019, indicava un obiettivo per l'indebitamento netto per il 2020 pari al 2,2 per

cento del PIL¹. Nel corso dell'anno sono stati necessari ripetuti interventi di sostegno; le stime e gli obiettivi sui conti pubblici del 2020 sono stati modificati più volte.

Nel marzo dello scorso anno, con il DL 9/2020², venivano introdotte misure rivolte alle zone interessate per prime dai contagi, finanziate con risorse già disponibili a legislazione vigente.

In concomitanza con l'estensione a tutto il territorio nazionale delle restrizioni alla circolazione e alle attività economiche e tenendo anche conto delle decisioni assunte a livello europeo (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*), il Governo otteneva l'autorizzazione del Parlamento a uno scostamento di bilancio di 20 miliardi per il 2020 e varava due decreti legge – DL 18/2020 (decreto “cura Italia”)³ e DL 23/2020 (decreto “liquidità”)⁴ – con il duplice obiettivo di potenziare la capacità di risposta del sistema sanitario e di sostenere economicamente famiglie, lavoratori e imprese.

Con il *Documento di economia e finanza 2020* (DEF 2020)⁵, approvato dal Consiglio dei ministri alla fine di aprile dello scorso anno, l'obiettivo di indebitamento netto veniva rivisto al rialzo di 8,2 punti percentuali del PIL, al 10,4 per cento. Il nuovo valore teneva conto, oltre che dei decreti sopra richiamati, dell'effetto del deterioramento del quadro macroeconomico e di una nuova richiesta di scostamento presentata al Parlamento contestualmente al DEF 2020, per circa 55 miliardi in termini di indebitamento netto nello stesso anno⁶. Lo spazio di bilancio messo a disposizione da questo scostamento veniva utilizzato in maggio con il DL 34/2020 (decreto “rilancio”)⁷.

¹ La manovra di bilancio, approvata nel successivo mese di dicembre dal Parlamento, in coerenza con questo obiettivo, implicava in quel momento un aumento del disavanzo di quasi un punto percentuale del PIL rispetto al suo valore tendenziale.

² Memoria della Banca d'Italia per la Commissione Bilancio, *Disegno di legge A.S. 1746, conversione in legge del decreto-legge 2 marzo 2020, n. 9 recante misure urgenti di sostegno per le famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 10 marzo 2020.

³ Memoria della Banca d'Italia per la 5ª Commissione (Programmazione economica e Bilancio), *Disegno di legge A.S. 1766, conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18 recante misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 25 marzo 2020.

⁴ *Conversione in legge del DL 8 aprile 2020, n. 23 (misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali)*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 27 aprile 2020. Pur contenendo rilevanti misure di sostegno alla liquidità delle imprese, il provvedimento ha avuto un impatto nullo sul disavanzo nelle valutazioni ufficiali.

⁵ *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2020*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Camera dei deputati, Roma, 29 aprile 2020.

⁶ Il DEF 2020 stimava per lo scorso anno una contrazione del PIL dell'8 per cento in termini reali, invece della lieve crescita (0,6 per cento) prevista nel DPB 2020.

⁷ Memoria della Banca d'Italia per la 5ª Commissione (Bilancio, tesoro e programmazione), *AC n. 2500, Conversione in legge del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, recante misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Camera dei deputati, Roma, 8 giugno 2020. Il decreto includeva anche provvedimenti con impatto permanente sui conti, tra questi il principale era la cancellazione delle clausole di salvaguardia sulle imposte indirette.

Dopo avere ricevuto l'autorizzazione del Parlamento a un terzo scostamento di bilancio per 25 miliardi, in agosto il Governo varava il DL 104/2020 (decreto "agosto")⁸, che in larga parte potenziava ed estendeva temporalmente gli interventi inclusi nei decreti precedenti, con un effetto di aumento dell'indebitamento netto del 2020 allora stimato pari allo scostamento richiesto.

All'inizio di ottobre, nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020* (NADEF)⁹, alla luce di un andamento dei conti pubblici più favorevole rispetto a quello prefigurato in primavera¹⁰, la stima dell'indebitamento netto veniva aumentata solo marginalmente rispetto all'obiettivo indicato nel DEF di aprile (al 10,8 per cento del prodotto) pur tenendo conto degli effetti del decreto "agosto". Con il *Documento programmatico di bilancio 2021* (DPB 2021) di poco successivo la stima era ridotta al 10,5 per cento.

Dalla fine di ottobre, in connessione con la recrudescenza della pandemia, il Governo varava quattro decreti legge (decreti "ristori")¹¹. Secondo le valutazioni ufficiali nel 2020 i decreti comportavano oneri di quasi 18 miliardi, per interventi a favore dei lavoratori e delle imprese. Grazie a un miglioramento del quadro tendenziale di finanza pubblica, per la copertura finanziaria dei decreti era sufficiente chiedere uno scostamento di bilancio di soli 8 miliardi.

Il 20 gennaio 2021 il Governo, in una lettera alla Commissione europea¹², riportava la stima di indebitamento per il 2020 al 10,8 per cento del PIL indicato nella NADEF. A consuntivo l'andamento dei conti è stato migliore delle previsioni ufficiali, soprattutto per effetto di entrate superiori alle attese e dei margini di prudenza utilizzati nella stima del costo delle misure di sostegno. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2020 è risultato pari al 9,5 per cento del PIL, dall'1,6 del 2019 (fig. 11.1 e tav. 11.1); il peggioramento ha riflesso quello del saldo primario (passato da un avanzo dell'1,8 per cento del PIL a un disavanzo del 6 per cento).

Aumenti dei disavanzi di dimensione elevata si sono osservati nella maggior parte delle economie avanzate. A fronte dell'incremento di quasi 8 punti percentuali del

⁸ Memoria della Banca d'Italia per la 5^a Commissione (Programmazione economica e Bilancio), *Disegno di legge n. 1925, conversione in legge del decreto-legge 14 agosto 2020, n. 104 recante misure urgenti per il sostegno e il rilancio dell'economia*, Senato della Repubblica, Roma, 7 settembre 2020.

⁹ *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Camera dei deputati, Roma, 12 ottobre 2020.

¹⁰ Il Governo stimava in circa 1,3 punti percentuali gli effetti sul disavanzo del miglior andamento dei conti pubblici rispetto alle attese.

¹¹ DD.LL. 137/2020, 149/2020, 154/2020 e 157/2020; gli ultimi tre sono confluiti nel primo in sede di conversione (L. 176/2020). In argomento, cfr. la memoria della Banca d'Italia per le Commissioni 5^a (Programmazione economica, bilancio) e 6^a (Finanze e tesoro) riunite, *Disegno di legge n. 1994, conversione in legge del decreto-legge 28 ottobre 2020, n. 137, recante ulteriori misure urgenti in materia di tutela della salute, sostegno ai lavoratori e alle imprese, giustizia e sicurezza, connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 10 novembre 2020.

¹² Nella lettera il Governo comunicava l'intenzione di richiedere al Parlamento l'autorizzazione ad aumentare il disavanzo del 2021 per 32 miliardi rispetto a quello indicato nella NADEF (cfr. sul sito del Ministero dell'Economia e delle finanze: *Nuove misure per l'emergenza Covid-19. Lettera del ministro Gualtieri a Dombrovskis e Gentiloni*, 21 gennaio 2021).

Figura 11.1

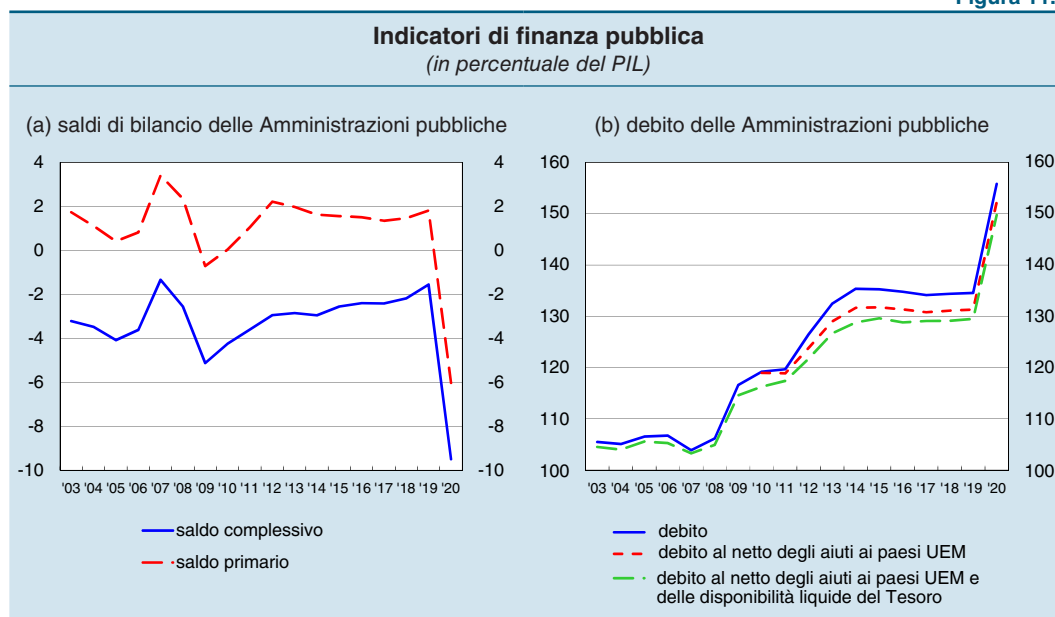


Tavola 11.1

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

VOCI	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Entrate correnti	781,4	784,4	797,9	814,2	838,8	785,3
di cui: contributi sociali	219,1	220,6	225,6	234,5	242,2	228,6
imposte dirette	242,6	247,6	250,3	248,6	258,1	252,6
imposte indirette	246,6	242,5	248,5	254,4	257,8	228,9
Entrate in conto capitale	9,3	7,1	6,9	4,3	4,3	4,0
Pressione fiscale	42,9	42,2	41,8	41,7	42,4	43,1
Totale entrate	790,7	791,5	804,8	818,5	843,1	789,4
in % del PIL	47,8	46,7	46,3	46,2	47,1	47,8
Spese primarie correnti	697,5	710,3	714,6	733,9	748,6	798,6
Interessi	68,1	66,4	65,5	64,6	60,4	57,3
Spese in conto capitale (2)	67,3	55,6	66,8	58,6	62,0	90,3
di cui: investimenti fissi lordi	39,8	39,0	38,3	37,8	41,4	44,2
Totale spese	832,9	832,3	846,8	857,2	871,0	946,2
in % del PIL	50,3	49,1	48,8	48,4	48,6	57,3
Saldo primario	25,8	25,6	23,5	26,0	32,5	-99,6
in % del PIL	1,6	1,5	1,4	1,5	1,8	-6,0
Indebitamento netto	42,2	40,8	42,0	38,6	27,9	156,9
in % del PIL	2,6	2,4	2,4	2,2	1,6	9,5

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

PIL registrato dall'Italia, secondo le più recenti stime della Commissione europea, la crescita è stata di 10,3 punti in Giappone, 10 punti nel Regno Unito, 9,5 negli Stati Uniti, 8,1 in Spagna, 6,2 in Francia e 5,7 in Germania (cfr. anche il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*).

Il quadro di insieme delle misure discrezionali varate nel corso dell'anno. – Gli scostamenti di bilancio approvati per il 2020 dal Parlamento ammontano a circa 108 miliardi (pari a 6,5 punti percentuali del prodotto). Sulla base delle valutazioni ufficiali ex ante dei provvedimenti che hanno utilizzato i fondi resi in tal modo disponibili, si può stimare che circa metà delle risorse sia stata riservata a misure in favore delle imprese e un terzo al sostegno diretto delle famiglie e dei lavoratori; la parte restante è stata destinata a trasferimenti agli enti territoriali, al sistema sanitario, al comparto dell'istruzione e a quello della sicurezza (tav. 11.2). Tra le misure per le imprese, le più rilevanti in termini finanziari hanno riguardato i contributi a fondo perduto ai titolari di partita IVA e a settori specifici colpiti dall'emergenza (14,4 miliardi), la rimodulazione e la proroga di alcuni versamenti fiscali (14,9 miliardi)¹³ e l'estensione delle garanzie pubbliche¹⁴ (circa 8 miliardi). Gran parte del sostegno ai lavoratori ha riguardato integrazioni al reddito sia di quelli autonomi sia di quelli dipendenti (27,8 miliardi).

Gli effetti sul bilancio di alcune misure di sostegno sono stati inferiori a quanto ipotizzato prudenzialmente ex ante, come nel caso dell'effettivo utilizzo della Cassa integrazione guadagni (CIG) da parte delle imprese.

Nelle valutazioni della Commissione europea il peggioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico – una misura dell'orientamento della politica di bilancio – sarebbe stato di circa 2,8 punti percentuali del PIL nel 2020. Questa misura è tuttavia soggetta a possibili distorsioni, particolarmente rilevanti nelle circostanze attuali.

Nel valutare l'impulso fornito dal bilancio pubblico all'attività economica occorre anche tenere conto del fatto che, a causa delle regole contabili concordate a livello europeo, alcuni provvedimenti non hanno accresciuto il disavanzo del 2020 pur avendo contribuito a sostenere l'attività economica: rientrano tra questi il rinvio agli anni successivi di scadenze per il pagamento di alcune imposte e contributi sociali e le garanzie “non standardizzate” a favore delle imprese.

La maggior parte degli interventi ha natura temporanea, con effetti sui conti pubblici limitati al 2020. L'insieme dei decreti legge approvati determina tuttavia un incremento dell'indebitamento netto anche nel 2021 (31,4 miliardi), nel 2022 (35,5) e

¹³ Si tratta del minore gettito di cassa (a fronte del quale vi saranno incassi maggiori negli anni successivi). L'Istat invece, utilizzando il principio della competenza concordato in ambito europeo, contabilizza parte di queste entrate nel 2020.

¹⁴ Tra i provvedimenti in materia si segnalano l'ampliamento dell'operatività del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese e l'istituzione di una nuova linea di garanzie pubbliche rivolta soprattutto alle imprese di più grande dimensione e gestita da SACE. Gli stessi interventi hanno inoltre disposto una moratoria straordinaria dei prestiti revocabili e in scadenza, nonché la sospensione dei pagamenti delle rate dei mutui e dei canoni di leasing.

Tavola 11.2

Effetti attesi dei decreti emergenziali sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro)

VOCI	2020	2021	2022
USO DELLE RISORSE	118.664	35.609	37.193
Maggiori spese (A=A1+A2+A3+A4+A5)	92.685	25.280	10.245
Interventi a sostegno delle famiglie (A1)	35.071	2.346	484
CIG e altri ammortizzatori sociali per lavoratori dipendenti (effetto netto)	18.737	1.241	2
Indennità a favore di lav. autonomi e di settori specifici (effetto netto)	9.014	162	79
Congedo parentale, voucher "baby-sitting", estensione benefici L. 104/92 e premi lavoratori dipendenti	3.406	39	0
Reddito di emergenza, di ultima istanza e indennità per lavoratori domestici (effetto netto)	1.669	0	0
Altri interventi a favore delle famiglie	2.245	904	403
Interventi a sostegno delle imprese e dell'attività economica (A2)	31.426	13.479	1.414
Contributo a fondo perduto titolari di partita IVA e settori specifici (effetto netto) (1)	14.419	1.084	25
Accantonamenti a fronte di garanzie a favore delle imprese	8.044	0	0
Crediti di imposta canoni di locazione, sanificazione, vacanze e interventi su immobili	3.734	2.932	1.357
Trasformazione di DTA in crediti di imposta	1.058	0	0
Sostegno alla ricapitalizzazione delle piccole e medie imprese	10	2.005	5
Fondo per la perequazione delle misure fiscali e di ristoro concesse tra marzo e novembre (2)	0	5.300	0
Altri interventi a favore delle imprese (effetto netto)	4.161	2.158	26
Risorse destinate agli enti territoriali e al sistema scolastico e universitario (A3)	14.316	4.247	2.600
Fondo per le funzioni fondamentali dei Comuni e altri interventi (effetto netto)	6.418	1.261	1.310
Fondo per l'esercizio delle funzioni delle Regioni e Province e altri interventi (effetto netto)	5.033	775	550
Spese a sostegno del sistema scolastico e universitario	1.846	1.742	661
Contributi in favore del settore del trasporto pubblico locale	1.020	470	80
Interventi a sostegno del servizio sanitario (A4)	9.346	1.235	1.661
Fondo per le emergenze nazionali e altri interventi (effetto netto)	4.148	604	1
Riorganizzazione e rafforzamento del servizio sanitario	5.198	630	1.660
Altre spese (A5)	2.525	3.973	4.087
Interessi passivi derivanti dalle maggiori emissioni nette di titoli del debito pubblico	591	2.211	3.055
Altre spese	1.934	1.763	1.032
Minori entrate (B=B1+B2)	-25.980	-10.329	-26.948
Abolizione delle clausole di salvaguardia sull'IVA e sulle accise (B1)	0	-19.821	-26.733
Interventi a sostegno delle imprese e dell'attività economica (B2)	-25.980	9.492	-215
Rimodulazione e proroga di alcuni versamenti fiscali (2)	-14.929	13.123	1.739
Cancellazione saldo IRAP 2019 e prima rata acconto IRAP 2020	-3.952	0	0
Agevolazioni contributive a sostegno dell'occupazione	-3.059	-1.606	-3
Sospensione versamenti e incremento limite annuo crediti compensabili o rimborsabili	-1.907	205	0
Esonero IMU e TOSAP	-863	-113	-30
Posticipazione dell'entrata in vigore di diverse imposte (effetto netto)	-519	-45	72
Riduzione IVA su dispositivi per cura e contenimento del virus	-257	-318	-318
Crediti di imposta per vacanze e interventi su immobili (effetto netto)	-23	-1.322	-1.321
Altre entrate (effetto netto)	-472	-434	-354
REPERIMENTO RISORSE	10.518	4.255	1.735
Maggiori entrate (C)	2.280	2.164	645
Effetti riflessi delle misure espansive (pubblico impiego e agevolazioni contributive)	1.515	1.222	584
Altre entrate (effetto netto)	765	943	61
Minori spese (D)	-8.238	-2.090	-1.091
Risparmi inclusi nel quadro tendenziale del DPB 2021 (3)	-5.417	0	0
Minore utilizzo fondi di bilancio (effetto netto)	-726	-3	-429
Misure premiali per i pagamenti elettronici (effetto netto)	2	-1.250	0
Altre spese	-2.098	-837	-662
Variazione netta entrate (E=B+C)	-23.700	-8.165	-26.303
Variazione netta spese (F=A+D)	84.446	23.190	9.155
Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)	108.146	31.355	35.458
<i>in percentuale del PIL (4)</i>	<i>6,5</i>	<i>7,8</i>	<i>7,9</i>

Fonte: elaborazione sui documenti ufficiali delle LL. 27/2020, 40/2020, 77/2020, 126/2020 e 176/2020, di conversione dei DD.LL. 18/2020, 23/2020, 34/2020, 104/2020 e 137/2020.

(1) Tiene conto dell'utilizzo delle risorse del fondo di riserva previsto dalla L. 176/2020 (destinato alla gestione degli oneri derivanti dal possibile cambiamento della classe di rischio delle Regioni) a copertura dei contributi a fondo perduto a favore del settore della ristorazione disposti dal DL 172/2020, convertito dalla L. 6/2021. – (2) I versamenti fiscali dovuti nel 2020 e rinviati agli anni successivi (principalmente al 2021) sono contabilizzati per cassa (determinando un minor gettito nel 2020 e un maggior gettito negli anni successivi). Al contrario, sulla base delle regole statistiche concordate in ambito europeo, l'Istat a consuntivo ha contabilizzato queste entrate per competenza nel 2020. – (3) Nelle valutazioni ufficiali tali risparmi non sono inclusi tra le minori spese ma vengono di fatto utilizzati a copertura delle misure previste dai decreti. – (4) Si considera il PIL nominale programmatico riportato nel DEF 2021.

negli anni successivi, in larga parte a causa della decisione di cancellare definitivamente gli aumenti dell'imposizione indiretta previsti dalle cosiddette clausole di salvaguardia.

La reazione della politica di bilancio italiana all'attuale recessione è stata significativamente più espansiva rispetto a quella avuta in occasione della crisi finanziaria globale. Nel 2009, pur a fronte di un calo del prodotto del 5,3 per cento, l'indebitamento era cresciuto di 2,6 punti percentuali del PIL e il saldo primario al netto del ciclo era peggiorato di soli 0,3 punti.

Le entrate. – Nel 2020 le entrate complessive sono scese del 6,4 per cento (da 843,1 a 789,4 miliardi; cfr. tav. 11.1), soprattutto per effetto della contrazione del PIL nominale (-7,8 per cento). Nel corso dell'anno sono stati disposti alcuni slittamenti delle scadenze fiscali; in linea con i principi contabili ESA 2010, l'Istat ha comunque contabilizzato nei conti di competenza del 2020 parte degli importi interessati dal rinvio¹⁵.

Circa l'80 per cento della diminuzione delle entrate è dovuta al minore gettito delle imposte indirette (-28,9 miliardi; -11,2 per cento), la cui dinamica è risultata sostanzialmente in linea con il calo dei consumi delle famiglie (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*), e dei contributi sociali (-13,6 miliardi; -5,6 per cento; cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*).

Tra le imposte indirette, oltre al gettito dell'IVA (-12 miliardi; -10,8 per cento), si è ridotto quello delle accise sugli oli minerali (-4,5 miliardi; -17,2 per cento), dell'IRAP (-4,1 miliardi; -16,9 per cento) e dell'imposta su lotto e lotterie (-3,3 miliardi; -30,7 per cento). Sul calo dell'IRAP ha influito l'abolizione del versamento del saldo dovuto per il 2019 e del primo acconto per il 2020 per imprese e lavoratori autonomi con un volume di ricavi inferiore a 250 milioni, disposta dal decreto "rilancio" (4 miliardi).

La flessione delle imposte dirette è stata più contenuta (-5,5 miliardi; -2,1 per cento), anche a seguito dei meccanismi di versamento, che limitano gli effetti di riduzione dell'imponibile sull'acconto versato nello stesso anno. Il gettito dell'Irpef è diminuito del 2,2 per cento, quello dell'Ires dell'1,0 per cento.

Le spese. – Lo scorso anno le spese delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute dell'8,6 per cento (da 871,0 a 946,2 miliardi). Si tratta di un incremento assai marcato: nel 2019 la spesa era aumentata dell'1,6 per cento; nel decennio precedente il tasso di crescita medio annuo era stato dello 0,8 per cento.

¹⁵ I decreti "cura Italia", "liquidità" e "rilancio" hanno rimodulato le scadenze per tutti gli adempimenti tributari e contributivi. Ulteriori specifici rinvii sono stati disposti per i versamenti delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente e assimilati, dei contributi previdenziali e assistenziali, dell'IVA, dei premi per l'assicurazione obbligatoria per le imprese e delle ritenute di acconto e provvigioni per i lavoratori autonomi che soddisfino diversi requisiti in termini di fatturato, settore produttivo di appartenenza e collocazione territoriale. Le misure prevedevano che i pagamenti fossero comunque effettuati entro il 2020. Il decreto "agosto" ha poi prorogato ulteriormente i termini per i versamenti dell'IVA e delle ritenute fiscali, concedendo la possibilità di rateizzare i pagamenti, nella misura del 50 per cento, fino a un massimo di 24 rate mensili a partire, al più tardi, dal gennaio 2021 senza sanzioni e interessi.

L'aumento della spesa primaria è stato maggiore (9,7 per cento), ma è stato parzialmente compensato dal calo degli esborsi per interessi (-5 per cento; rispetto al precedente massimo toccato nel 2012, gli oneri per interessi sono attualmente più bassi di circa un terzo). La riduzione dei tassi all'emissione dei titoli di Stato nella seconda parte dell'anno ha contribuito a quella dell'onere medio sul debito pubblico (2,4 per cento dal 2,5 nel 2019).

Sulla dinamica della spesa primaria corrente (6,7 per cento) ha inciso soprattutto l'incremento delle prestazioni sociali in denaro (10,6 per cento). In particolare la componente non pensionistica è aumentata di quasi il 50 per cento, soprattutto per effetto degli assegni di integrazione salariale (da meno di 0,8 miliardi nel 2019 a 14,5; cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* e il riquadro: *L'impatto della crisi da Covid-19 e delle misure di sostegno al reddito sulla disuguaglianza nella prima metà del 2020* del capitolo 5) e per le misure temporanee di contrasto alla povertà introdotte in corso d'anno (le erogazioni assistenziali non pensionistiche sono passate da 20 a 34,6 miliardi; cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).

La spesa per pensioni è cresciuta a un ritmo analogo a quello del 2019 (2,4, per cento; dopo la riforma del 2011 e fino al 2018 la crescita media era stata dell'1,4 per cento all'anno).

La spesa sanitaria corrente è aumentata del 6,7 per cento nel 2020 a causa delle risorse aggiuntive stanziare in corso d'anno (secondo le valutazioni ufficiali ex ante circa 9,3 miliardi, destinati soprattutto ad ampliare la dotazione ospedaliera di personale e di posti letto). L'incremento del 2020 fa seguito a dieci anni di crescita assai modesta (0,6 per cento in media annua tra il 2010 e il 2019), dopo quella molto pronunciata nella media del decennio precedente (6,2 per cento all'anno). Nello scorso anno sono aumentate tutte le principali componenti della spesa: le prestazioni in natura acquistate sul mercato (3 per cento), i redditi da lavoro (1,4 per cento) e soprattutto i consumi intermedi (12,7 per cento). La spesa per assistenza ospedaliera, che ristagnava in termini nominali dal 2009, è bruscamente cresciuta lo scorso anno dell'8,9 per cento. La spesa sanitaria pubblica italiana in rapporto al PIL risultava, sulla base dei dati più recenti disponibili per il confronto internazionale (relativi al 2019), inferiore di 0,4 punti percentuali a quanto osservato nella media degli altri paesi dell'area dell'euro.

L'incremento delle uscite in conto capitale rappresenta oltre un terzo dell'aumento della spesa primaria. Hanno contribuito alla loro dinamica principalmente i trasferimenti a fondo perduto alle imprese previsti dai provvedimenti emergenziali e gli accantonamenti a fronte delle garanzie statali "standardizzate" rilasciate nel corso del 2020 (cfr. i riquadri: *Le misure di sostegno finanziario e il credito alle imprese durante la pandemia* del capitolo 7 e *Le garanzie pubbliche e la crescita del credito alle imprese* del capitolo 13). Gli investimenti fissi lordi – calcolati al lordo delle dismissioni immobiliari – sono aumentati del 5,9 per cento, a fronte dell'8,7 nel 2019. Sulla dotazione infrastrutturale nelle varie aree del Paese, cfr. il riquadro: *I divari territoriali nella dotazione di infrastrutture*.

I DIVARI TERRITORIALI NELLA DOTAZIONE DI INFRASTRUTTURE

Le risorse spese dalle Amministrazioni pubbliche per l'accumulazione di capitale infrastrutturale, misurate dalla somma degli investimenti fissi lordi e dei contributi in conto capitale alle imprese, si sono ridotte dal 4,1 per cento del PIL, in media, nei dieci

anni fra il 2001 e il 2010 al 3,0 in quelli tra il 2011 e il 2020. Il potenziamento del capitale infrastrutturale è una delle priorità di politica economica delineate nell'ambito del programma per la ripresa dell'Unione europea, la *Next Generation EU* (NGEU), in risposta alla crisi pandemica.

L'efficacia di questa azione presuppone la possibilità di misurare adeguatamente la dotazione infrastrutturale dei territori. Una misurazione affidabile della dotazione infrastrutturale deve tenere conto della varietà dei beni capitali classificati come infrastruttura, della loro qualità e specifica funzione. Utilizzando questo approccio, più articolato rispetto agli indicatori sintetici generalmente utilizzati, si confermano differenze molto pronunciate tra le diverse aree del Paese, con uno svantaggio, nella maggior parte dei casi, delle regioni del Mezzogiorno¹.

Per le reti di trasporto stradali e ferroviarie si considera la velocità dei collegamenti territoriali. Per ciascun sistema locale del lavoro² (SLL) la media dei tempi di collegamento con gli altri SLL, per determinate distanze, può indicare come le infrastrutture di trasporto modifichino l'accessibilità del territorio nazionale³. In base a questa metrica, la dotazione infrastrutturale è maggiore per gli SLL del Nord Est sia per i mezzi di trasporto stradali, sia per quelli ferroviari; risultano svantaggiate la Calabria e le aree appenniniche interne⁴, a causa della distanza dalle direttrici autostradali e dagli snodi delle linee ferroviarie ad alta velocità.

Per i collegamenti aerei e marittimi si considera la facilità di accesso agli scali principali, merci o passeggeri, misurata in base ai tempi di percorrenza su strada. Per gli aeroporti l'accessibilità è migliore negli SSL della Pianura padana e peggiora in misura crescente procedendo verso Sud. Il peggioramento è più marcato con riferimento al solo trasporto merci (figura, pannello a e pannello b).

Per le telecomunicazioni la disponibilità del servizio di rete fissa a 100 Mbps e la banda larga mobile presentano una distribuzione concentrata attorno alle grandi aree urbane; sono particolarmente poco servite le aree appenniniche (figura, pannello c e pannello d)⁵.

¹ M. Bucci, E. Gennari, G. Ivaldi, G. Messina e L. Moller, *I divari infrastrutturali in Italia: una misurazione caso per caso*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione; cfr. il riquadro: *I divari territoriali nella dotazione di infrastrutture di trasporto*, in *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 22, 2019.

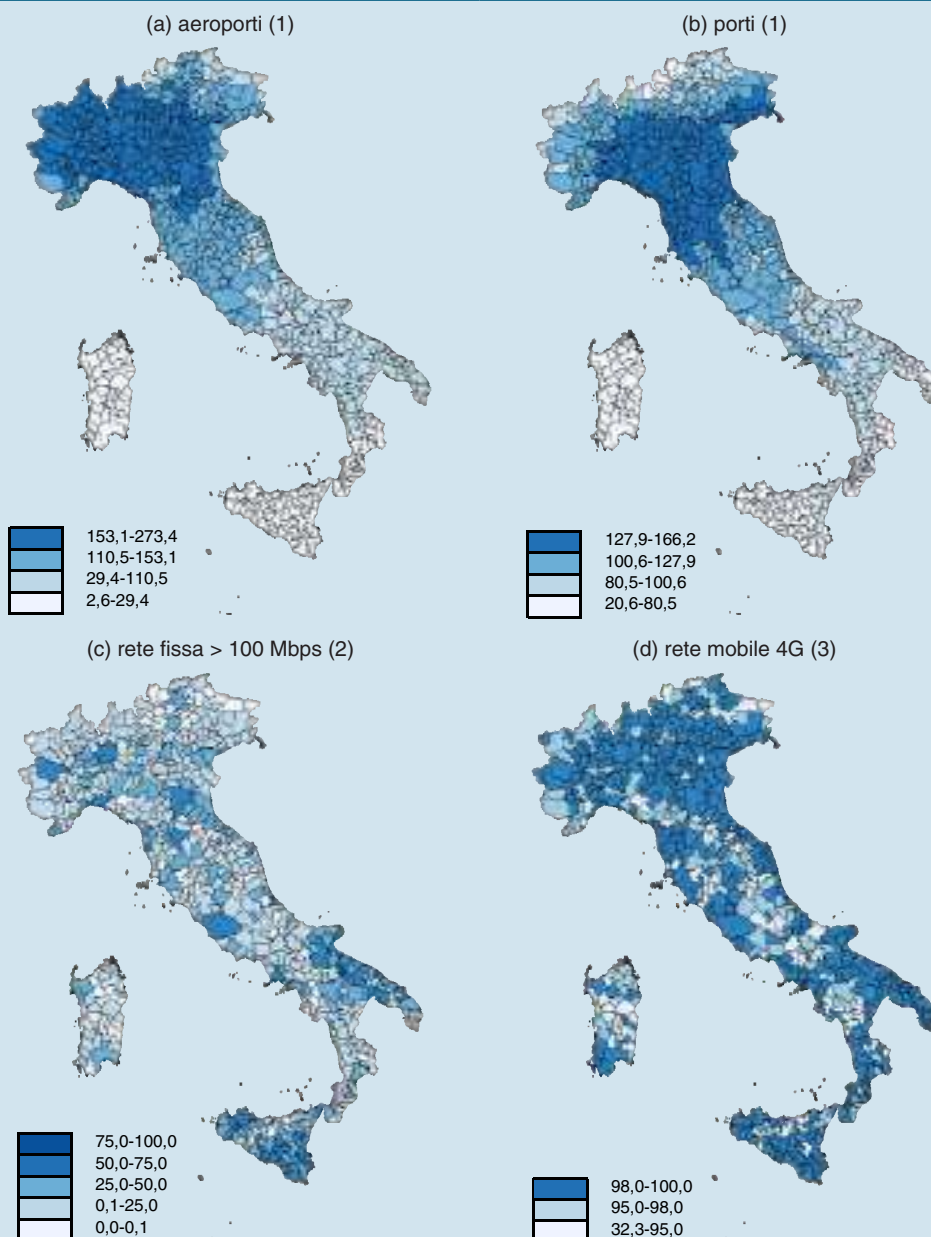
² L'SLL rappresenta il perimetro territoriale all'interno del quale si concentrano le relazioni sociali ed economiche della popolazione residente in una determinata area; viene definito dall'Istat utilizzando i flussi di pendolarismo rilevati dai censimenti generali (attualmente sono 611).

³ L'indicatore è ottenuto dalla differenza fra due misure di accessibilità basate sulla popolazione: nella prima la popolazione è ponderata per una funzione decrescente delle distanze da tutte le destinazioni e nella seconda per una funzione decrescente dei tempi di percorrenza verso le stesse destinazioni; entrambe sono normalizzate per il rispettivo valore medio. La distanza è quella geodetica.

⁴ Sono svantaggiate anche le Isole e soprattutto la Sardegna, per le quali le misure più appropriate di collegamento sono quelle relative ai trasporti portuali e aeroportuali.

⁵ Gli indici rilevano l'offerta del servizio ma non l'effettivo utilizzo, che dipende anche dall'eterogeneità della domanda.

Accessibilità di infrastrutture portuali e aeroportuali per il trasporto merci e disponibilità di reti di comunicazione



Fonte: elaborazioni su dati Openroute service (2019), Assaeroporti (2018), Agcom (2019) e Istat (2018).

(1) L'indice è calcolato come media ponderata del traffico merci di aeroporti (a) e porti (b) strategici o di interesse nazionale, ciascuno pesato per una funzione decrescente del tempo di percorrenza su strada a partire dall'SLL di riferimento. Le soglie della scala dei colori corrispondono ai quartili. – (2) Rapporto tra il numero di famiglie con possibilità di accesso a una rete a velocità di 100 Mbps e il numero di famiglie presenti nell'SLL. – (3) Percentuale di copertura del territorio con rete di tipo 4G.

Per quanto attiene alla distribuzione dell'energia elettrica il parametro considerato è la continuità del servizio. Il numero di interruzioni della fornitura per utente è maggiore nelle aree appenniniche dell'Italia centrale e soprattutto nelle regioni meridionali e insulari; in queste regioni la frequenza annua dei distacchi per ogni utente a bassa tensione è pari a 14,3 (5,1 nel Centro Nord) e un terzo

degli utenti a media tensione – principalmente impianti produttivi medio-grandi – riceve un servizio inferiore agli standard dell’Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (contro il 7 per cento nel resto del Paese).

Con riferimento alla rete idrica viene utilizzato un indicatore di efficienza, dato dalla quota di acqua immessa nelle reti di distribuzione che è resa effettivamente disponibile agli utenti finali. I valori più elevati, superiori al 70 per cento, si rilevano nelle regioni settentrionali e in alcune aree centrali. In alcune aree del Sud e delle Isole la quota di acqua disponibile arriva a essere meno del 50 per cento di quella immessa: ciò rende necessario in alcuni casi il razionamento.

Per l’accessibilità delle strutture ospedaliere e per quella degli impianti di smaltimento dei rifiuti, si considerano i tempi di percorrenza necessari a raggiungerli a partire da ciascun SLL. Riguardo agli ospedali i tempi più lunghi si riscontrano in Calabria, Sicilia e Sardegna; quelli più brevi al Centro e soprattutto al Nord. Le regioni centro-settentrionali presentano un significativo vantaggio nell’accessibilità delle infrastrutture di trattamento dei rifiuti, particolarmente accentuato nel caso del trattamento dei rifiuti differenziati.

Il debito pubblico: obiettivi e risultati. – Nell’ottobre 2019 il DPB 2020 includeva per lo scorso anno un obiettivo di sostanziale stabilità del debito pubblico in rapporto al PIL. A seguito della crisi pandemica e delle misure di bilancio prese per mitigarne gli effetti, l’andamento è stato profondamente diverso. Già il DEF 2020 prevedeva un aumento del peso del debito sul prodotto di quasi 21 punti percentuali, al 155,7 per cento; la NADEF di ottobre portava l’obiettivo al 158,0 per cento. In occasione della lettera alla Commissione europea del gennaio 2021 il Ministro dell’Economia e delle finanze rivedeva leggermente in miglioramento la stima (al 157,0 per cento). A consuntivo il rapporto è risultato pari al 155,8 per cento¹⁶.

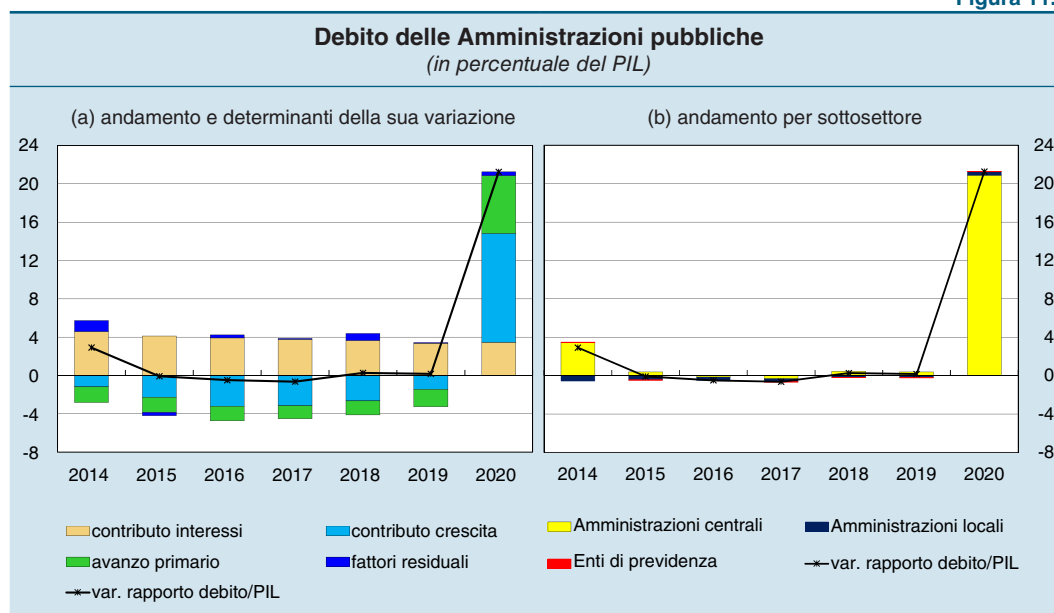
La pandemia ha avuto un forte impatto anche sul debito delle altre principali economie avanzate (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*); secondo i dati della Commissione europea, l’incremento del rapporto tra il debito pubblico e il PIL dovuto meccanicamente alla sola riduzione del denominatore è risultato di circa 10,5 punti in Spagna, 9,6 in Giappone, 6,3 in Francia, 4,3 nel Regno Unito, 2,6 punti negli Stati Uniti e 2,1 in Germania.

All’espansione del debito delle Amministrazioni pubbliche nel 2020 hanno contribuito sia il disavanzo primario (fig. 11.2), sia l’ampio divario tra l’onere medio del debito (2,4 per cento; fig. 11.3) e la crescita nominale del prodotto (-7,8 per cento).

L’aumento del debito (163,4 miliardi) è stato superiore all’indebitamento netto, rispecchiando soprattutto l’incremento delle disponibilità liquide detenute dal Tesoro (9,6 miliardi) e lo slittamento di alcuni adempimenti fiscali (che, come sopra richiamato, per le regole contabili ha inciso solo in parte sull’indebitamento netto); un effetto di segno

¹⁶ Sull’aumento rispetto al 2019 (21,2 punti) ha inciso anche (per 0,2 punti percentuali) l’ampliamento del perimetro delle Amministrazioni pubbliche stabilito dall’Istat in accordo con l’Eurostat.

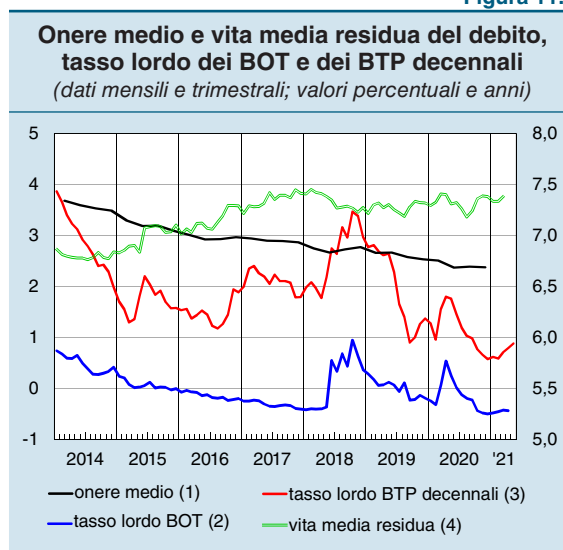
Figura 11.2



opposto hanno avuto le modalità di contabilizzazione delle garanzie pubbliche (l'accantonamento a fronte della possibile escussione delle garanzie "standardizzate" si traduce in maggiore indebitamento netto, ma non accresce il debito).

La quota di debito pubblico detenuta dalla Banca d'Italia è salita al 21,6 per cento, dal 16,8 del 2019, riflettendo le acquisizioni nette di titoli effettuate nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) e del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP; cfr. il paragrafo: *I mercati monetari e dei titoli pubblici del capitolo 14*)¹⁷.

Figura 11.3



Fonte: Istat, per la spesa per interessi.

(1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri precedenti e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (3) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (4) Scala di destra.

La quota detenuta da non residenti è scesa dal 31,9 al 29,8 per cento. La vita media residua del debito è rimasta pressoché stabile, a circa 7,4 anni (7,3 alla fine del 2019). Dall'ottobre 2020 l'Italia ha iniziato a ricevere i prestiti concessi dalla UE

¹⁷ Rispetto a quanto riportato nel capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*, le quote qui presentate sono calcolate con riferimento al valore facciale (e non a quello di mercato) e sull'ammontare complessivo di debito (e non solo sulla componente in titoli).

nell'ambito dello strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE), per un totale a fine anno pari a 16,5 miliardi (cfr. capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Questi prestiti hanno una durata media di circa 16 anni e un tasso medio inferiore di quasi un punto percentuale rispetto a quello dei titoli di Stato di pari durata.

Alcune passività delle Amministrazioni pubbliche non rientrano nella definizione di debito pubblico che rileva ai fini del rispetto delle regole europee (il cosiddetto debito di Maastricht). Tra queste vi sono una parte dei debiti commerciali (si può stimare che alla fine del 2020 ammontasse a 47 miliardi, a fronte di 44 nel 2019)¹⁸ e una parte delle passività in derivati (29,7 miliardi, in crescita di 2,7 miliardi rispetto al 2019 principalmente per la diminuzione dei tassi, a fronte di un valore nozionale aumentato solo marginalmente)¹⁹.

Nel debito pubblico infine non sono incluse le passività potenziali connesse con le garanzie rilasciate a favore di soggetti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. Lo stock di queste garanzie è quasi triplicato nel 2020, passando dal 4,8 al 13,1 per cento del PIL (da 86 a 216 miliardi). Il loro effettivo impatto sul debito – che potrebbe in prospettiva essere significativo, per quanto distribuito su più esercizi – dipenderà dai tassi di insolvenza; questi ultimi nel biennio 2012-13 si avvicinarono al 10 per cento.

La finanza pubblica nel 2021 e le prospettive di medio termine

La sessione di bilancio. – Il DPB 2021 dello scorso ottobre programmava una graduale diminuzione del disavanzo: al 7 per cento del PIL per il 2021, al 4,7 per cento nel 2022 e al 3 per cento nel 2023. In linea con questi obiettivi, la manovra di bilancio approvata dal Parlamento alla fine di dicembre²⁰ accresceva il disavanzo rispetto ai valori tendenziali dell'1,4 per cento del PIL nel 2021 e dello 0,6 nel 2022; lo riduceva dello 0,2 per cento nel 2023.

Le misure espansive previste dalla manovra avevano però una dimensione – e quindi un impatto macroeconomico – significativamente maggiore di quanto non risulti dalla variazione dell'indebitamento netto. Nelle valutazioni ufficiali una parziale copertura degli interventi (pari a 9,5 miliardi nel 2021, 10,4 nel 2022 e 8,9 nel 2023) era infatti offerta da sovvenzioni europee erogate nell'ambito del programma NGEU (cfr. il capitolo 2:

¹⁸ La stima riflette i crediti ancora presenti nei bilanci delle imprese rilevati mediante le indagini campionarie della Banca d'Italia, le cui informazioni comprendono l'IVA e possono includere anche eventuali crediti in contenzioso. Considerando anche le passività commerciali cedute con la clausola pro soluto, rilevate dalle segnalazioni di vigilanza e già incluse nel debito di Maastricht, nel 2020 i debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche ammontavano a circa 58 miliardi (54 nel 2019). Dettagli sulla metodologia sono disponibili in L. D'Aurizio, D. Depalo, S. Momigliano e E. Vadala, *I debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto*, "Politica economica", 3, 2015, pp. 421-458.

¹⁹ Le regole statistiche europee prevedono che l'eventuale componente di prestito presente nei contratti in derivati sia contabilizzata nel debito pubblico.

²⁰ *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2021-2023*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Camera dei deputati, Roma, 24 novembre 2020.

L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro) e dalle maggiori entrate attese derivanti dalla crescita economica determinata dalla manovra stessa (12,9 e 20,5 miliardi rispettivamente nel 2022 e nel 2023). Considerando anche quelle coperte secondo questa modalità, le misure espansive ammontavano a 38 miliardi nel 2021, 40 nel 2022 e 33 nel 2023 (si tratta per quasi tre quarti di aumenti di spesa nella media del triennio).

I principali interventi introdotti dalla manovra riguardavano: (a) l'estensione degli sgravi contributivi per le imprese operanti nel Mezzogiorno; (b) la proroga e il potenziamento degli incentivi agli investimenti privati; (c) lo stanziamento di ulteriori risorse per l'introduzione dell'assegno unico e universale per i figli e per l'avvio della riforma fiscale. Inoltre alcuni dei provvedimenti introdotti nel corso del 2020, come le misure di sostegno alla liquidità delle imprese, venivano estesi a seguito del perdurare dell'emergenza.

Gli interventi approvati nei primi mesi dell'anno. – Alla luce dell'aggravarsi della situazione epidemiologica nei primi mesi del 2021, il Governo ha emanato in marzo un decreto legge²¹ (decreto “sostegni”) contenente ulteriori interventi di natura emergenziale. Nelle valutazioni ufficiali il provvedimento comporta un incremento dell'indebitamento netto nell'anno di quasi 32 miliardi (1,8 per cento del PIL); l'impatto sull'indebitamento netto sarebbe nullo negli anni successivi.

Oltre metà delle risorse (quasi 18 miliardi) è destinata al sostegno delle imprese, principalmente attraverso l'erogazione di contributi a fondo perduto ai titolari di partita IVA. Poco più di 6 miliardi sono invece destinati a misure a favore di lavoratori e famiglie, tra le quali l'estensione della CIG ordinaria e in deroga e il rafforzamento delle misure di contrasto alla povertà. Oltre 5 miliardi sono direttamente connessi con l'emergenza sanitaria, in particolare con la gestione della campagna vaccinale. Sono destinati principalmente agli enti territoriali e al comparto istruzione e ricerca i 3 miliardi rimanenti.

In maggio il DL 59/2021 ha istituito un Fondo nazionale gestito nell'ambito del PNRR e incrementato la dotazione del Fondo per lo sviluppo e la coesione e le risorse per l'alta velocità. Nello stesso mese, un nuovo decreto legge (decreto “sostegni bis”) ha introdotto tra l'altro ulteriori contributi a fondo perduto a favore delle imprese e dei lavoratori più colpiti dall'emergenza. Al fine di consentire l'aumento dell'indebitamento netto con i due decreti, il Parlamento a metà aprile aveva approvato uno scostamento di bilancio di 40 miliardi nel 2021, e di circa 6 miliardi in media all'anno per il periodo 2022-33.

Il DEF e il PNRR. – Ad aprile, con il DEF 2021, il Governo ha aggiornato le stime e gli obiettivi per i conti pubblici per l'anno in corso e per il triennio successivo

²¹ DL 41/2021, convertito dalla L. 61/2021; cfr. la memoria della Banca d'Italia per le Commissioni 5^a (Programmazione economica, bilancio) e 6^a (Finanze e tesoro) riunite, *Disegno di legge n. 2144, conversione in legge del decreto-legge 22 marzo 2021, n. 41, recante misure urgenti in misura di sostegno alle imprese e agli operatori economici, di lavoro, salute e servizi territoriali, connesse all'emergenza da Covid-19*, Senato della Repubblica, Roma, 8 aprile 2021. Come previsto dalla normativa nazionale, il Governo a gennaio del 2021 aveva richiesto e ottenuto dal Parlamento l'autorizzazione ad aumentare il disavanzo dell'anno in corso rispetto a quanto programmato nella NADEF.

(tav. 11.3)²². Nel quadro programmatico tracciato nel documento l'indebitamento netto raggiungerebbe l'11,8 per cento del PIL nel 2021, per scendere gradualmente negli anni successivi (fino al 3,4 per cento nel 2024). Rispetto al nuovo quadro tendenziale (comprensivo degli effetti della legge di bilancio), l'indebitamento netto programmato è più alto di 2,3 punti nel 2021, e di 0,5 punti nella media del biennio 2022-23; i due valori coincidono nel 2024. Le differenze tra i due scenari sono dovute, oltre che agli effetti del decreto "sostegni bis" di maggio, al rifinanziamento delle misure previste a politiche invariate, da effettuare con la legge di bilancio per il 2022, e alla riprogrammazione del PNRR rispetto alla versione presentata in gennaio dal precedente Governo.

Tavola 11.3

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali (in percentuale del PIL)														
	Nota di aggiornamento del DEF 2020 quadro programmatico				DEF 2021 quadro tendenziale					DEF 2021 quadro programmatico				
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto	10,8 (1)	7,0	4,7	3,0	9,5	9,5	5,4	3,7	3,4	9,5	11,8	5,9	4,3	3,4
Avanzo primario	-7,3 (1)	-3,7	-1,6	0,1	-6,0	-6,2	-2,5	-0,8	-0,8	-6,0	-8,5	-3,0	-1,5	-0,8
Spesa per interessi	3,5	3,3	3,1	3,1	3,5	3,3	3,0	2,8	2,6	3,5	3,3	3,0	2,8	2,6
Debito	158,0	155,6	153,4	151,5	155,8	157,8	154,7	153,1	150,9	155,8	159,8	156,3	155,0	152,7
Crescita del PIL	-9,0	6,0	3,8	2,5	-8,9	4,1	4,3	2,5	2,0	-8,9	4,5	4,8	2,6	1,8

(1) Nel DPB 2021 l'indebitamento netto e l'avanzo primario sono stati rivisti rispettivamente a 10,5 e -7,0.

I principali rischi che gravano su queste previsioni sono quelli che riguardano l'andamento dell'economia, legati soprattutto al corso della pandemia.

Nei programmi del Governo il rapporto tra il debito pubblico e il PIL registrerebbe un incremento di circa 4 punti percentuali nel 2021, portandosi al 159,8 per cento (circa 4,2 punti superiore a quanto previsto nella NADEF di ottobre del 2020). Si ridurrebbe a partire dal 2022, nonostante il permanere di significativi disavanzi primari, in particolar modo per effetto di un differenziale negativo tra onere medio del debito e crescita nominale del prodotto (stimato in media a circa -2,5 per cento nel triennio 2022-24) dovuto al prospettato perdurare di condizioni finanziarie accomodanti e al ritorno alla crescita. Nei dieci anni precedenti lo scoppio della crisi sanitaria questo differenziale aveva contribuito alla crescita del peso del debito, risultando sempre sfavorevole, in media di circa 2 punti.

In discontinuità rispetto agli anni precedenti la pandemia, il saldo primario resterebbe in disavanzo nel prossimo quadriennio, passando da -8,5 per cento del PIL nel 2021 a -0,8 nel 2024 (con l'eccezione del 2009, l'Italia ha registrato avanzi primari ininterrottamente dal 1992). Il graduale riassorbimento del disavanzo

²² *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2021*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Senato della Repubblica, Roma, 20 aprile 2021.

primario sarebbe facilitato dai tassi di crescita reale relativamente elevati attesi nel periodo (4,5 per cento nel 2021, 4,8 nel 2022, 2,6 nel 2023 e 1,8 nel 2024). La spesa per interessi scenderebbe progressivamente in rapporto al prodotto (dal 3,3 per cento nel 2021 al 2,6 nel 2024).

Per gli anni successivi al 2024, nel DEF 2021 si manifesta l'intenzione di riportare il rapporto fra il debito e il PIL verso il livello pre-crisi (134,6 per cento nel 2019) alla fine del decennio in corso. Il documento riporta alcune simulazioni dalle quali emerge che il raggiungimento di questo obiettivo dipende dalla capacità della politica economica di assicurare il ritorno a una crescita più elevata nei prossimi anni e un miglioramento adeguato del saldo primario quando le condizioni macroeconomiche lo consentiranno.

Il PNRR, recentemente presentato alla Commissione europea, definisce un piano straordinario di rilancio dell'economia, per un ammontare di risorse di oltre 235 miliardi (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4): di questi, quasi 123 miliardi a titolo di prestiti e circa 69 a titolo di sovvenzioni sarebbero erogati attraverso il Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Ulteriori sovvenzioni riguarderebbero gli altri programmi inclusi in NGEU, mentre altri 30,6 miliardi sarebbero a carico del bilancio pubblico nazionale, a valere sul Fondo nazionale istituito appositamente con il decreto di maggio. Secondo il Governo, circa il 70 per cento delle risorse (intorno a 166 miliardi) sarebbe dedicato a nuove misure.

12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

Dall'inizio degli anni novanta la concorrenza nei mercati dei prodotti e dei servizi in Italia è aumentata, contribuendo a sostenere la produttività e l'attività economica. Il processo di liberalizzazione nei settori regolamentati è tuttavia rallentato negli anni più recenti, anche a seguito della crisi legata all'epidemia di Covid-19. Il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) prevede l'adozione nel prossimo quinquennio di un insieme di misure di apertura alla concorrenza (cfr. il riquadro: *Il Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4).

I provvedimenti di sostegno e le moratorie sulle istanze fallimentari hanno contribuito a contenere il numero dei fallimenti dovuti alle ripercussioni dell'emergenza sanitaria sulle imprese (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). È tuttavia verosimile un loro aumento nel prossimo futuro, in misura che dipenderà dal recupero dell'economia. Questo scenario potrebbe acuire i problemi del sistema di gestione delle crisi di impresa – già caratterizzato dall'elevata durata delle procedure e dal limitato ricorso agli strumenti di ristrutturazione da parte delle società di minore dimensione – e ostacolare quindi la riallocazione dei fattori produttivi.

L'interruzione parziale delle attività dei tribunali nella primavera dello scorso anno ha rallentato il processo di miglioramento del funzionamento della giustizia civile in atto da alcuni anni. Il PNRR prevede interventi di natura organizzativa e una semplificazione delle procedure per rendere più rapidi i processi, nonché il potenziamento degli strumenti alternativi per la risoluzione delle controversie.

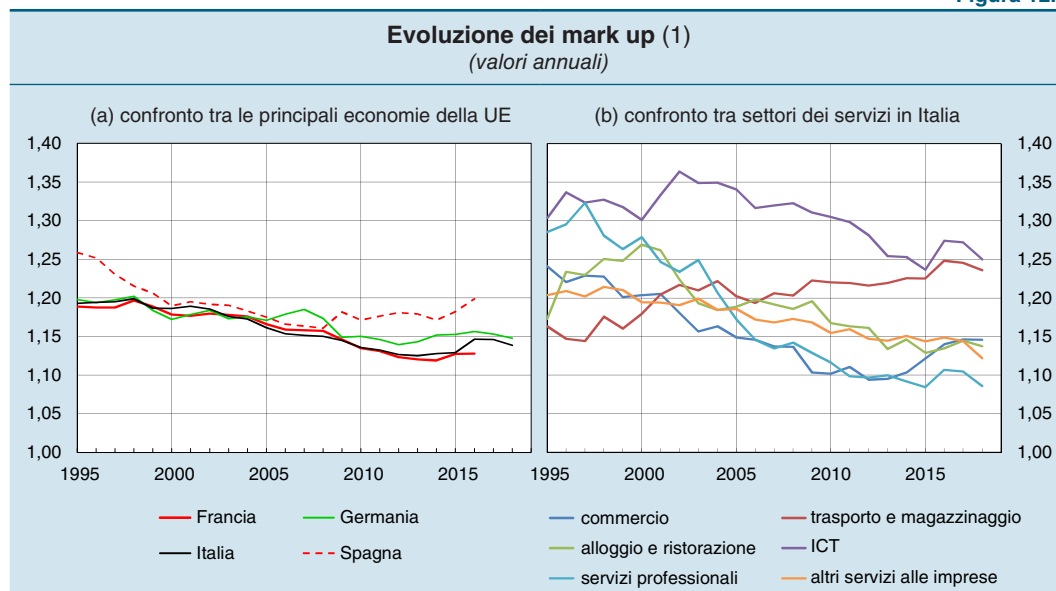
L'emergenza pandemica ha anche evidenziato i ritardi della Pubblica amministrazione nell'adottare tecnologie digitali. Il PNRR stanziava per quest'area circa 7,5 miliardi, destinati alla realizzazione di infrastrutture digitali e al rinnovamento delle competenze dei dipendenti mediante assunzioni mirate e investimenti in formazione; prevede inoltre interventi di razionalizzazione e semplificazione amministrativa e di riforma dei percorsi di carriera.

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati

La concorrenza. – A differenza di quanto accaduto negli Stati Uniti, dove il potere di mercato delle grandi imprese sulla frontiera tecnologica è sensibilmente aumentato nel corso degli ultimi due decenni, nelle principali economie europee il grado di concorrenza nei mercati dei prodotti e dei servizi è rimasto pressoché invariato (fig. 12.1.a). In Italia, anche a seguito degli interventi di liberalizzazione attuati a partire dalla fine degli anni novanta, vi è stata una graduale riduzione del potere di mercato nei servizi regolamentati, particolarmente accentuata nel commercio al dettaglio e nelle attività professionali (fig. 12.1.b). La flessione ha riguardato anche il settore delle tecnologie dell'informazione e

comunicazione (*information and communication technology*, ICT), sebbene i relativi mark up rimangano più elevati per via del maggiore grado di investimento e di innovazione.

Figura 12.1



Fonte: E. Ciapanna, S. Formai, A. Linarello e G. Rovigatti, *Measuring market power: macro and micro evidence*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

(1) Mark up di Lerner, pari a $1/(1-L)$ dove L (indice di Lerner) è calcolato come rapporto tra il margine operativo lordo corretto per il costo del lavoro autonomo e il fatturato. L'indicatore assume valore unitario nel caso di concorrenza perfetta.

Secondo nostre stime alcune riforme introdotte negli ultimi anni con l'obiettivo di aumentare la concorrenza, rendere più favorevole il contesto in cui operano le imprese e sostenere l'innovazione hanno favorito un aumento della produttività e della crescita aggregata (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle riforme sulla produttività e sulla crescita: evidenze per l'Italia*).

GLI EFFETTI DELLE RIFORME SULLA PRODUTTIVITÀ E SULLA CRESCITA: EVIDENZE PER L'ITALIA

Le riforme che agiscono dal lato dell'offerta rimuovendo gli ostacoli a una produzione efficiente di beni e servizi possono favorire l'aumento della produttività e la crescita economica. Questi obiettivi possono essere perseguiti, ad esempio, migliorando il contesto istituzionale in cui operano le imprese, intervenendo sulla regolamentazione del mercato del lavoro o di quello dei prodotti, incentivando l'investimento in ricerca e innovazione. Le linee guida della Commissione europea sull'allocazione dei fondi del programma *Next generation EU* ribadiscono la necessità di adottare riforme che abbiano un "impatto significativo ed effetti durevoli" su specifici obiettivi, quali il miglioramento delle istituzioni, l'aumento dell'occupazione e lo sviluppo economico.

Alcune indicazioni sullo stimolo alla crescita che queste riforme possono fornire sono desumibili da un lavoro¹ che valuta gli effetti macroeconomici di tre importanti riforme realizzate in Italia nello scorso decennio: le liberalizzazioni nei mercati dei

¹ E. Ciapanna, S. Mocetti e A. Notarpietro, *The effects of structural reforms: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1303, 2020.

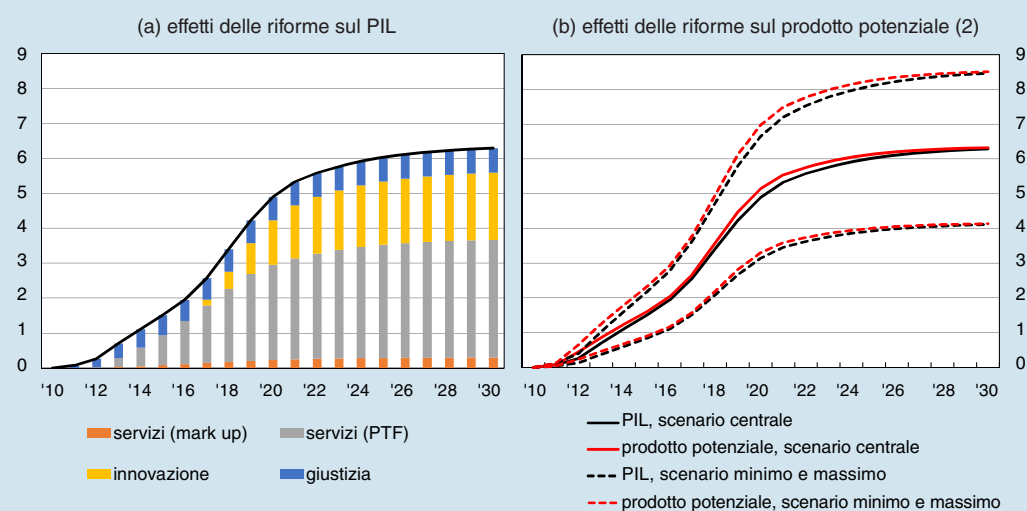
servizi (DL 201/2011, decreto “salva Italia”); gli incentivi all’innovazione di impresa inclusi nel piano nazionale Industria 4.0 a partire dal 2016; i vari interventi attuati tra il 2011 e il 2018 per migliorare il funzionamento della giustizia civile.

Per valutare l’impatto di ciascuna riforma sulle variabili economiche rilevanti sono stati svolti diversi esercizi empirici basati su dati di impresa. Secondo queste stime dall’inizio dello scorso decennio i provvedimenti di liberalizzazione nel settore dei servizi avrebbero accresciuto la produttività totale dei fattori (PTF) del 4,3 per cento e ridotto il mark up, cioè la differenza tra prezzo di vendita e costo di produzione, di 0,7 punti percentuali; gli incentivi all’innovazione e le riforme della giustizia civile avrebbero aumentato la produttività dell’intera economia rispettivamente dell’1,4 e dello 0,5 per cento.

I parametri così stimati sono stati utilizzati in un modello macroeconomico per simulare gli effetti delle riforme considerate. Si valuta che, grazie alla maggiore produttività e concorrenza rilevate a livello microeconomico, alla fine del 2020 il PIL italiano sarebbe stato di circa il 5 per cento superiore rispetto a una situazione in cui le riforme non fossero state realizzate (figura, pannello a); questo impatto potrebbe variare tra il 3 e il 7 per cento tenendo conto dell’incertezza associata alle stime microeconomiche. Il connesso aumento di lungo periodo del prodotto potenziale (ossia il livello massimo di prodotto ottenibile dal pieno utilizzo delle risorse disponibili) sarebbe pari al 6,3 per cento nella stima centrale (tra il 4 e l’8 per cento, tenendo conto dell’incertezza; figura, pannello b). Anche sul mercato del lavoro gli effetti sarebbero non trascurabili: a regime nella stima centrale l’occupazione sarebbe superiore dello 0,4 per cento e il tasso di disoccupazione più basso di 0,3 punti percentuali².

Figura

Impatto delle riforme strutturali sul PIL e sul prodotto potenziale (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d’Italia (*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*), Cerved, Istat, Ministero della Giustizia e OCSE. (1) Deviazioni percentuali dallo scenario di base. – (2) Si delineano 3 scenari, dal minimo al massimo, per tenere conto dell’incertezza che caratterizza le stime microeconomiche.

² Le stime prodotte nel lavoro sono coerenti con quelle ottenute dalle principali istituzioni internazionali, una volta tenuto conto delle differenze di metodologie, dell’ambito di applicazione e dell’orizzonte temporale delle analisi.

Negli anni più recenti il processo di apertura dei mercati ha subito un significativo rallentamento. Nel 2020, anche in risposta alla necessità di sostenere gli operatori a fronte delle forti difficoltà finanziarie dovute alla crisi generata dall'epidemia di Covid-19, sono stati rinviati alcuni interventi già previsti da precedenti disposizioni di legge, tra cui quelli relativi al trasporto pubblico locale, all'energia e ad alcune concessioni (idroelettriche e demanio marittimo).

Il PNRR stabilisce che nei prossimi anni dovranno essere adottate leggi per la concorrenza che introdurranno progressivamente interventi in diversi settori: nel 2021 nelle reti di telecomunicazione, con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi e di stimolare la domanda; nel 2022 nei servizi pubblici locali e nel comparto della produzione di energia; negli anni a seguire nelle autostrade e nella vendita al dettaglio dell'energia, con il completamento del passaggio al regime di libero mercato.

L'intervento diretto dello Stato. – Tra le misure di sostegno al sistema produttivo adottate nel corso del 2020, il DL 34/2020 ha disposto la costituzione di un patrimonio destinato (denominato Patrimonio Rilancio, PR) partecipato dal Ministero dell'Economia e delle finanze e gestito da Cassa depositi e prestiti, con una dotazione finanziaria massima da parte dello Stato di 44 miliardi di euro e una durata di 12 anni. Il PR, non ancora operativo, potrà acquisire partecipazioni soggette a limiti temporali, o sottoscrivere prestiti subordinati (anche convertibili o convertibili) a favore delle società di grande dimensione (con fatturato superiore a 50 milioni di euro). Le imprese che soddisfano tali requisiti dimensionali sono circa 3.800, pari allo 0,6 per cento delle società di capitali italiane non finanziarie; queste realizzano il 40,5 per cento dei ricavi e occupano il 26,8 per cento degli addetti. Gli interventi potranno essere effettuati sia secondo le modalità previste dal quadro temporaneo per gli aiuti di Stato (fino al 31 dicembre 2021; cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*), sia a condizioni di mercato.

Sono in corso di realizzazione rilevanti operazioni sugli assetti proprietari delle maggiori imprese del settore autostradale e del trasporto aereo, che determineranno una significativa espansione della proprietà pubblica in comparti precedentemente interessati da interventi di privatizzazione.

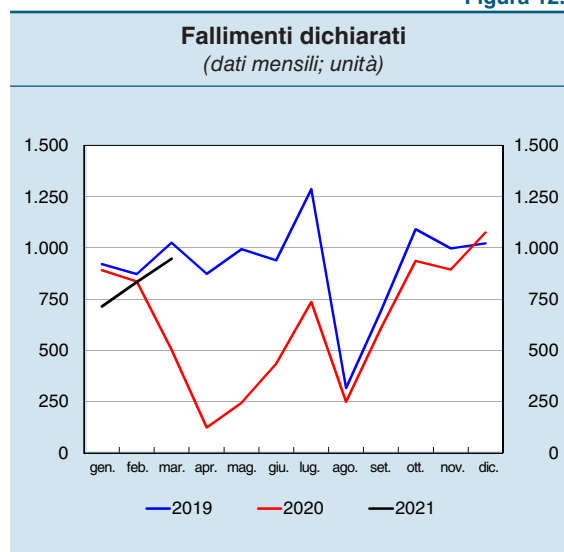
La gestione delle crisi di impresa

Nonostante la forte contrazione dell'attività economica, il numero dei fallimenti dichiarati dai tribunali italiani nel 2020 è stato inferiore di circa un terzo rispetto all'anno precedente. Vi hanno contribuito sia la temporanea moratoria sulle istanze fallimentari in vigore tra marzo e giugno (fig. 12.2), sia le misure di sostegno economico-finanziario adottate a seguito dell'epidemia (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese* e il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Si stima che in assenza di queste ultime il numero delle società di capitali in situazione di insufficienza patrimoniale a dicembre del 2020 sarebbe stato circa il 25 per cento più elevato (tav. 12.1)¹.

¹ A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 13 novembre 2020.

L'indebolimento della situazione economica e finanziaria di molte imprese e la difficoltà nel recuperare i livelli di attività precedenti l'epidemia, in un contesto di graduale ritiro degli aiuti governativi, inducono a prevedere un aumento delle crisi di impresa nel prossimo futuro². L'incremento dovrà essere gestito nell'ambito di un sistema caratterizzato dall'elevata durata delle procedure concorsuali e dal limitato ricorso agli strumenti di ristrutturazione, in particolare da parte delle società di minore dimensione, con possibili conseguenze negative sui processi di riallocazione dei fattori produttivi.

Figura 12.2



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

Anche l'introduzione di alcune modifiche normative potrebbe risultare problematica nell'attuale quadro congiunturale. È fissata al 1° settembre 2021 l'entrata in vigore della maggior parte delle disposizioni del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (D.lgs. 14/2019)³, tra cui le procedure di allerta. Si stima che, al momento dell'attivazione di tali misure, circa 13.000 società di capitali sarebbero potenzialmente coinvolte in procedure di allerta avviate dagli organi di controllo societario⁴. Il numero è circa il doppio di quello che si sarebbe osservato in assenza della crisi pandemica. La difficoltà di gestire l'elevata quantità di casi con uno strumento nuovo, in particolare in una congiuntura economica caratterizzata da forte incertezza, potrebbe pregiudicarne l'efficacia.

Tavola 12.1

Società di capitali con insufficienza patrimoniale (1) (migliaia di unità e valori percentuali)				
VOCI	2020 in assenza delle misure		2020 in presenza delle misure (2)	
	unità	quota (3)	unità	quota (3)
Imprese	102,6	14,1	82,2	11,3
Addetti (4)	1.156,0	12,3	669,5	7,1

Fonte: elaborazioni su dati Cerved, Infocamere e INPS.

(1) Le società con insufficienza patrimoniale sono quelle con un patrimonio netto inferiore ai limiti di legge. Il valore del patrimonio netto è stimato al 31 dicembre 2020. – (2) Le misure considerate sono quelle dei DD.LL. 18/2020, 23/2020, 34/2020, 104/2020, 137/2020, 149/2020, 154/2020 e 157/2020. – (3) Rispetto al totale delle società di capitali attive nel 2020. – (4) Numero medio di addetti nel 2019.

² S. Giacomelli, S. Mocetti e G. Rodano, *Fallimenti d'impresa in epoca Covid*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

³ L'entrata in vigore del Codice, inizialmente programmata per agosto del 2020, è stata posticipata dal DL 23/2020. Inoltre è stato prorogato di un anno, a luglio del 2022, il termine per recepire la direttiva UE/2019/1023 sulla ristrutturazione preventiva.

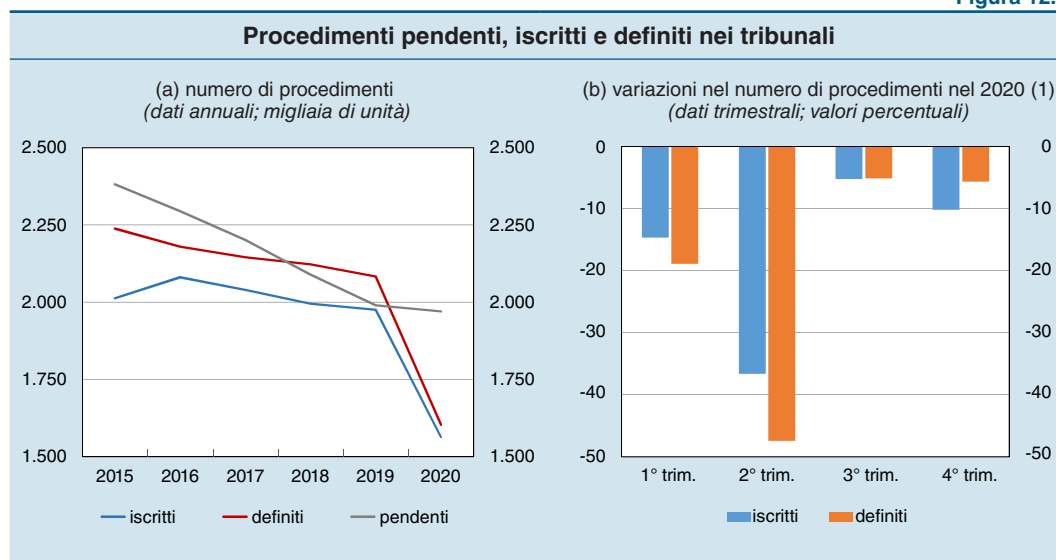
⁴ T. Orlando e G. Rodano, *Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 590, 2020.

Il contesto istituzionale

La giustizia civile. – Il graduale miglioramento del funzionamento della giustizia civile osservato negli ultimi anni ha subito una frenata nel 2020. I procedimenti pendenti presso i tribunali sono diminuiti solo dell'1 per cento rispetto al 2019, a fronte di una riduzione media del 5 per cento all'anno nell'ultimo quinquennio. La dinamica, dovuta a una contrazione più elevata dei procedimenti definiti rispetto a quelli iscritti (fig. 12.3.a), riflette un'interruzione parziale dell'attività degli uffici giudiziari nei mesi centrali del primo lockdown e il suo rallentamento in quelli successivi (fig. 12.3.b), dettato anche dalle difficoltà di svolgere alcune funzioni da remoto. Fattori organizzativi interni agli uffici giudiziari potrebbero avere avuto un ruolo importante: il calo dei procedimenti definiti è stato infatti più accentuato nei tribunali che già prima della pandemia erano meno efficienti.

I procedimenti pendenti nei tribunali alla fine del 2020 erano quasi 2 milioni, di cui circa un sesto in corso da oltre tre anni. Il PNRR prevede vari interventi per ridurre l'arretrato e accelerare i tempi dei processi, secondo obiettivi quantitativi predefiniti. Sul fronte organizzativo, oltre al completamento della digitalizzazione del sistema, si prospetta una significativa espansione delle risorse umane destinate a potenziare le strutture preposte all'ausilio dell'attività dei giudici (Ufficio del processo). A livello normativo il Piano propone misure per facilitare il ricorso agli strumenti alternativi per la risoluzione delle controversie e modifiche al Codice di procedura civile finalizzate a velocizzare i procedimenti.

Figura 12.3

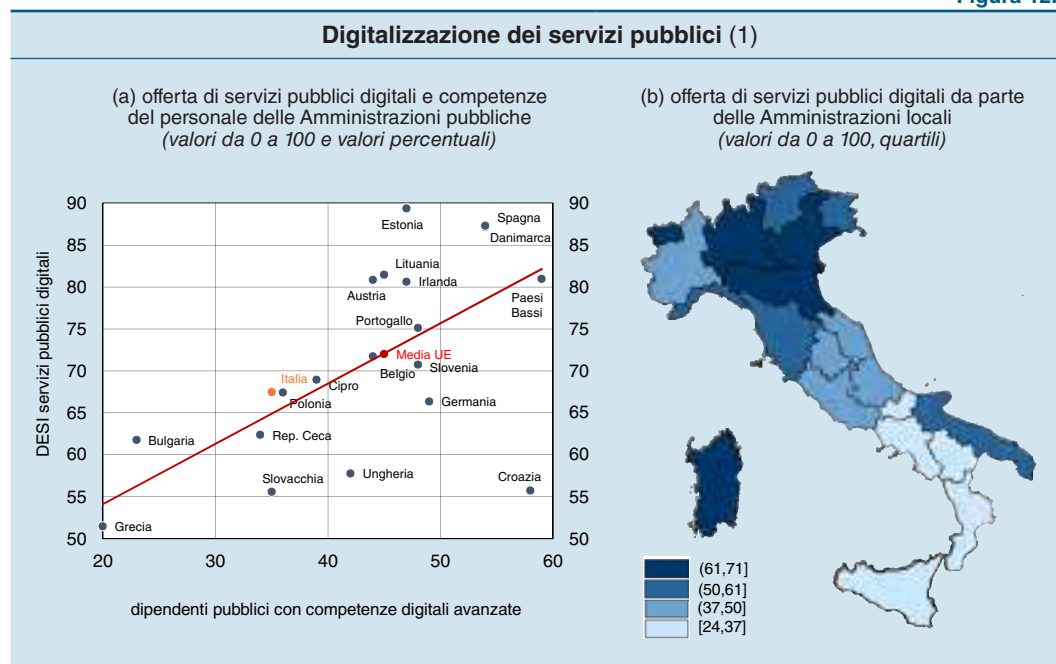


Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.
(1) Rispetto al corrispondente trimestre del 2019.

La Pubblica amministrazione. – Nel confronto con gli altri paesi dell'Unione europea, l'Italia si colloca al di sotto della media sia nella fornitura di servizi pubblici digitali – misurata dall'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI) – sia nella percentuale di dipendenti pubblici con competenze digitali avanzate (fig. 12.4.a).

Emergono inoltre differenze territoriali all'interno del Paese. Nel 2019 il livello di digitalizzazione della Pubblica amministrazione (PA) era generalmente più elevato nelle regioni del Nord (fig. 12.4.b); la forza lavoro nel Mezzogiorno si caratterizzava per un'età media più alta di 1,3 anni e per una quota di dipendenti pubblici in possesso di un titolo di studio terziario inferiore a quella del Nord di circa 7 punti percentuali. Secondo nostre stime queste differenze hanno inciso anche sulla minore capacità delle Amministrazioni locali del Sud di adottare la modalità di lavoro agile durante la pandemia⁵.

Figura 12.4



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Commissione europea (DESI 2020) ed Eurostat; per il pannello (b), A. Benecchi, C. Bottoni, E. Ciapanna, A. Frigo, A. Milan e E. Scarinzi, *Digitalisation in Italy: evidence from a new regional index*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

(1) L'indicatore DESI si riferisce al 2020, i dati sull'offerta di servizi digitali a livello regionale e quelli sulle competenze dei dipendenti pubblici al 2019. L'indicatore relativo all'offerta di servizi pubblici digitali è una media di 5 sottoindicatori: "utenti e-government" corrisponde alla percentuale di individui che hanno utilizzato internet nell'ultimo anno e hanno inviato moduli alla PA in via telematica; "moduli precompilati" indica la quantità di dati precompilati nei moduli messi a disposizione online dalle Amministrazioni pubbliche per un insieme di adempimenti; "livello di completezza dei servizi online" è la quota di passaggi amministrativi relativi agli stessi adempimenti che si possono effettuare online; "servizi digitali pubblici per le aziende" indica la quota di servizi pubblici necessari per avviare e condurre un'attività di impresa che sono disponibili online; "open data" misura l'esistenza di una policy in materia di open data, una stima dell'impatto politico, sociale ed economico di questi ultimi e le caratteristiche del relativo portale nazionale. A valori più alti corrispondono risultati migliori.

Il PNRR prevede lo stanziamento di circa 7,5 miliardi di euro per la digitalizzazione e l'innovazione nella PA. Tali risorse dovrebbero consentire di realizzare sistemi integrati delle basi dati e delle applicazioni delle Amministrazioni e di rafforzare le competenze digitali dei dipendenti pubblici, favorendo il reclutamento di figure professionali specializzate e la formazione del personale già in servizio. Il Piano prevede inoltre un'agenda di riforme volte a semplificare e rendere più efficienti i processi amministrativi e gestionali. Tra queste, una revisione degli assetti organizzativi che assicuri una migliore coerenza tra competenze e percorsi di carriera e la semplificazione delle procedure di reclutamento del personale, con

⁵ W. Giuzio e L. Rizzica, *Il lavoro da remoto in Italia durante la pandemia: le Amministrazioni pubbliche*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 22 gennaio 2021.

il potenziamento degli strumenti di preselezione basati sulla valutazione di titoli e esperienze (già previsti dal DL 44/2021) e l'introduzione di modalità di assunzione rapide per i profili più specialistici.

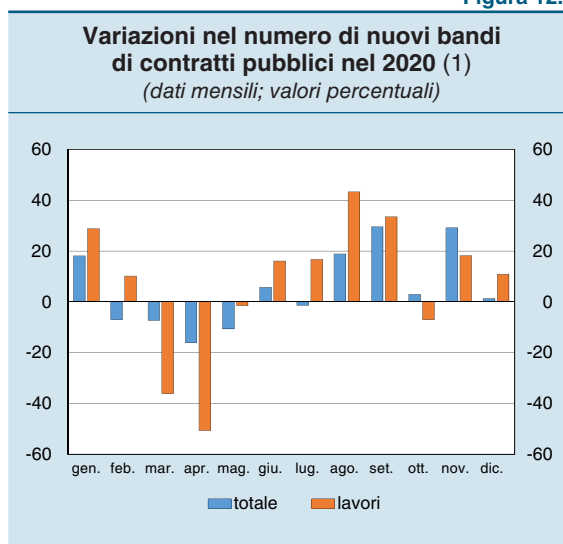
I contratti pubblici. – Nel 2020 sono state avviate quasi 180.000 procedure di affidamento per contratti di importo superiore a 40.000 euro, in aumento di circa il 4 per cento rispetto all'anno precedente (il 5 per cento considerando solo le gare per i lavori pubblici). L'importo complessivo delle gare è rimasto pressoché stabile nel confronto con il 2019, mentre quello relativo ai soli lavori pubblici è aumentato di oltre il 50 per cento, trainato dai bandi di alcune grandi opere. Circa tre quarti delle procedure sono state svolte con strumenti telematici, una quota lievemente più elevata rispetto al periodo precedente la pandemia.

Dopo una brusca flessione nel corso del primo lockdown, particolarmente accentuata nel comparto dei lavori pubblici, il numero di nuovi bandi ha segnato una sostenuta ripresa nella seconda metà dell'anno (fig. 12.5), dovuta anche a uno slittamento temporale delle procedure non avviate durante i primi mesi della pandemia.

Con l'intento di rendere più veloce la realizzazione delle opere pubbliche, il DL 76/2020 (decreto "semplificazioni") ha introdotto alcune misure per accelerare i procedimenti amministrativi e regole temporanee per l'aggiudicazione dei contratti pubblici basate su un più ampio ricorso agli affidamenti diretti e alle procedure negoziate. Il PNRR prevede il rafforzamento degli strumenti di semplificazione e la proroga delle misure temporanee fino al 2023.

Le nuove disposizioni sulle aggiudicazioni ampliano i margini di discrezionalità delle stazioni appaltanti nella scelta del contraente. Resta importante garantire un adeguato bilanciamento tra l'esigenza di ridurre i tempi di realizzazione delle opere pubbliche e quella di preservare un confronto competitivo tra le imprese potenzialmente interessate, in assenza del quale potrebbero emergere effetti negativi in termini di qualità o di prezzo delle prestazioni. La fase di affidamento peraltro incide solo in misura ridotta sulle durate complessive⁶.

Figura 12.5



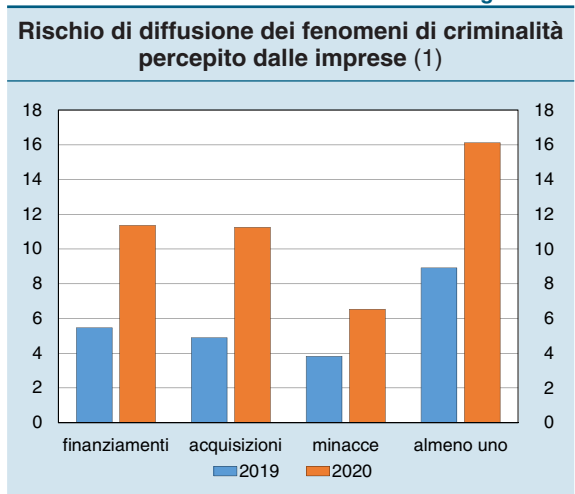
Fonte: elaborazioni su dati Open Anac 2020.
(1) Rispetto al corrispondente mese del 2019. Nuovi bandi per contratti di importo superiore a 40.000 euro.

⁶ C. Carlucci, C. Giorgiantonio e T. Orlando, *Tempi di realizzazione delle opere pubbliche e loro determinanti*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 538, 2019.

I rischi di infiltrazione della criminalità nell'economia. – L'epidemia di Covid-19 ha influenzato le attività della criminalità organizzata in vari modi. Secondo le informazioni riportate dal Ministero dell'Interno⁷ è elevato il rischio che le organizzazioni criminali intercettino in maniera indebita le risorse pubbliche impiegate a sostegno di cittadini e imprese e che si aggiudichino le commesse relative alla gestione dell'emergenza. L'attività della criminalità organizzata nell'economia legale si sarebbe inoltre reindirizzata verso alcuni settori economici resi particolarmente redditizi dal protrarsi della pandemia (ad es. la produzione e commercializzazione di presidi medico-sanitari), mentre le difficoltà economiche e finanziarie renderebbero alcune imprese più vulnerabili alle infiltrazioni delle organizzazioni mafiose, in grado di fornire liquidità in tempi rapidi.

I dati dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) della Banca d'Italia indicano che la presenza criminale nell'economia legale potrebbe essere fortemente aumentata nell'ultimo anno. La percentuale di intervistati che ritiene abbastanza o molto probabile che si siano verificati fenomeni legati alla criminalità organizzata nell'area in cui operano è passata dal 9 per cento nel 2019 al 16 nel 2020, con un aumento sensibilmente maggiore in relazione ai reati di natura finanziaria rispetto a quelli violenti (fig. 12.6). Il rischio percepito è inoltre più elevato tra gli imprenditori delle regioni del Mezzogiorno (19 per cento) e nei settori dei servizi di alloggio e ristorazione e in quello delle costruzioni (30 e 22 per cento, rispettivamente).

Figura 12.6



Fonte: Banca d'Italia, Invind, 2020.

(1) Agli intervistati è stato chiesto di indicare quanto ritenessero probabile che al titolare di un'impresa operante nella stessa area geografica e settore accadesse di: (a) ricevere un prestito fuori dai canali ufficiali (ad es. banche, società finanziarie); (b) ricevere un'offerta di acquisto della propria attività a condizioni insolite (ad es. in termini di prezzi, tempi e/o modalità di pagamento); (c) ricevere minacce, intimidazioni o tentativi di estorsione. Il grafico mostra la percentuale di intervistati che ha risposto "abbastanza" o "molto" a ciascuna domanda o almeno a una di queste.

⁷ Organismo permanente di monitoraggio ed analisi sul rischio di infiltrazione nell'economia da parte della criminalità organizzata di tipo mafioso, *Report*, 4, dicembre 2020.

13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

L'attività degli intermediari italiani nel 2020 è stata fortemente condizionata dalle conseguenze della pandemia.

Le banche hanno soddisfatto l'aumento della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, alimentata dal fabbisogno di liquidità che ha fatto seguito alla sospensione delle attività produttive e dalla propensione ad accumulare riserve precauzionali. La disponibilità di credito è stata favorita dalla possibilità di avvalersi di garanzie pubbliche sui prestiti e dall'ampio ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema.

Il miglioramento dell'adeguatezza patrimoniale è stato significativo; vi hanno contribuito le garanzie pubbliche sui prestiti e le raccomandazioni delle autorità di vigilanza di limitare la distribuzione dei dividendi. Il divario tra il livello patrimoniale dei gruppi significativi italiani e quello medio delle altre banche del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) si è pressoché annullato. Il rafforzamento patrimoniale consente agli intermediari italiani di affrontare il probabile deterioramento della qualità del credito da una posizione di maggiore solidità.

La pandemia non ha rallentato i piani di dismissione delle esposizioni deteriorate, di cui è proseguita la diminuzione. Il flusso di nuovi crediti deteriorati si è ridotto nell'anno, nonostante la contrazione dell'attività economica, ma ha registrato una moderata crescita dall'ultimo trimestre del 2020; le banche hanno aumentato in modo marcato la quota di finanziamenti *in bonis* per i quali si è osservato un incremento del rischio di credito.

La crescita delle perdite attese ha comportato un deciso aumento delle rettifiche di valore sui crediti, che ha inciso sulla redditività; gli effetti derivanti dal peggioramento congiunturale si sono aggiunti alle difficoltà strutturali già esistenti prima della pandemia. Le prospettive reddituali dipenderanno dalla rapidità e dall'intensità della ripresa economica; l'attuale situazione di incertezza richiede particolare attenzione all'adeguatezza degli accantonamenti, soprattutto da parte delle banche meno significative.

È proseguito il processo di riorganizzazione della rete distributiva, in particolare per le banche di maggiore dimensione, attraverso la riduzione del numero degli sportelli e dei dipendenti. Le restrizioni alla mobilità hanno favorito un più elevato ricorso ai canali distributivi digitali, incentivando gli investimenti nello sviluppo di progetti per l'innovazione tecnologica applicata all'offerta di servizi finanziari.

La raccolta degli investitori istituzionali è stata nel complesso positiva, ma inferiore rispetto al 2019. I deflussi dai fondi comuni aperti di diritto italiano osservati la scorsa

primavera sono stati in parte compensati nella seconda metà dell'anno, in concomitanza con la ripresa dei corsi delle attività finanziarie.

La struttura dell'industria bancaria

Alla fine del 2020 il sistema bancario italiano era composto da 59 gruppi, 90 banche individuali – di cui 39 banche di credito cooperativo (BCC) e 39 società per azioni – e 81 succursali di banche estere. I gruppi classificati come significativi nell'ambito dell'SSM erano 11, uno in meno rispetto al 2019, a seguito della fusione del gruppo UBI con Intesa Sanpaolo. Alle banche significative era riconducibile circa l'80 per cento delle attività complessive del sistema.

Il numero dei dipendenti è diminuito del 2,3 per cento, quello degli sportelli del 3,2, proseguendo una tendenza in atto dal 2008. Da allora gli sportelli si sono ridotti di circa un terzo; il numero medio di abitanti per sportello è salito a circa 2.500, un valore intermedio tra quelli di Francia e Spagna (poco meno di 2.000) e quello della Germania (circa 3.100).

La razionalizzazione della rete distributiva ha riguardato soprattutto i gruppi significativi diversi da quelli cooperativi, che dal 2008 hanno diminuito di poco meno del 40 per cento il numero sia degli sportelli sia degli addetti alla rete territoriale. Il calo del numero degli sportelli è stato più contenuto per le banche meno significative (5,5 per cento).

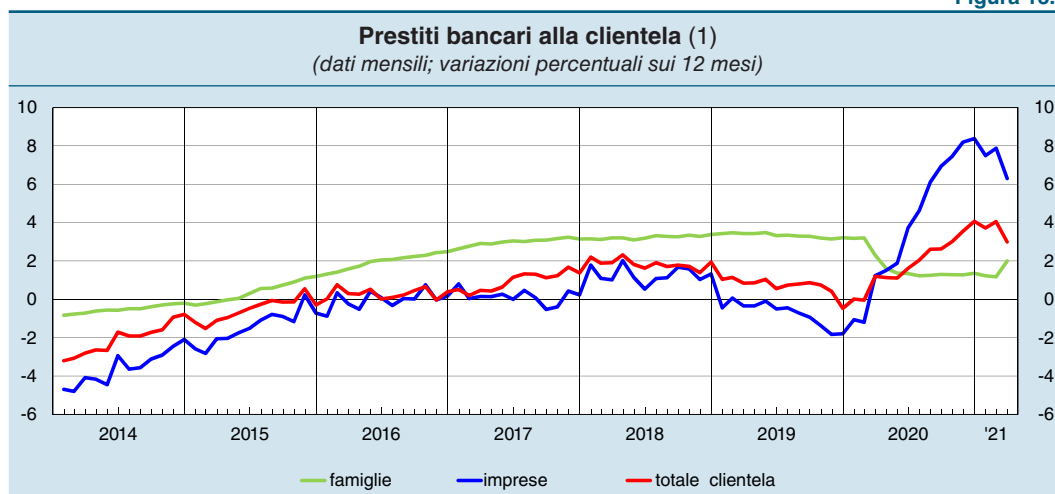
In dicembre la quota dei clienti che potevano accedere ai conti correnti attraverso i canali digitali era pari al 79 per cento. Le indagini regionali condotte dalle Filiali della Banca d'Italia indicano che circa l'80 per cento degli intermediari ritiene che la diffusione della pandemia abbia spinto la clientela a fruire maggiormente dei servizi finanziari a distanza. Rispetto alla fine del 2019 è inoltre aumentata la quota delle banche che consentono alla clientela di ricevere preventivi e richiedere finanziamenti da remoto (dal 36 al 39 per cento per le famiglie e dal 16 al 22 per le imprese); i due terzi degli intermediari offrono servizi di micropagamento in mobilità e di gestione del risparmio online.

La quasi totalità degli intermediari di maggiore dimensione e un terzo di quelli più piccoli hanno pianificato o intrapreso progetti per l'innovazione tecnologica applicata all'offerta di servizi finanziari (FinTech). I principali ambiti di interesse sono quelli del miglioramento dei servizi offerti alla clientela e dello sfruttamento delle informazioni per il perfezionamento delle strategie commerciali. Circa un terzo degli intermediari ha ampliato i piani di investimento rispetto a quanto programmato all'inizio dello scorso anno, anche per affrontare meglio le esigenze create dall'emergenza sanitaria.

Le attività delle banche

Il credito. – I prestiti delle banche italiane sono aumentati del 4,1 per cento (fig. 13.1), il valore più elevato dallo scoppio della crisi finanziaria globale del 2008. L'accelerazione del credito è iniziata in marzo, con la sospensione delle attività produttive per contrastare la diffusione dell'epidemia (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali nella Relazione annuale sul 2019*).

Figura 13.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2021 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*.

La crisi economica ha avuto effetti differenziati sulle dinamiche del credito ai principali settori: la minore crescita dei prestiti alle famiglie è stata più che compensata dall'accelerazione dei finanziamenti alle imprese (8,4 per cento, rispetto al calo dell'1,8 nel 2019), la cui quota sul totale dei prestiti bancari è salita dal 45,6 al 46,9 per cento.

Il rallentamento dei prestiti alle famiglie è attribuibile al credito al consumo, diminuito dello 0,6 per cento rispetto all'incremento dell'8,5 nel 2019; questa dinamica è stata analoga a quella osservata per la media dei paesi dell'area dell'euro (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). Nei primi tre mesi del 2021 il credito al consumo è tornato a crescere, sebbene in misura contenuta (0,3 per cento in ragione d'anno).

I mutui residenziali sono aumentati del 2,3 per cento, una variazione in linea con quella del 2019; vi hanno contribuito sia il calo dei tassi di interesse, soprattutto sui contratti a tasso fisso, sia i minori rimborsi collegati alla possibilità di avvalersi delle moratorie per i mutui in essere.

La forte domanda di prestiti da parte delle imprese è stata alimentata dall'ampliamento del fabbisogno di liquidità connesso con il calo dei flussi di cassa e dalla maggiore propensione, soprattutto per le imprese di minore dimensione, ad accumulare risorse liquide a scopo precauzionale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020). I prestiti sono cresciuti in misura simile tra le diverse categorie dimensionali di impresa e più marcatamente nei settori della manifattura e dei servizi. Il credito è aumentato a un ritmo elevato anche nel primo trimestre del 2021 (al 6,3 per cento in ragione d'anno).

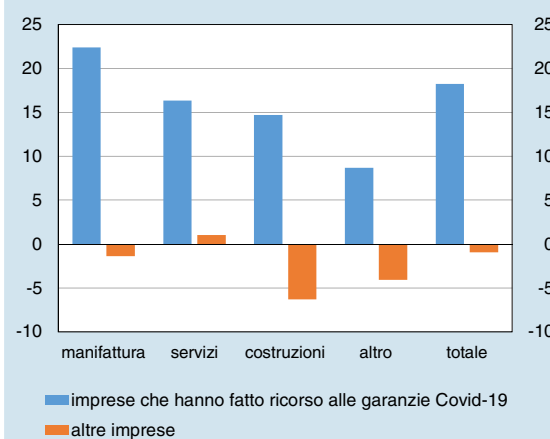
L'espansione dei finanziamenti alle imprese, soprattutto per quelle di piccola e media dimensione, è stata sostenuta dai programmi di garanzie pubbliche sui prestiti varati dal Governo in risposta all'emergenza pandemica. Nei dodici mesi terminanti a marzo del 2021 le banche italiane hanno erogato prestiti con garanzia dello Stato per 157 miliardi, pari al 17,7 per cento dei finanziamenti alle imprese in essere alla fine del periodo e a circa un terzo di quelli complessivamente erogati nell'anno. I prestiti

con garanzia hanno contribuito a incrementare la quota di finanziamenti a medio e a lungo termine, salita nello stesso periodo dal 52 al 62 per cento, riducendo allo stesso tempo l'utilizzo delle linee di credito a breve. La quasi totalità dei prestiti garantiti ha durata superiore a un anno e oltre il 70 per cento superiore ai 5 anni; ciò ha concorso ad abbassare notevolmente la quota di prestiti alle imprese con durata inferiore a un anno, scesa nei dodici mesi terminanti a marzo dal 31,5 al 21,5 per cento.

La crescita dei finanziamenti è stata molto più elevata per le imprese che hanno richiesto e ottenuto prestiti garantiti (fig. 13.2), in larga parte impiegati per ampliare le disponibilità di credito, soprattutto nella fase iniziale della crisi (cfr. il riquadro: *Le garanzie pubbliche e la crescita del credito alle imprese*). La presenza delle garanzie pubbliche e gli interventi di politica monetaria hanno consentito alle banche di mantenere distese le condizioni di offerta (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2020). Nonostante l'allungamento della scadenza media dei finanziamenti, nel 2020 il tasso di interesse medio sulle consistenze di prestiti alle imprese è stato inferiore di circa 20 punti base rispetto alla fine del 2019, all'1,8 per cento, ed è rimasto stabile nei primi tre mesi del 2021.

Figura 13.2

Tassi di crescita dei prestiti bancari alle imprese con e senza garanzie Covid-19 (1)
(dicembre 2020; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: AnaCredit.

(1) Il campione include le imprese censite in AnaCredit alla fine di ogni trimestre del 2020 per cui non si registrano esposizioni in sofferenza. Sono considerate beneficiarie di garanzie Covid-19 le imprese che hanno ricevuto nel corso del 2020 almeno un nuovo finanziamento garantito ai sensi dei programmi introdotti dal DL 23/2020. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007.

LE GARANZIE PUBBLICHE E LA CRESCITA DEL CREDITO ALLE IMPRESE

Nell'ambito del piano di interventi per limitare gli effetti della pandemia sull'attività produttiva, nella prima metà del 2020 il Governo ha potenziato l'operatività del Fondo centrale di garanzia (FCG) con l'obiettivo di favorire l'accesso al credito per un'ampia platea di piccole e medie imprese (PMI; cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario e il credito alle imprese durante la pandemia* del capitolo 7). Per le banche la presenza della garanzia pubblica consente di annullare l'assorbimento di capitale sulla quota di prestito coperta dal Fondo.

Il DL 23/2020 (decreto "liquidità") ha introdotto tre principali programmi di garanzia offerti dall'FCG: (a) finanziamenti garantiti al 100 per cento per importi fino a 30.000 euro; (b) finanziamenti garantiti dall'FCG al 90 per cento e fino a 5 milioni¹; (c) operazioni di rinegoziazione e consolidamento dei crediti esistenti con garanzia

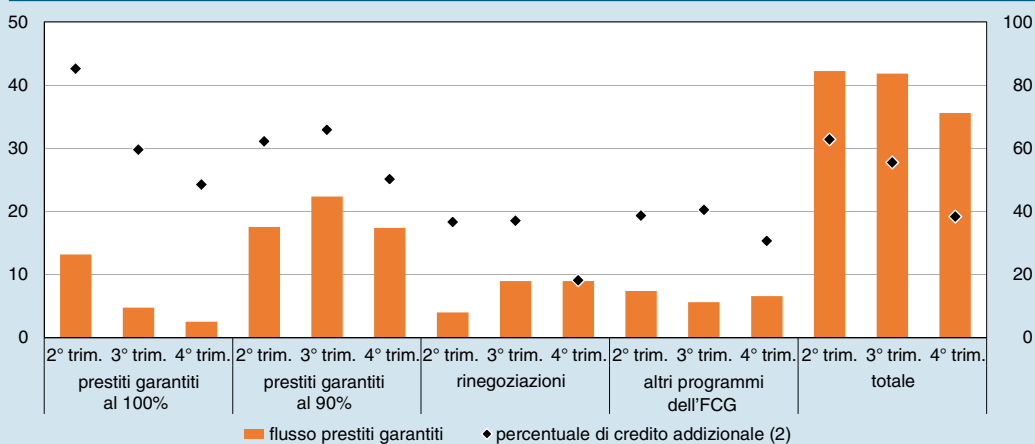
¹ In questa categoria sono inclusi i prestiti concessi ai sensi della lettera n), comma 1, del DL 23/2020 con controgaranzia dei confidi con copertura pari al 100 per cento.

pari all'80 per cento². È stata inoltre innalzata sino all'80 per cento la copertura per i finanziamenti concessi utilizzando i programmi dell'FCG già esistenti. La legge di bilancio per il 2021 ha prolungato l'operatività di questi provvedimenti legata all'emergenza pandemica, originariamente prevista al 31 dicembre 2020, fino al 28 febbraio per le grandi imprese con un numero di dipendenti non superiore a 499 (*mid-caps*) e fino al 30 giugno 2021 per le altre PMI³.

Dall'introduzione dei nuovi programmi, la concessione della garanzia dell'FCG ha riguardato circa 42 miliardi di prestiti nel secondo trimestre, altrettanti nel terzo e 36 miliardi nel quarto (figura).

Figura

Finanziamenti garantiti dal Fondo centrale di garanzia nel 2020 e percentuale di credito aggiuntivo concesso (1)
(miliardi e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi e Mediocredito Centrale.

(1) Credito aggiuntivo: variazione in euro del credito accordato dalla banca all'impresa (rispetto al livello della fine del trimestre precedente) per ogni euro di importo garantito ricevuto dalla stessa banca; somma ponderata. Sono esclusi gli importi dei finanziamenti oggetto di moratoria che godono di garanzie sussidiarie ai sensi dell'art. 56 del DL 18/2020. – (2) Scala di destra.

La ripartizione delle garanzie tra i diversi programmi dell'FCG è mutata nel 2020: nel secondo trimestre il ricorso ai prestiti garantiti al 100 per cento, fino a 30.000 euro, è stato particolarmente rilevante; nei due trimestri successivi sono invece aumentate le quote dei finanziamenti garantiti al 90 per cento, di maggiore importo, e di quelli concessi ai fini della rinegoziazione e del consolidamento dei crediti esistenti.

Le differenti caratteristiche dei programmi dell'FCG e il diverso grado di copertura della garanzia si riflettono in una marcata eterogeneità nella loro capacità di accrescere la disponibilità di finanziamenti per le imprese rispetto all'ammontare di credito accordato dalla banca prima dell'accensione del prestito garantito. In particolare i prestiti con copertura al 100 per cento sono stati associati a una maggiore erogazione di credito

² L'accesso a questo programma prevede l'erogazione al medesimo soggetto beneficiario di credito aggiuntivo in misura pari ad almeno il 25 per cento dell'importo del debito residuo.

³ In base alla raccomandazione CE/2003/361, la categoria delle PMI include quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiori rispettivamente a 50 e a 43 milioni di euro. Tra le grandi imprese sono definite *mid-caps* quelle con un numero di dipendenti non superiore a 499.

addizionale nel confronto con gli altri programmi di garanzia pubblica, nell'ordine dell'85 per cento delle garanzie concesse nel primo trimestre di erogazione. Il calo della capacità di accrescere il credito osservato tra il secondo e il terzo trimestre dell'anno, quando il credito addizionale è sceso mediamente per il complesso dei finanziamenti dal 63 al 56 per cento dell'importo delle garanzie, è dovuto all'aumento delle quote dei finanziamenti garantiti al 90 per cento e dei prestiti rinegoziati rispetto a quelli con garanzia integrale. L'ulteriore calo nell'ultimo trimestre, al 38 per cento, rispecchia invece un andamento comune a tutti i programmi dell'FCG e potrebbe indicare un più diffuso utilizzo dei prestiti garantiti per il rinnovo di finanziamenti in scadenza.

Il grado di addizionalità dei prestiti garantiti rispetto al credito esistente è stato generalmente omogeneo tra i diversi intermediari per i finanziamenti coperti al 100 per cento; per quelli con garanzia inferiore è invece risultato più elevato per le banche maggiormente patrimonializzate.

I crediti deteriorati. – Nonostante la forte contrazione dell'attività economica, nel 2020 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei crediti si è leggermente ridotto rispetto al 2019, all'1,1 per cento. L'andamento è stato notevolmente influenzato dalle moratorie, dalle misure di sostegno ai redditi di famiglie e imprese e dalla flessibilità concessa nella classificazione dei finanziamenti a seguito della pandemia (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020)¹. A partire dall'ultimo trimestre dello scorso anno il tasso di deterioramento è lievemente salito – dallo 0,9 per cento del terzo trimestre del 2020 all'1,1 del primo trimestre del 2021 – aumentando soprattutto nei settori più colpiti dalla crisi.

La consistenza dei crediti deteriorati nei bilanci bancari è diminuita in confronto alla fine del 2019, sia per il valore contenuto dei flussi in ingresso sia per le cessioni, che sono proseguite senza risentire della pandemia; nel corso del 2020 le banche ne hanno ceduti 33 miliardi, più di quanto preventivato all'inizio dell'anno. L'importo rappresenta circa il 20 per cento dell'ammontare dei crediti deteriorati alla fine del 2019, un valore superiore alla media del triennio 2017-19 (17 per cento). A questo risultato ha contribuito l'incentivo introdotto dal DL 18/2020 (decreto "cura Italia") che, in caso di cessioni di crediti deteriorati, ha consentito di convertire parte delle imposte anticipate in crediti di imposta.

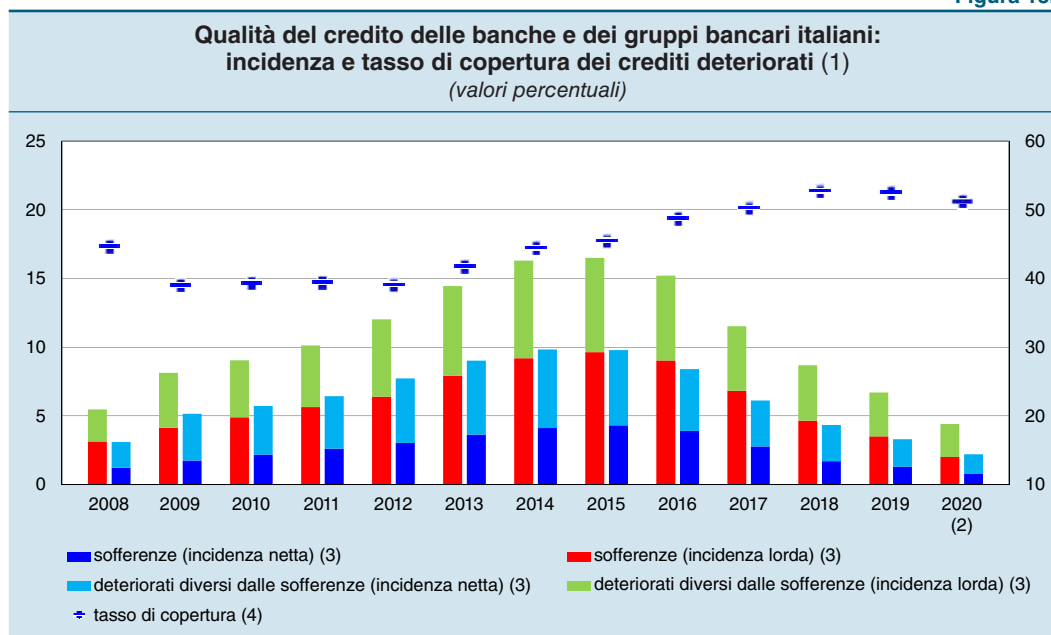
La cessione rimane il principale canale di riduzione di queste attività: a partire dal 2016, quando le transazioni sul mercato hanno acquisito maggiore rilevanza, le vendite sono state, al lordo delle rettifiche di valore, di quasi 190 miliardi.

Alla fine del 2020 i crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore ammontavano a 51 miliardi, il 28 per cento in meno rispetto all'anno precedente; la loro incidenza sul totale dei crediti è diminuita dal 3,3 al 2,2 per cento (fig. 13.3)².

¹ Le autorità di vigilanza e di regolamentazione hanno chiarito che l'adesione di un debitore a moratorie introdotte dalla legge (o promosse da un'ampia parte del sistema bancario) e il ricorso a garanzie pubbliche non comportano necessariamente la riclassificazione dei crediti tra quelli oggetto di concessione o tra quelli deteriorati. L'accesso alle moratorie non determina in automatico il passaggio del finanziamento allo stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFSR 9.

² Nello stesso periodo i crediti deteriorati lordi sono diminuiti da 147 a 104 miliardi.

Figura 13.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
 (1) Includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le incidenze sono calcolate a partire dalle esposizioni al netto delle relative rettifiche di valore. Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. –
 (2) Dati provvisori. – (3) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione non armonizzata della Banca d'Italia, che si affianca a quella europea; questa consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischiosità decrescenti: sofferenze, inadempimenti probabili ed esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, in continuità storica con la definizione precedente. – (4) Scala di destra.

Le inadempimenti probabili – diminuite in valore assoluto – rappresentavano circa il 60 per cento dei crediti deteriorati netti nei bilanci bancari (erano il 54 per cento alla fine del 2019), anche per effetto delle rilevanti cessioni di crediti in sofferenza.

Nell'anno le banche italiane hanno registrato un incremento del 36 per cento dei finanziamenti *in bonis* per i quali si è osservato un significativo aumento del rischio di credito (a seguito del quale avviene il passaggio dallo stadio 1 allo stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9). La variazione non avrebbe avuto luogo se fosse stata in vigore la precedente disciplina contabile. L'aumento dei crediti classificati allo stadio 2 dai gruppi significativi è stato di circa il 40 per cento, 13 punti percentuali in più rispetto al valore delle banche meno significative. L'incidenza di questi finanziamenti sul totale di quelli *in bonis* è passata dall'8,7 al 10,7 per cento³. La crescita di questa categoria ha determinato l'incremento del tasso di copertura dei crediti *in bonis*, che in dicembre ha raggiunto lo 0,6 per cento.

I titoli. – A dicembre del 2020 il valore dei titoli in portafoglio diversi da quelli relativi ad attività proprie cartolarizzate e da quelli emessi da banche residenti ammontava a 598 miliardi, 46 in più rispetto alla fine del 2019. L'aumento è interamente attribuibile ai titoli pubblici, che costituiscono l'85,1 per cento del totale di titoli detenuti dalle banche italiane, in prevalenza titoli di Stato (69,9 per cento del totale).

³ Considerando i soli prestiti a famiglie e imprese, nello stesso periodo l'incidenza dei crediti classificati allo stadio 2 sul totale di quelli *in bonis* è salito di oltre 3 punti percentuali, al 14,4 per cento.

La quota di titoli pubblici dei paesi dell'area dell'euro sul totale degli attivi bancari è salita di 0,7 punti percentuali rispetto alla fine del 2019, al 12,6 per cento; l'incremento è stato particolarmente rilevante per gli istituti di credito cooperativo. Nel primo trimestre del 2021 la quota ha continuato a crescere per effetto di nuovi acquisti da parte degli intermediari di maggiore dimensione.

Le banche italiane hanno aumentato del 6,6 per cento la consistenza di titoli pubblici nazionali. Gli acquisti netti si sono concentrati nel primo semestre dell'anno (56,9 miliardi), quando le conseguenze economiche della diffusione della pandemia hanno causato un ampliamento del differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari* nella *Relazione annuale* sul 2019). Nel secondo semestre le turbolenze finanziarie si sono attenuate – anche grazie al dispiegarsi degli effetti positivi del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) varato dall'Eurosistema (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020 e il riquadro: *Il PEPP e la stabilizzazione dei mercati finanziari* del capitolo 3) – e sono prevalse le vendite (32,5 miliardi), soprattutto tra gli intermediari di maggiore dimensione. Gli andamenti delle transazioni confermano il consueto ruolo delle banche italiane quali investitori che effettuano acquisti durante le fasi di tensione dei mercati e rivendono i titoli quando le condizioni sono più distese (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020).

Le banche hanno continuato a classificare una parte crescente dei nuovi acquisti di titoli pubblici italiani nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato, la cui quota è salita dal 68,4 al 74,3 per cento. Questa strategia è diffusa tra gli intermediari e riduce l'impatto sul conto economico delle variazioni di valore dovute alle oscillazioni dei rendimenti dei titoli (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

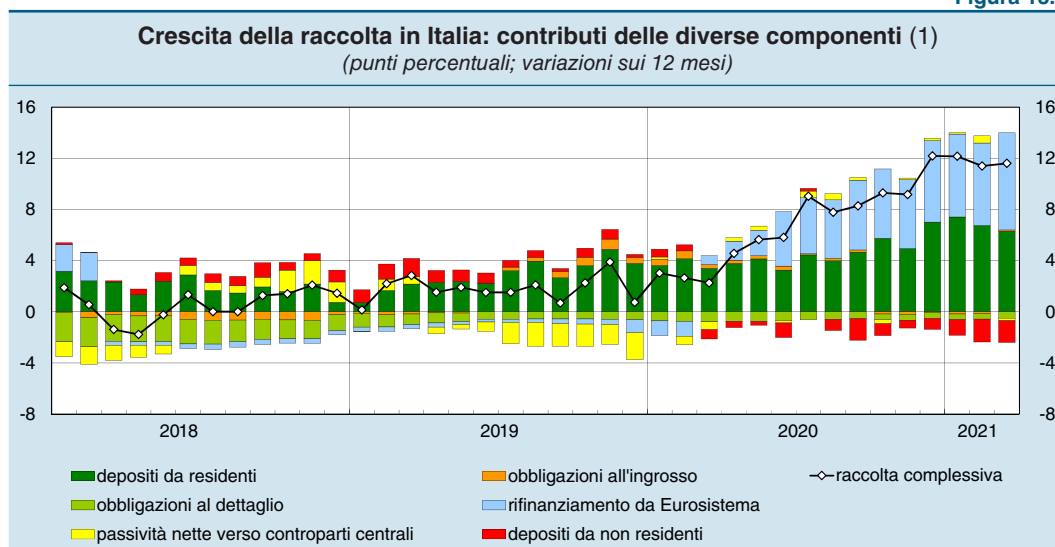
La raccolta bancaria

La raccolta delle banche è aumentata del 12,2 per cento (fig. 13.4) – la variazione più elevata dalla crisi finanziaria del 2008 – a seguito dell'espansione dei depositi dei residenti e delle passività verso l'Eurosistema. Il calo dei depositi detenuti da non residenti è riconducibile principalmente alla minore raccolta dalle banche estere non appartenenti a gruppi italiani. La provvista obbligatoria all'ingrosso e le passività nette verso le controparti centrali sono rimaste pressoché invariate rispetto alla fine del 2019.

Nell'anno le passività degli intermediari verso l'Eurosistema sono salite di 154 miliardi, beneficiando della possibilità di accedere alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3). Un maggiore ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema da parte delle singole banche si è accompagnato a erogazioni di credito più elevate al settore privato⁴. Per il complesso degli intermediari italiani l'incremento delle passività verso l'Eurosistema si è associato a un aumento dei fondi sui conti di riserva presso la banca centrale, cresciuti di poco meno di 200 miliardi; a dicembre del 2020 la differenza tra passività e attività verso l'Eurosistema era pari a 74 miliardi, in calo rispetto ai 114 del 2019.

⁴ Nostre analisi condotte a livello di singolo intermediario evidenziano una relazione positiva tra il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema e i volumi di credito erogati alle imprese a seguito del miglioramento dei termini e delle condizioni delle TLTRO3 (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

Figura 13.4

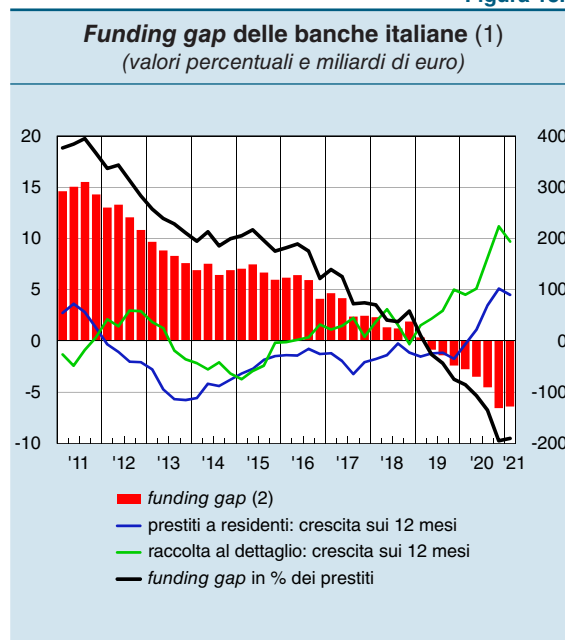


La raccolta al dettaglio è aumentata del 9,5 per cento grazie al cospicuo afflusso di depositi dai residenti, di poco inferiore a 170 miliardi, di cui oltre la metà proveniente dalle imprese. Queste hanno incrementato i propri depositi di oltre un quarto a causa sia della forte contrazione degli investimenti, sia degli effetti delle misure di sostegno alla liquidità varate dal Governo (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

I depositi delle famiglie sono cresciuti del 6,7 per cento, principalmente come conseguenza della riduzione dei consumi e del forte ampliamento della propensione dei nuclei familiari al risparmio (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2020); continua il calo delle consistenze di obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie, che rappresentavano alla fine dell'anno meno del 3 per cento della raccolta al dettaglio.

L'incremento del flusso di depositi è stato maggiore di quello dei prestiti alla clientela, riducendo le necessità di provvista. Il differenziale tra l'ammontare dei prestiti e la raccolta al dettaglio espresso in rapporto ai prestiti (*funding gap*) è quindi sceso di 6 punti percentuali rispetto al 2019, a -9,7 per cento (fig. 13.5).

Figura 13.5



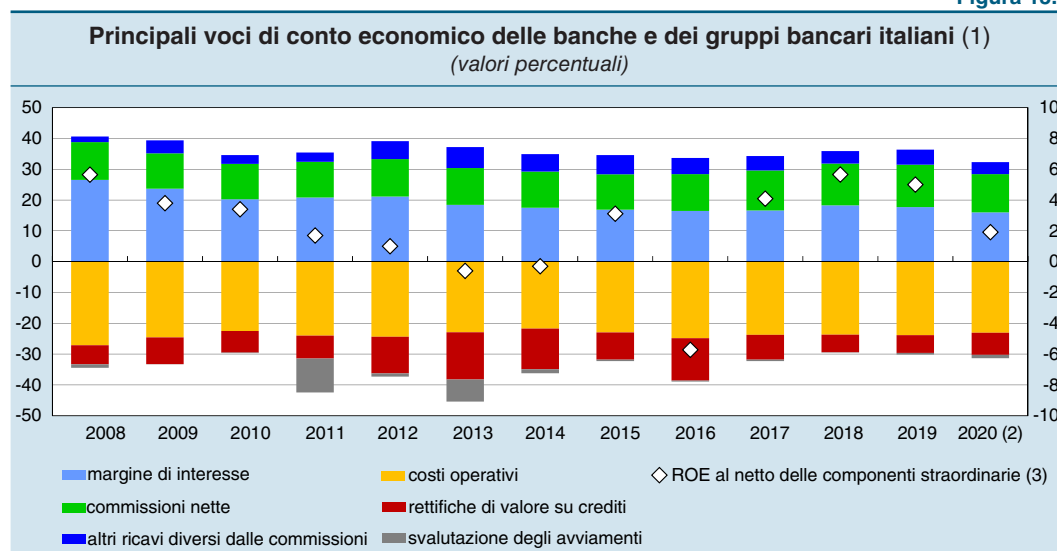
Il costo medio della raccolta è diminuito dallo 0,16 allo 0,11 per cento. La flessione è attribuibile alla riduzione del tasso medio corrisposto sui depositi e sulle obbligazioni, scesi rispettivamente di 3 e di 21 punti base.

Nei primi tre mesi del 2021 le passività verso l'Eurosistema hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto, con il regolamento in marzo della settima asta delle TLTRO3, mentre l'ammontare di depositi dei residenti è rimasto pressoché stabile.

La redditività e il patrimonio delle banche

La redditività. – Nell'anno la redditività delle banche italiane è sensibilmente diminuita (fig. 13.6); il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, si è ridotto dal 5,0 all'1,9 per cento. L'aumento delle rettifiche di valore sui crediti (33 per cento), che ha riflesso l'incremento delle perdite attese, spiega circa i due terzi della riduzione del ROE⁵.

Figura 13.6



Il margine di interesse, seppure in miglioramento nel secondo semestre dell'anno, si è contratto del 3,3 per cento. La diminuzione dei tassi di interesse sul nuovo credito erogato, dovuta anche al più basso rendimento dei prestiti garantiti, è stata solo in parte compensata dall'aumento dei finanziamenti verso le imprese. Il costo della raccolta è sceso principalmente per effetto del contributo delle TLTRO3 con l'Eurosistema e, in misura minore, della riduzione dei tassi passivi sulle nuove emissioni di titoli di debito. Anche gli altri ricavi sono diminuiti, in particolare quelli provenienti dalla negoziazione e dalla cessione di attività finanziarie valutate al *fair value*, contribuendo al calo del margine di intermediazione (-5,1 per cento).

⁵ Il costo del rischio – misurato dal rapporto tra rettifiche e ammontare medio dei crediti – è cresciuto da 75 a 96 punti base.

I costi operativi sono aumentati del 3,3 per cento, principalmente a causa di oneri non ricorrenti per il personale legati all'interruzione anticipata del rapporto di lavoro di dipendenti dei maggiori gruppi, in relazione al perfezionamento di operazioni di ristrutturazione. Al netto di queste spese i costi operativi si sono ridotti del 2 per cento. La flessione delle altre spese amministrative – connessa con le restrizioni ai movimenti delle persone imposte per il contenimento dei contagi – è stata più che compensata dagli oneri di integrazione dovuti sia all'operazione di consolidamento tra i gruppi Intesa Sanpaolo e UBI sia all'aumento delle contribuzioni ai fondi di risoluzione e agli schemi di garanzia dei depositi. La diminuzione delle imposte e gli utili derivanti dalla contabilizzazione dell'avviamento negativo originato dall'operazione di fusione hanno invece avuto un effetto positivo sulla redditività complessiva del sistema.

Per i gruppi significativi il ROE, al netto delle componenti straordinarie, si è ridotto dal 4,9 all'1,4 per cento; 3 banche hanno chiuso il bilancio in perdita e 10 intermediari su 11 hanno peggiorato la propria redditività nel confronto con l'anno precedente. Il ROE delle banche meno significative si è più che dimezzato, scendendo al 3,1 per cento; tra queste è diminuita la quota delle banche che hanno riportato risultati negativi (dal 15 al 9 per cento); quasi i due terzi hanno tuttavia peggiorato la propria redditività rispetto al 2019.

Nei prossimi trimestri l'andamento dei ricavi delle banche dipenderà dalla rapidità e dall'intensità della ripresa economica. Il principale rischio deriva dall'impatto di un possibile peggioramento della qualità del credito. La dinamica dei costi operativi potrà beneficiare del completamento delle operazioni di ristrutturazione avviate da alcuni intermediari, i cui oneri sono già stati sostenuti nell'anno. Le aspettative degli operatori di mercato indicano un recupero della redditività media, che rimarrebbe però su livelli inferiori a quelli del 2019: il ROE atteso per il 2021 è del 4,6 per cento per le banche italiane quotate e del 5,7 per le principali banche dell'area dell'euro.

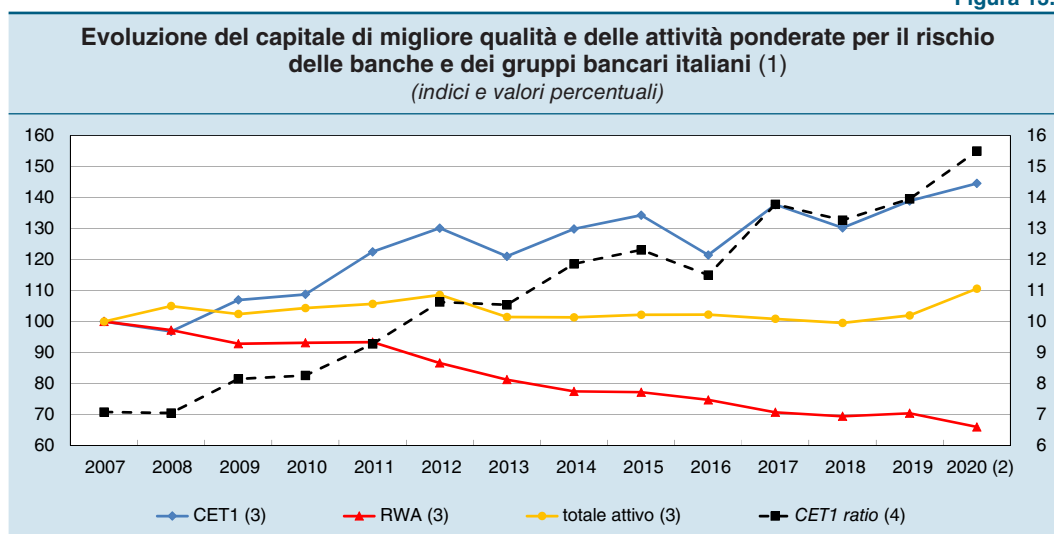
Il patrimonio. – Alla fine di dicembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche italiane era pari al 15,5 per cento delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA), 150 punti base in più rispetto alla fine del 2019. Il rafforzamento patrimoniale è stato il più rilevante dal 2007, dopo quello del 2017⁶ (fig. 13.7) e consente alle banche di affrontare da una posizione di maggiore solidità le conseguenze della crisi pandemica sulla qualità del credito che si manifesteranno verosimilmente nei prossimi mesi.

Il miglioramento, che ha interessato sia i gruppi significativi sia le banche meno significative, è da ricondurre per quasi due terzi alla riduzione degli RWA e per la restante parte all'aumento del CET1. Alla flessione delle attività ponderate hanno contribuito principalmente l'attuazione del programma di garanzie pubbliche⁷ e la ricomposizione delle attività di alcuni maggiori gruppi verso esposizioni meno rischiose. L'incremento del capitale ha beneficiato soprattutto degli effetti delle

⁶ Il miglioramento del 2017, di circa 230 punti base, è stato determinato in larga parte dall'operazione straordinaria di aumento di capitale perfezionata dal gruppo UniCredit.

⁷ I prestiti con garanzie pubbliche beneficiano di una ponderazione più contenuta, che ha permesso di ridurre il livello degli RWA.

Figura 13.7

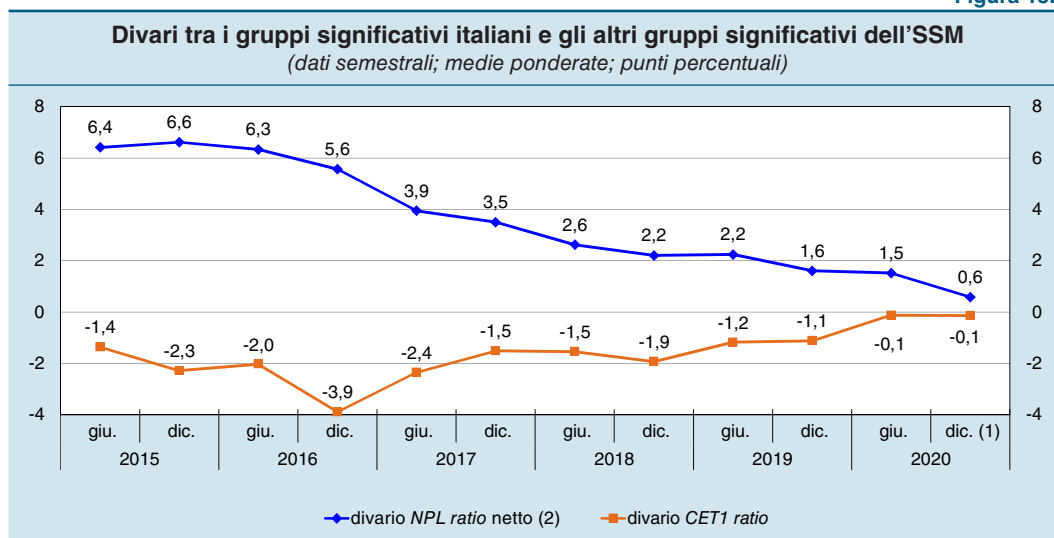


Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi. (1) Per capitale di migliore qualità si intende il *core tier 1* fino al 2013 e il CET1 per gli anni successivi. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Indice: 2007=100. – (4) Scala di destra.

raccomandazioni delle autorità di vigilanza di limitare la distribuzione dei dividendi relativi agli utili conseguiti nel 2019 e nel 2020⁸.

Alla fine dello scorso anno le banche italiane avevano un'eccedenza media del rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*CET1 ratio*) di oltre 6 punti percentuali rispetto al livello minimo regolamentare⁹; il

Figura 13.8



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate; BCE, *Supervisory banking statistics*. (1) Dati provvisori. – (2) L'*NPL ratio* netto è dato dal rapporto tra i crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPL) al netto delle rettifiche di valore e il totale dei finanziamenti.

⁸ Per maggiori dettagli, cfr. la sezione *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica* dell'Appendice.

⁹ Questo livello minimo è fissato a seguito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP) ed è espresso dalla somma tra i requisiti di primo e secondo pilastro, la riserva di conservazione del capitale e i buffer sistemici.

divario tra il livello medio di patrimonializzazione delle banche significative europee e italiane si era ridotto a 10 punti base (110 alla fine del 2019; fig. 13.8).

Gli altri intermediari creditizi e i confidi

Nel 2020 gli impieghi degli intermediari creditizi non bancari specializzati nella cessione del quinto dello stipendio o della pensione sono aumentati del 17 per cento, a 8 miliardi, mentre quelli degli intermediari specializzati nei restanti prestiti ai consumatori sono diminuiti del 2 per cento, a 27 miliardi¹⁰. Queste dinamiche hanno riflesso sia fattori di domanda, tra cui le ridotte esigenze di spesa e l'incremento del risparmio precauzionale, sia fattori di offerta, collegati con la minore esposizione del reddito da lavoro dipendente e da pensione agli effetti della crisi. Gli impieghi delle società di leasing e di factoring sono diminuiti del 5 per cento, a 80 miliardi, in linea con l'anno precedente.

Le moratorie e le misure di sostegno ai redditi delle famiglie e all'attività di impresa hanno attenuato gli effetti della pandemia sulla qualità del credito (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). L'incidenza dei finanziamenti deteriorati sul totale di quelli concessi dal complesso degli intermediari creditizi non bancari è scesa di 2,1 punti percentuali, al 5,9 per cento, al lordo delle rettifiche di valore. La ponderazione più contenuta di cui beneficiano i prestiti con garanzie pubbliche ha permesso, come per le banche, la riduzione degli RWA e ha favorito il rafforzamento patrimoniale. Il rapporto tra fondi propri e attività ponderate per il rischio è aumentato di 2 punti percentuali, al 15,5 per cento.

L'ammontare delle garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'albo unico è cresciuto del 9,7 per cento, a 7,7 miliardi, anche per effetto dei programmi di garanzie pubbliche varati dal Governo in risposta alla pandemia. Le posizioni deteriorate complessive sul totale delle garanzie rilasciate sono state pari al 24,5 per cento (dal 29,6 nel 2019). Il rapporto tra fondi propri e attività ponderate per il rischio è rimasto su livelli elevati, al 29,5 per cento.

Gli investitori istituzionali

La raccolta. – Nel 2020 gli investitori istituzionali italiani hanno registrato un deflusso netto di risorse pari a 44 milioni, a fronte di un afflusso netto di 21 miliardi nell'anno precedente (tav. 13.1 e fig. 13.9). Il calo è ascrivibile principalmente alle gestioni patrimoniali (-18,5 miliardi) e riflette il trasferimento all'estero di una parte del portafoglio gestito. Escludendo quest'ultima componente, la raccolta netta dell'industria del risparmio gestito è stata di circa 6,5 miliardi. La crisi legata all'emergenza sanitaria ha determinato un calo della raccolta delle assicurazioni e di quella dei fondi comuni aperti di diritto italiano, in parte compensato da un aumento

¹⁰ Gli intermediari specializzati nel credito al consumo (inclusi quelli attivi prevalentemente nella cessione del quinto) erogano complessivamente circa il 95 per cento del totale dei finanziamenti, finalizzati e non, concessi da società finanziarie a famiglie consumatrici per l'acquisto di beni e servizi (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2019	2020 (1)	2019	2020 (1)	Quote percentuali	
					2019	2020 (1)
Fondi comuni (2)	-4.316	5.389	339.365	345.611	14,9	14,5
Assicurazioni (3)	42.544	39.250	788.859	825.116	34,6	34,6
Fondi pensione (4)	4.236	4.802	185.354	197.922	8,1	8,3
Gestioni patrimoniali	-286	-18.515	968.758	1.012.879	42,4	42,5
Totale	42.178	30.926	2.282.336	2.381.528	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	20.709	-44	1.586.611	1.622.468	-	-
in percentuale del PIL	1,1	..	86,6	98,2	-	-
<i>per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (6)	18.060	31.479	832.093	899.570	-	-
<i>di cui:</i>						
di intermediari italiani	8.586	12.337	189.390	204.725	-	-

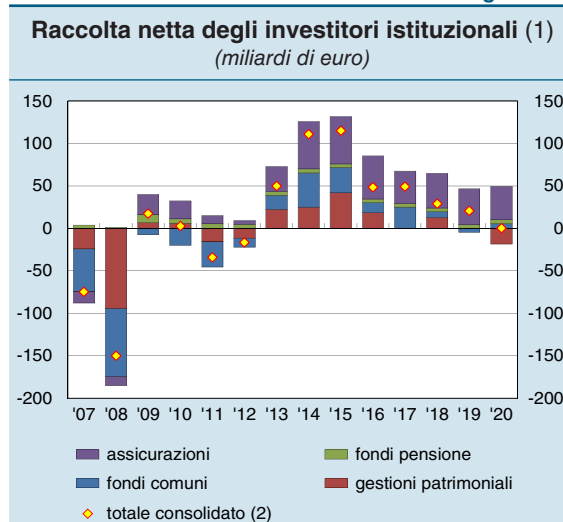
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.

(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, risorse destinate alle prestazioni. – (5) Al netto degli investimenti in organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle società di gestione del risparmio (SGR) e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti. – (6) Fondi di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani.

delle sottoscrizioni dei fondi comuni chiusi e, in misura minore, dei fondi pensione.

Il settore dei fondi comuni aperti di diritto italiano ha registrato riscatti netti per 5 miliardi¹¹. Analogamente a quanto avvenuto per i fondi domiciliati in altri paesi, i deflussi sono stati più accentuati nel primo trimestre, in concomitanza con la forte volatilità dei prezzi delle attività finanziarie e con la maggiore incertezza sugli effetti economici dell'emergenza sanitaria; si sono concentrati nei comparti più rischiosi ed esposti a mercati meno liquidi. Nella seconda metà dell'anno il miglioramento delle condizioni

Figura 13.9



Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip.

(1) I flussi sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali. Per i fondi comuni sono inclusi solo quelli italiani. Per il 2020, dati provvisori. – (2) Cfr. la nota (5) della tav. 13.1.

¹¹ Includendo i fondi di diritto estero gestiti da società di gestione del risparmio italiane, la raccolta netta dei fondi comuni aperti italiani nel 2020 è risultata nel complesso positiva (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

sui mercati finanziari ha favorito un ribilanciamento, con deflussi dal comparto misto (bilanciati e flessibili) verso comparti a più alto rendimento atteso come quello azionario. I fondi comuni monetari, che rappresentano solo lo 0,8 per cento del totale dei fondi aperti, hanno registrato sottoscrizioni nette positive, in controtendenza rispetto a quelle dei fondi monetari degli altri paesi che sono più esposti al mercato dei titoli privati.

La raccolta dei fondi comuni che rispettano i vincoli dei piani individuali di risparmio (PIR) è rimasta pressoché invariata. I riscatti delle quote di questi fondi sono stati contenuti per effetto della normativa fiscale, che incentiva i risparmiatori a detenere le quote per un periodo minimo di cinque anni. In risposta all'emergenza pandemica è stata introdotta nel 2020 una nuova tipologia di PIR (PIR alternativi) per favorire gli investimenti nel capitale di piccole e medie imprese italiane¹². La norma potrà promuovere lo sviluppo di fondi specializzati in titoli non quotati, quali i fondi di investimento a lungo termine (*European long-term investment funds*, ELTIF) e i fondi di private equity e di venture capital. Alla fine dell'anno erano stati autorizzati sei fondi che rispettavano i requisiti previsti dalla normativa.

I fondi chiusi mobiliari hanno raccolto risorse per 3 miliardi, pari a circa l'11 per cento del patrimonio gestito, principalmente nella seconda parte dell'anno. La crescita ha riguardato soprattutto i fondi che investono nel capitale di rischio delle imprese (private equity) e quelli specializzati nell'erogazione diretta di finanziamenti o nell'acquisto di crediti originati da altri intermediari.

È proseguita la fase di espansione dei fondi immobiliari italiani, che hanno raccolto risorse per 7 miliardi, in prevalenza nel secondo semestre dell'anno. La crescita ha riguardato esclusivamente i fondi riservati a investitori professionali ed è stata sostenuta principalmente da quelli italiani, mentre sono diminuiti gli investimenti dall'estero. Negli ultimi cinque anni la raccolta dei fondi chiusi immobiliari di diritto italiano è stata di circa 30 miliardi, oltre il 40 per cento del patrimonio gestito alla fine del 2020; gli investimenti si sono concentrati a Milano e a Roma.

La raccolta netta delle assicurazioni è stata pari a 39 miliardi, in calo rispetto al 2019 (43 miliardi). Una quota rilevante è attribuibile, come in passato, al canale bancario (cfr. il riquadro: *Gli accordi commerciali e le partecipazioni azionarie tra banche e assicurazioni in Italia*). Il flusso di nuove risorse è diminuito nel ramo vita, a 25 miliardi, ed è leggermente aumentato nel ramo danni, a 14 miliardi (erano 30 e 13 miliardi rispettivamente nel 2019). La flessione nel ramo vita è riconducibile ai rischi derivanti dal perdurare dei bassi tassi di interesse¹³, che limita la capacità delle compagnie di offrire garanzie sul rendimento minimo (cfr. il riquadro: *Gli effetti dei bassi tassi di interesse sulle compagnie italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2019). L'aumento nel ramo danni deriva anche dal calo dei sinistri sulle polizze RC auto,

¹² Il DL 34/2020 (decreto "rilancio") ha esteso i benefici fiscali previsti dalla normativa sui PIR ordinari ai piani di risparmio che investano almeno il 70 per cento del valore complessivo degli attivi in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da società non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap di Borsa Italiana o in indici equivalenti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020).

¹³ L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) ha sensibilizzato il mercato sulle vulnerabilità che il contesto di bassi tassi di interesse produce nel settore assicurativo, sollecitando l'adozione di misure per monitorarne e contenerne gli effetti negativi (cfr. sul sito dell'EIOPA: *Supervisory statement on the impact of the ultra-low/negative interest rate environment*).

registrato a seguito delle restrizioni alla mobilità imposte per fare fronte all'emergenza sanitaria. Le sottoscrizioni lorde di polizze del ramo I (quelle con rendimenti minimi garantiti) sono scese del 10 per cento, a 66 miliardi, mentre quelle del ramo III (unit linked e index linked, per le quali il rischio di investimento ricade del tutto o in parte sui contraenti) sono cresciute del 6 per cento, a 30 miliardi.

GLI ACCORDI COMMERCIALI E LE PARTECIPAZIONI AZIONARIE TRA BANCHE E ASSICURAZIONI IN ITALIA

Dalla fine degli anni ottanta è progressivamente aumentata l'integrazione tra le operazioni delle banche e le operazioni delle compagnie di assicurazione. Ciò ha risposto all'esigenza di favorire l'investimento della clientela in prodotti alternativi a quelli bancari. Per entrambe le categorie di intermediari una maggiore cooperazione rappresenta un'opportunità per sfruttare sinergie di costo, incrementare la gamma dei prodotti offerti e raggiungere una clientela più ampia. Una crescente collaborazione tra banche e assicurazioni può anche determinare tuttavia l'emergere di nuovi rischi derivanti ad esempio dalla maggiore complessità organizzativa e dal contagio finanziario tra gli intermediari coinvolti, riducendo i benefici associati alla cooperazione¹.

In Italia, come negli altri maggiori paesi europei², la cooperazione tra banche e assicurazioni è rilevante sia in termini di accordi commerciali per la distribuzione di prodotti assicurativi attraverso la rete degli sportelli bancari, sia in termini di partecipazione delle banche nel capitale delle assicurazioni. Le partecipazioni delle compagnie assicurative nel capitale degli intermediari creditizi sono invece poco rilevanti e riguardano un numero limitato di banche.

Nel 2019 (ultimo anno per il quale sono al momento disponibili informazioni complete) la raccolta delle compagnie assicurative attraverso il canale bancario è stata pari al 35 per cento del totale, una quota solo leggermente inferiore a quella riconducibile alle agenzie assicurative (37 per cento)³. Negli ultimi 15 anni i premi raccolti presso gli sportelli bancari nel ramo vita sono passati da 39 a 47 miliardi (figura, pannello a; 44 per cento del totale), con ampie variazioni legate all'andamento dei mercati finanziari; nel ramo danni questa forma di raccolta è cresciuta in misura più accentuata, da 0,5 a 2,4 miliardi, pur rimanendo su livelli relativamente contenuti (7 per cento del totale)⁴.

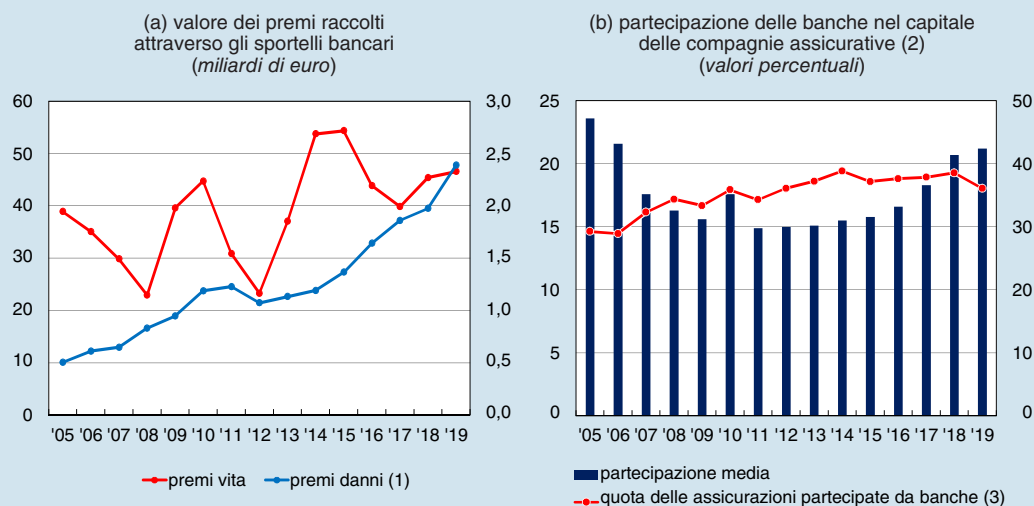
¹ La letteratura accademica mostra che una maggiore collaborazione generalmente si associa a sostanziali benefici per gli intermediari coinvolti, soprattutto in termini di redditività, mentre non è correlata a un notevole aumento della rischiosità. Per ulteriori dettagli, cfr. N. Genetay e P. Molyneux, *Bancassurance*, Palgrave Macmillan, 1998; J.F. Slijkerman, D. Shoenmaker e C.G. de Vries, *Systemic risk and diversification across European banks and insurers*, "Journal of Banking & Finance", 37, 3, 2013, pp. 773-785.

² EIOPA, *Insurance distribution directive. Evaluation of the structure of insurance intermediaries markets in Europe*, dicembre 2018.

³ La parte restante dei premi è raccolta tramite gli sportelli postali (13 per cento), i promotori finanziari (10 per cento), i broker e la raccolta diretta effettuata dalle compagnie (5 per cento).

⁴ Per il ramo vita, tra il 2005 e il 2012 la quota dei premi raccolti attraverso il canale bancario si è ridotta in misura considerevole (dal 53 al 34 per cento), per poi tornare a crescere negli anni successivi. Per il ramo danni la raccolta mediante gli sportelli bancari è invece progressivamente aumentata nell'intero periodo esaminato, passando dall'1,4 per cento del 2005 al 7,0 del 2019.

Accordi commerciali e partecipazioni azionarie tra banche e assicurazioni italiane tra il 2005 e il 2019



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Ivass.

(1) Scala di destra. – (2) Per ogni anno la media è calcolata escludendo le assicurazioni che non sono partecipate da una banca. – (3) Numero di compagnie assicurative partecipate da banche in rapporto al totale delle compagnie attive in Italia. Scala di destra.

Per le compagnie partecipate da banche, la quota media di capitale detenuta dagli intermediari creditizi è di poco superiore al 20 per cento; questa percentuale si è ridotta in concomitanza con le recenti crisi finanziarie e ha ripreso ad aumentare dal 2013, raggiungendo nel 2019 un valore analogo a quelli osservati nel biennio 2005-06 (figura, pannello b). Alla fine del 2019 le banche italiane che detenevano una partecipazione nel capitale di una o più compagnie assicurative italiane erano 29 e rappresentavano circa l'81 per cento degli attivi del settore bancario⁵. Il legame partecipativo si associa generalmente a un più elevato ricorso al collocamento dei prodotti assicurativi attraverso il canale bancario⁶.

Le banche con maggiori legami commerciali o partecipativi con le compagnie assicurative sono mediamente più grandi e con un più alto grado di diversificazione delle fonti di ricavo. Le controparti assicurative tendono a specializzarsi nelle tipologie di polizze che le banche riescono a collocare con più facilità: i prodotti vita (soprattutto unit linked e index linked), che consentono agli intermediari creditizi di ampliare l'offerta di prodotti di risparmio, e le polizze danni diverse dalla RC auto obbligatoria, che sono spesso abbinata all'erogazione dei prestiti. Una maggiore cooperazione si associa in media a una redditività più elevata per entrambe le categorie di intermediari.

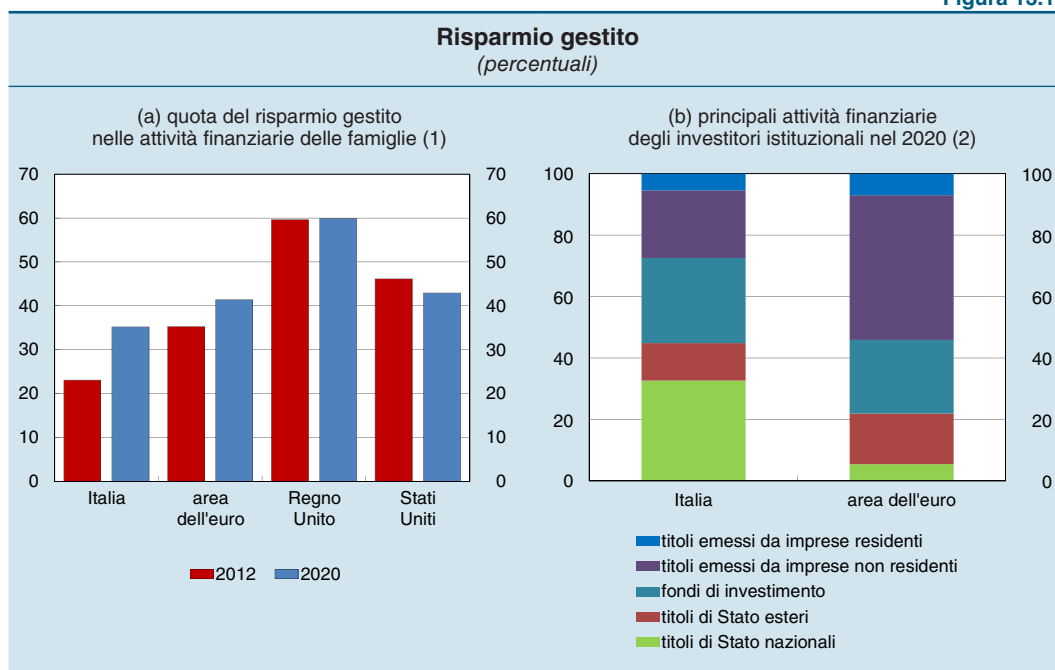
⁵ Le compagnie partecipate da banche erano 35 e raccoglievano circa il 40 per cento dei premi dell'industria assicurativa italiana. Tra queste, 8 erano joint venture, ossia compagnie partecipate in misura rilevante sia da una banca sia da un'assicurazione, e 8 erano partecipate da intermediari creditizi per una quota superiore al 50 per cento.

⁶ Le compagnie assicurative controllate da banche raccolgono la quasi totalità dei premi attraverso gli sportelli bancari e i promotori finanziari spesso collegati alla rete bancaria. Per le banche la quantità di prodotti assicurativi distribuiti è inoltre correlata positivamente con la quota detenuta nel capitale delle assicurazioni.

Il patrimonio. – Il patrimonio gestito dagli investitori istituzionali è aumentato, nonostante la raccolta netta lievemente negativa, per effetto della ripresa dei prezzi delle attività sui principali mercati finanziari nella seconda parte dell'anno.

La quota delle attività finanziarie delle famiglie italiane gestite dagli investitori istituzionali ha raggiunto il 35,2 per cento (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*), un valore superiore di circa 12 punti percentuali rispetto a quello della fine del 2012. Questa quota resta inferiore alla media dei paesi dell'area dell'euro e a quelle del Regno Unito e degli Stati Uniti, principalmente per la minore incidenza delle attività finanziarie affidate alla gestione dei fondi pensione (fig. 13.10.a).

Figura 13.10



Fonte: per il pannello (a), Banca d'Italia, BCE e Federal Reserve; per il pannello (b), BCE.

(1) Per l'Italia, il dato sul risparmio gestito include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative, escluso il TFR. L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 19. Per gli Stati Uniti, il dato sui fondi pensione è relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali; sono esclusi i piani pensionistici federali. Sono inclusi i fondi esteri detenuti da residenti. – (2) Sono escluse le gestioni patrimoniali; nei dati sull'area dell'euro è stata esclusa l'Italia.

Si è ridotto il peso degli investimenti in azioni e in obbligazioni emesse da imprese residenti, al 5,4 per cento (era pari al 6,0 alla fine del 2019), a fronte di un aumento dei titoli pubblici esteri, in linea con gli andamenti dell'area dell'euro, e dei fondi di investimento. La quota investita in titoli pubblici italiani è ulteriormente diminuita di 2 punti percentuali, al 32,7 per cento, un valore comunque elevato rispetto alla media dell'area (fig. 13.10.b).

La redditività. – Nel 2020 gli utili delle società di gestione del risparmio sono scesi del 7 per cento nel confronto con l'anno precedente. La contrazione delle commissioni nette è stata solo parzialmente compensata dalla riduzione dei costi operativi. Il rapporto fra il patrimonio di vigilanza e il requisito patrimoniale si mantiene complessivamente stabile su livelli elevati (8,7 per cento).

Il ROE delle compagnie assicurative è stato del 12 per cento circa, in lieve diminuzione rispetto al 2019; nel settore vita è risultato pari all'11 per cento, in calo di oltre 3 punti percentuali per effetto della flessione della raccolta premi, solo in parte compensata dall'incremento di valore degli attivi. Il ROE nel ramo danni è invece aumentato di 3 punti, al 12 per cento; la maggiore redditività beneficia della riduzione del rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza (*combined ratio*), dovuta anche agli effetti che le misure restrittive per fare fronte all'emergenza sanitaria hanno avuto sugli oneri per sinistri (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2020 le condizioni dei mercati finanziari italiani, dopo il marcato peggioramento tra la fine di febbraio e la metà di marzo (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari* nella *Relazione annuale* sul 2019), sono progressivamente migliorate grazie agli interventi dell'Eurosistema e alle aspettative favorevoli suscitate dai provvedimenti delle autorità fiscali nazionali ed europee, in particolare dal raggiungimento dell'accordo sulla *Next Generation EU*. Nonostante il nuovo aumento dei contagi, il miglioramento è proseguito anche in autunno, favorito dalle notizie sull'efficacia dei vaccini e dal venire meno dell'incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali statunitensi.

Le emissioni nette di titoli di Stato italiani, quasi triplicate rispetto all'anno precedente, sono state assorbite agevolmente dall'ampia domanda in asta. Gli acquisti sul mercato secondario condotti dall'Eurosistema per finalità di politica monetaria sono stati ingenti: alla fine del 2020, la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è salita al 25,8 per cento del totale. Nel complesso dell'anno il premio per il rischio sovrano e i rendimenti dei titoli di Stato italiani, nonostante il brusco e temporaneo aumento in primavera, sono diminuiti; si sono ridotti i costi di finanziamento delle banche e delle imprese.

Le quotazioni azionarie hanno recuperato gran parte delle perdite che avevano caratterizzato la fase più acuta dell'emergenza sanitaria. L'andamento è stato tuttavia molto diverso tra comparti a causa dell'impatto eterogeneo della pandemia sui settori dell'economia.

Nei primi mesi del 2021 le condizioni dei mercati finanziari italiani hanno continuato a beneficiare delle misure adottate dalla BCE e delle politiche di bilancio espansive; le aspettative favorevoli suscitate dal procedere delle campagne vaccinali hanno controbilanciato gli effetti negativi dell'aumento dei contagi. Le prospettive, come nel resto dell'area dell'euro, continuano a dipendere molto dall'evoluzione della pandemia.

I mercati monetari e dei titoli pubblici

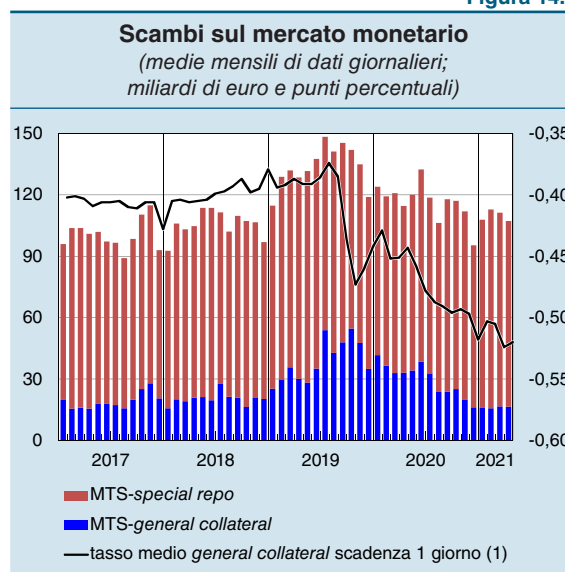
Il mercato monetario. – Nel 2020 l'abbondante liquidità immessa dall'Eurosistema in risposta all'epidemia ha favorito il mantenimento di condizioni di mercato distese.

Sulla piattaforma MTS gli scambi dei pronti contro termine su titoli di Stato sono rimasti elevati, anche se lievemente ridotti rispetto al 2019, collocandosi nella media del 2020 a 116,6 miliardi giornalieri (-13 per cento sul 2019; fig. 14.1). La diminuzione ha interessato soprattutto il segmento *general collateral* (-23 per cento), meno utilizzato dagli intermediari per la redistribuzione della liquidità in circolazione; in misura minore quello *special repo* (-9 per cento).

I tassi di interesse dei pronti contro termine a brevissima scadenza sui titoli di Stato italiani sono diminuiti gradualmente, portandosi su livelli prossimi al tasso sui depositi presso l'Eurosistema. La flessione, che ha rispecchiato la maggiore propensione degli operatori esteri ad accettare titoli di Stato italiani come collaterale, è proseguita nel primo trimestre del 2021.

Nell'aprile 2020 è stato avviato il nuovo mercato non collateralizzato dei depositi interbancari MTS depo, su cui gli intermediari possono scambiare la liquidità. Il mercato sostituisce quello precedente, gestito da e-MID SIM. Nonostante il numero crescente di partecipanti alla nuova piattaforma, le negoziazioni restano contenute, in un contesto di ampia liquidità fornita dagli interventi dell'autorità monetaria.

Figura 14.1



Fonte: elaborazioni su dati MTS.
(1) Scala di destra. Ultimo dato disponibile: 30 aprile 2021.

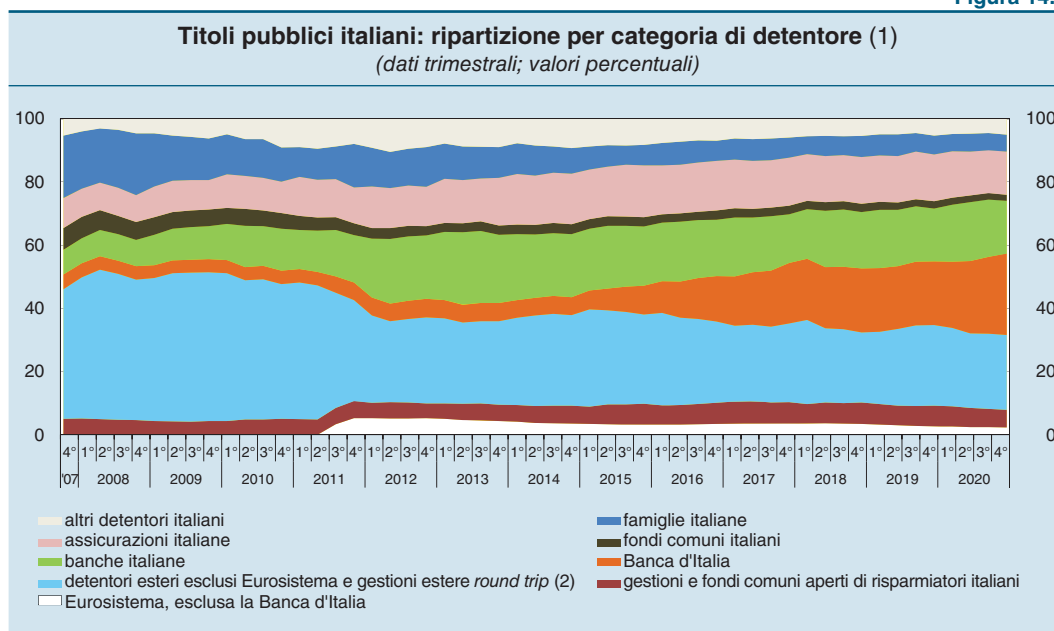
L'offerta e la domanda di titoli pubblici. – Nel 2020 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono quasi triplicate rispetto all'anno precedente, da 50 a 145 miliardi di euro, riflettendo sia l'aumento del fabbisogno generato dagli interventi di politica di bilancio a contrasto della pandemia, sia l'incremento da parte del Tesoro delle disponibilità liquide detenute (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). La vita media residua dei titoli di Stato è salita lievemente (a 6,9 anni, da 6,7 nel 2019), grazie alla maggiore durata media dei titoli di nuova emissione. L'ammontare dei titoli di Stato in scadenza nel 2021 è di circa 390 miliardi (250 tra giugno e dicembre).

Nel corso del 2020 l'attività di collocamento sul mercato primario è proseguita agevolmente. La domanda è stata di gran lunga superiore all'offerta e il loro rapporto (*cover ratio*) è stato in media oltre 1,5. L'attività di emissione è proceduta con regolarità anche nei primi mesi del 2021, con l'ordinato collocamento di volumi maggiori rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente.

A fronte di una contrazione delle quote detenute dagli altri investitori, la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia nel 2020, che rappresenta oltre il 90 per cento di quella dell'intero Eurosistema, è salita al 25,8 per cento (20,1 nel 2019; fig. 14.2); l'aumento è riconducibile soprattutto agli ingenti acquisti netti effettuati nell'ambito delle nuove misure di politica monetaria stabilite dal Consiglio direttivo della BCE nel marzo dell'anno scorso (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*).

La quota di titoli nei portafogli delle compagnie di assicurazione italiane si è ridotta di oltre un punto, al 13,7 per cento. Si sono lievemente contratte anche le quote dei fondi comuni di diritto italiano, delle famiglie e delle banche (all'1,9, al 5,3 e al 16,7 per cento, rispettivamente). Queste ultime, come in precedenti periodi

Figura 14.2



Fonte: Banca d'Italia e stime basate su dati Assogestioni e BCE.

(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. Ultimo dato disponibile: 4° trimestre del 2020. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosystem (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

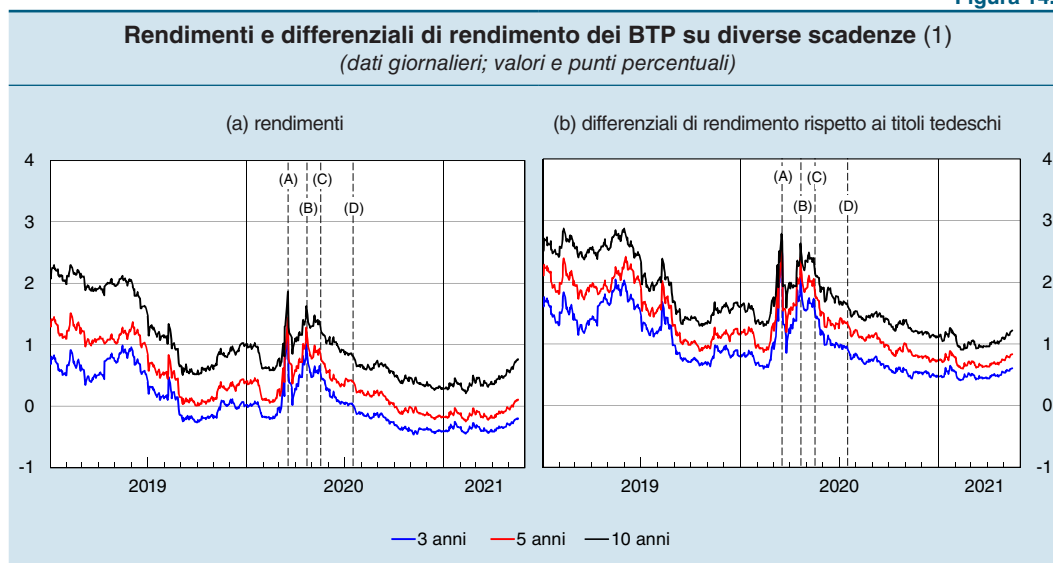
di tensione, hanno operato una strategia di investimento cosiddetta *contrarian*, effettuando acquisti netti nel primo semestre in coincidenza con le turbolenze di mercato e successivamente rivendendo parte dei titoli in condizioni di mercato più distese (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

Nella prima metà del 2020 le tensioni sono state accompagnate da consistenti vendite nette di titoli di Stato italiani da parte degli investitori esteri; esse si sono arrestate nel secondo semestre (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020 e il capitolo 10: *L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti*). Tra l'inizio e la fine dell'anno la quota di titoli detenuti da investitori esteri è diminuita di oltre 3 punti percentuali, al 31,6 per cento; secondo nostre stime – al netto dei titoli detenuti sia dall'Eurosystem (esclusa la Banca d'Italia), sia da gestioni patrimoniali e da fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani – tale quota sarebbe scesa di 2 punti, al 23,7 per cento.

Nei primi tre mesi del 2021 la quota di titoli detenuta dalla Banca d'Italia è ulteriormente aumentata (di 0,7 punti percentuali, al 26,5 per cento), mentre quella detenuta da investitori esteri è scesa, seppure lievemente (di 0,2 punti, al 31,4 per cento).

I rendimenti dei titoli pubblici. – Nell'insieme del 2020 il rendimento dei titoli di Stato sulla scadenza decennale è diminuito di 87 punti base, portandosi allo 0,54 per cento (fig. 14.3.a); riduzioni più contenute hanno interessato le scadenze a breve e a medio termine (51 e 69 punti base su quelle a 3 e 5 anni, a -0,29 e -0,01 per cento, rispettivamente). Il differenziale di rendimento sulla scadenza decennale rispetto al corrispondente titolo tedesco è sceso a circa 110 punti base (da 160 alla fine del 2019; fig. 14.3.b).

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Le linee verticali nere tratteggiate indicano: (A) l'annuncio del PEPP (18 marzo 2020); (B) l'annuncio dei nuovi criteri di idoneità delle garanzie (22 aprile 2020); (C) l'annuncio della proposta franco-tedesca di un fondo per la ripresa economica (18 maggio 2020); (D) la ratifica del programma *Next Generation EU* da parte del Consiglio europeo (17 luglio 2020).

La dinamica dei rendimenti ha seguito due fasi. Tra la metà di febbraio e la fine della seconda decade di marzo del 2020 l'aumento dell'avversione al rischio, il deterioramento delle condizioni di liquidità e i timori per le prospettive economiche hanno spinto al rialzo i premi per il rischio sovrano e i rendimenti dei titoli di Stato, in Italia e in gran parte dei paesi dell'area dell'euro.

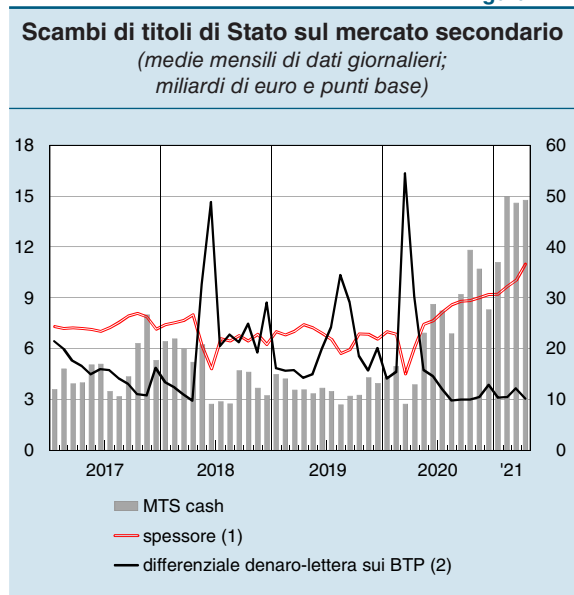
Alla stabilizzazione delle condizioni di mercato hanno concorso le decisioni del Consiglio direttivo della BCE in marzo e aprile, in particolare l'annuncio del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) il 18 marzo 2020, dopo il quale si è osservato un sensibile calo della volatilità e un miglioramento della liquidità dei mercati (cfr. il riquadro: *Il PEPP e la stabilizzazione dei mercati finanziari* del capitolo 3). A metà maggio ulteriori interventi delle autorità monetarie e fiscali e l'attenuazione delle restrizioni per il contenimento dei contagi hanno portato a forti riduzioni dei rendimenti e dei relativi differenziali; questa dinamica si è accentuata nei mesi successivi, soprattutto grazie alle aspettative favorevoli suscitate dall'accordo sulla *Next Generation EU* raggiunto dal Consiglio europeo in luglio. In autunno gli annunci sull'efficacia dei vaccini, l'ulteriore sostegno monetario e di bilancio e l'attenuarsi dell'incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali statunitensi hanno favorito una nuova discesa del premio per il rischio sovrano e una conseguente riduzione dei tassi.

Nei primi cinque mesi del 2021 i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono rimasti contenuti: la spinta proveniente dal rialzo dei tassi sui titoli di Stato statunitensi è stata contrastata da una riduzione del premio per il rischio sovrano italiano all'inizio di febbraio e successivamente dalle decisioni prese dal Consiglio direttivo della BCE (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). Alla fine della seconda decade di maggio il differenziale di rendimento sulla durata decennale si collocava intorno ai 123 punti base, il rendimento del titolo di Stato di pari scadenza all'1,12 per cento.

Gli scambi dei titoli pubblici sul mercato secondario. – A marzo del 2020, nella fase più acuta dell'emergenza sanitaria, la maggiore incertezza degli operatori e l'aumento del premio per il rischio di credito hanno favorito episodi di significativa riduzione della liquidità relativa ai titoli di Stato italiani negoziati sul mercato a pronti MTS cash.

Dal secondo trimestre del 2020 si è osservata una crescente attività dei *market makers*, dovuta sia alla maggiore offerta sul mercato primario, sia agli acquisti dell'Eurosistema di titoli di Stato italiani. Questi fattori hanno favorito un miglioramento delle condizioni di liquidità sul mercato secondario; il differenziale denaro-lettera si è gradualmente ristretto intorno ai 10 punti base e le quantità giornaliere quotate hanno raggiunto i 9 miliardi. Gli scambi sul mercato MTS cash hanno toccato nuovi massimi storici, collocandosi nella media del 2020 a 7,2 miliardi giornalieri, circa il doppio di quelli del 2019. La crescita delle contrattazioni è proseguita nel primo quadrimestre del 2021 (fig. 14.4).

Figura 14.4



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

(1) Lo spessore è calcolato come media giornaliera della semisomma delle quantità di titoli BTP, in acquisto e in vendita, proposte dai *market makers* nelle prime 5 migliori quotazioni in pagina. – (2) Scala di destra.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel corso del 2020 le imprese italiane, incoraggiate dai minori costi di raccolta e dagli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema, hanno aumentato il loro ricorso al mercato obbligazionario; i collocamenti lordi di titoli con durata all'emissione superiore all'anno sono cresciuti rispetto al 2019 (23 miliardi, contro 21), a fronte di una diminuzione dei rimborsi (15 miliardi, da 25). Le emissioni nette sono tornate positive, in controtendenza con quanto osservato negli ultimi anni (tav. 14.1). In rapporto al PIL, la consistenza di obbligazioni emesse dalle imprese è leggermente aumentata (al 9 per cento, dall'8 nella media degli ultimi tre anni), anche per effetto della contrazione dell'attività economica nell'anno, rimanendo tuttavia su un livello inferiore a quello medio dell'area dell'euro (13 per cento).

Le banche italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni, per un ammontare pari a 19 miliardi (2 nel 2019; tav. 14.1), soprattutto a seguito di una forte diminuzione dei collocamenti lordi (68 miliardi nel 2020, da 88 nel 2019), che ha interessato in particolar modo i titoli non garantiti. Alla fine dell'anno la consistenza di obbligazioni emesse dalle banche era pari al 26 per cento del PIL, al di sotto della media dell'area dell'euro (34 per cento).

Nel primo trimestre del 2021 sono aumentati sia i collocamenti lordi sia, in misura minore, i rimborsi di obbligazioni da parte delle società non finanziarie rispetto

Tavola 14.1

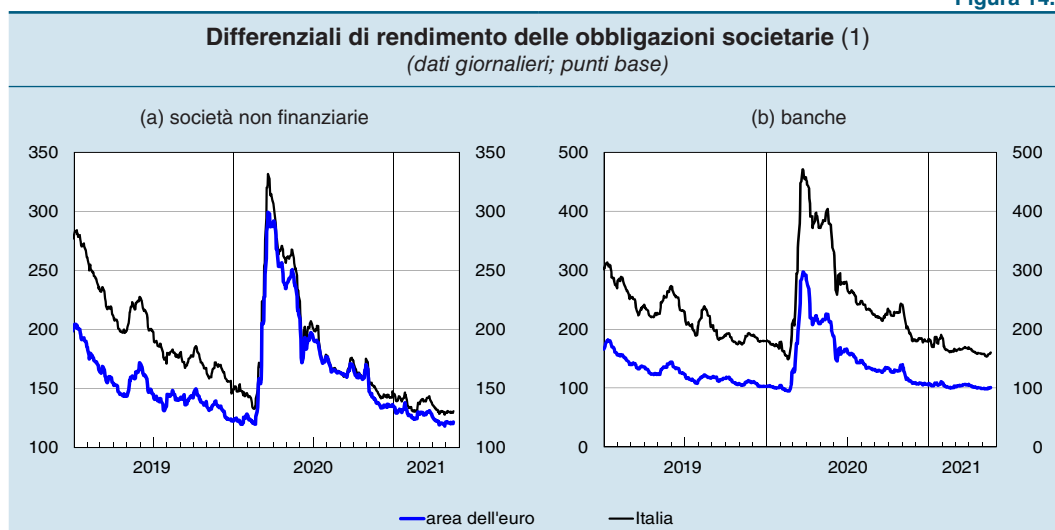
Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2020
Banche	-29.516	-2.048	-19.360	450.984	447.274	424.195	26
Altre società finanziarie (3)	15.554	25.762	5.602	220.607	245.497	249.874	15
Società non finanziarie	-4.548	-3.569	7.760	140.146	136.646	142.941	9
Totale	-18.510	20.145	-5.998	811.737	829.417	817.010	50

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, emesse da società residenti in Italia e appartenenti al settore indicato. La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Le consistenze e i relativi flussi includono le obbligazioni emesse e riacquistate. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Include le imprese di assicurazione, gli altri intermediari finanziari, gli ausiliari finanziari, i prestatori di fondi e le istituzioni finanziarie captive.

al periodo corrispondente del 2020; le emissioni nette sono state positive (6,3 miliardi, -3,5 nel 2020). Le emissioni lorde di obbligazioni bancarie sono invece scese, seppure in maniera meno pronunciata della diminuzione dei rimborsi; i collocamenti netti sono stati negativi (-5,2 miliardi, -14,5 nel 2020).

Idifferenziali di rendimento. – Nel primo trimestre del 2020 i costi di finanziamento delle imprese italiane sono saliti considerevolmente a causa dell'ampliamento del premio per il rischio di credito, in un contesto di ricomposizione dei portafogli degli operatori verso le attività ritenute più sicure. L'allargamento dello spread tra il rendimento medio delle obbligazioni delle imprese italiane e quello di un titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi) è stato analogo a quanto osservato, in media, nel complesso dell'area dell'euro (fig. 14.5.a).

Figura 14.5



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Differenziali di rendimento tra obbligazioni denominate in euro e il titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi), corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option adjusted spread*) e ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli delle società.

Nei trimestri successivi le condizioni di finanziamento delle imprese italiane sono migliorate, beneficiando in particolare dell'avvio del PEPP, nel cui ambito vengono acquistati anche titoli obbligazionari emessi dal settore non finanziario. La riduzione del costo della raccolta obbligazionaria ha interessato in particolare i settori delle telecomunicazioni e dei trasporti, grazie alla ripresa dell'attività economica, e gli emittenti con minore merito di credito. Alla fine del 2020 i differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse dalle imprese sono tornati su livelli in linea con quelli precedenti l'inizio della pandemia, per poi scendere ulteriormente nei primi cinque mesi del 2021.

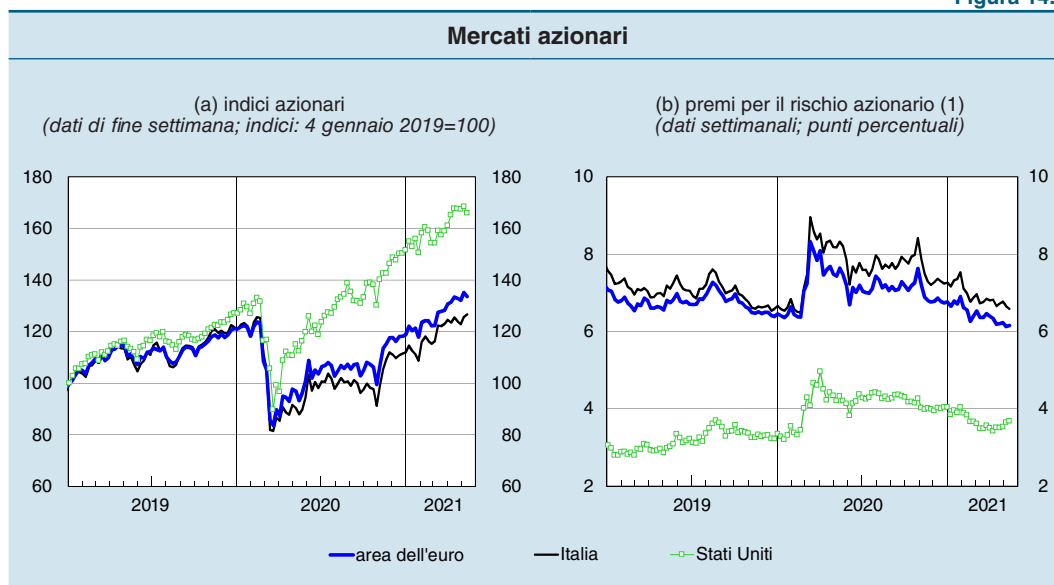
Nel primo trimestre del 2020 il premio per il rischio di credito delle banche italiane, misurato sia dai differenziali di rendimento delle obbligazioni sia dai premi sui credit default swap (CDS), è cresciuto più di quello delle banche dell'area dell'euro (fig. 14.5.b). La maggiore compensazione richiesta dagli investitori è dipesa dal peggioramento atteso della qualità del credito.

Dopo la fase più acuta della crisi pandemica gli spread obbligazionari delle banche italiane sono scesi sensibilmente, ritornando alla fine di maggio del 2021 su livelli prossimi a quelli osservati prima dell'emergenza sanitaria. In un contesto di marcata riduzione dell'avversione al rischio degli investitori, la diminuzione dei differenziali di rendimento è stata superiore in media per le banche italiane rispetto a quelle dell'area dell'euro; vi ha contribuito in particolar modo il rafforzamento patrimoniale degli intermediari italiani.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie. – Nel 2020 l'indice del mercato azionario italiano è sceso, penalizzato dall'incertezza sull'evoluzione dell'epidemia e dai suoi

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Per i 3 indici azionari Datastream (*Italy Total Market* per l'Italia, *EMU Total Market* per l'area dell'euro e *US Total Market* per gli Stati Uniti) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali privi di rischio indicizzati all'inflazione – *treasury inflation-protected securities* (TIPS) per gli Stati Uniti e titoli *inflation-linked* tedeschi per l'Italia e l'area dell'euro – ricavando una stima del premio per il rischio azionario.

effetti recessivi sull'attività economica. L'indice generale di borsa è diminuito del 7 per cento, a fronte di una flessione dell'1 per cento nella media dell'area dell'euro (fig. 14.6.a). Il settore finanziario e quello energetico sono tra i comparti che hanno maggiormente risentito della crisi, in quanto più penalizzati dalla contrazione economica e dal calo della domanda (cfr. il riquadro: *Le quotazioni azionarie nei diversi comparti durante la pandemia*).

LE QUOTAZIONI AZIONARIE NEI DIVERSI COMPARTI DURANTE LA PANDEMIA

L'indice generale della borsa italiana ha subito un forte calo nelle settimane immediatamente successive l'inizio dell'emergenza sanitaria (circa il 40 per cento tra il 21 febbraio e il 18 marzo), ma ha recuperato gran parte delle perdite nei mesi seguenti. Gli utili per azione realizzati si sono nettamente ridotti, risultando alla fine del 2020 più bassi del 45 per cento rispetto all'anno precedente.

L'andamento delle quotazioni è stato differenziato tra comparti azionari (tavola), riflettendo l'impatto eterogeneo della pandemia e delle misure restrittive su domanda e attività produttiva dei singoli settori.

Nell'insieme del 2020 i corsi azionari hanno avuto una contrazione particolarmente accentuata nei settori energetico (-32 per cento) e finanziario (-21 per cento), generalmente più esposti all'andamento del ciclo economico; nel comparto energetico ha pesato anche la volatilità del prezzo del petrolio, sensibilmente diminuito nel primo quadrimestre dell'anno. I due settori rappresentano insieme circa

Tavola

Variazioni degli indici azionari settoriali nel 2020
(valori percentuali)

SETTORI	Italia			Area dell'euro			Stati Uniti		
	Variazione prezzi (1)	Variazione utili (2)	Peso del settore (3)	Variazione prezzi (1)	Variazione utili (2)	Peso del settore (3)	Variazione prezzi (1)	Variazione utili (2)	Peso del settore (3)
Energia	-32	-102	13	-22	-73	6	-37	-104	3
Materiali di base	-29	-58	1	7	-22	7	17	-17	2
Servizi al consumo	-27	-156	1	2	-62	5	31	-31	10
Finanza	-21	-32	29	-16	-40	21	-2	-20	38
Telecomunicazioni	-19	-39	2	-10	-16	4	-11	-9	2
Industria	-4	-63	12	3	-43	17	17	-13	9
Pubblica utilità	10	5	20	12	-4	7	-4	-1	2
Beni di consumo	13	-77	15	5	-68	16	29	-3	6
Tecnologia	27	-4	5	18	-1	10	44	7	18
Sanitario	29	9	2	-6	-7	8	10	2	9
Totale indice	-7	-45	100	-1	-39	100	18	-10	100

Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Variazioni percentuali dei prezzi degli indici FTSE Italia All Share, FTSE Eurobloc, FTSE Stati Uniti per l'Italia, l'area dell'euro e gli Stati Uniti, rispettivamente, tra il 31 dicembre 2019 e il 31 dicembre 2020. – (2) Variazioni percentuali degli utili per azione tra il 31 dicembre 2019 e il 31 dicembre 2020. – (3) Peso percentuale di ciascun settore al 31 dicembre 2019 sul totale della capitalizzazione degli indici.

il 40 per cento della capitalizzazione totale dell'indice della borsa italiana. Relativamente contenuta è invece la capitalizzazione degli altri settori che hanno visto riduzioni considerevoli delle quotazioni: materiali di base, servizi al consumo (su cui ha pesato in particolare il calo del turismo e delle attività ricreative) e telecomunicazioni (-29, -27 e -19 per cento, rispettivamente). Una diminuzione, sebbene più lieve, ha interessato anche l'industria.

Tra i settori con un peso rilevante sul totale della capitalizzazione di borsa, hanno segnato andamenti positivi il comparto dei beni di consumo (in particolare i beni alimentari, 13 per cento) e quello dei servizi di pubblica utilità (10 per cento): entrambi hanno beneficiato della tenuta della domanda dei loro prodotti durante la pandemia. La crescita delle quotazioni è stata cospicua anche nel settore sanitario (29 per cento), che ha tuttavia un peso modesto, e in quello tecnologico (27 per cento).

La flessione dell'indice della borsa italiana nel 2020 è stata maggiore rispetto alla media dell'area dell'euro. A questa dinamica ha contribuito anche la diversa composizione dell'indice generale: si può valutare che, a parità di composizione, il calo del nostro indice sarebbe stato all'incirca del 3 per cento. Particolare rilevanza hanno rivestito l'elevato peso dei comparti energetico e finanziario, nonché la modesta capitalizzazione nel nostro paese del settore tecnologico; l'andamento di quest'ultimo, seppure molto positivo, non ha favorito significativamente l'indice della borsa italiana per via della sua quota trascurabile all'interno del listino.

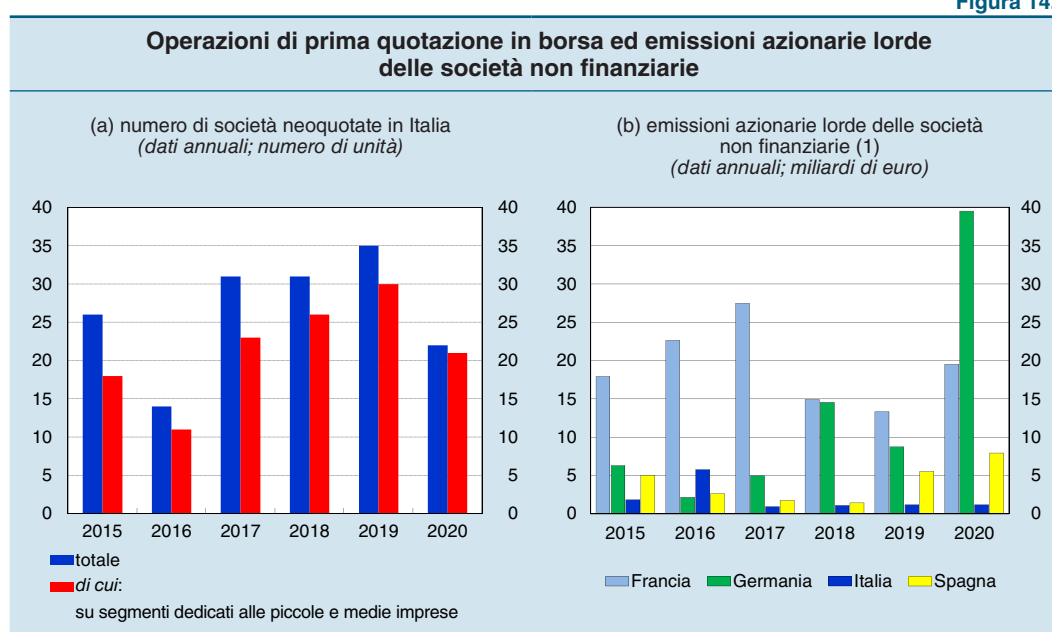
Nel primo trimestre del 2021 il miglioramento delle prospettive economiche a livello globale, cui hanno contribuito il sostegno delle politiche monetarie e fiscali e l'ottimismo generato dall'inizio della campagna vaccinale, ha favorito il recupero dei corsi nei settori che nel 2020 avevano subito le perdite più elevate: le quotazioni dei comparti finanziario ed energetico sono aumentate rispettivamente del 17 e del 14 per cento in Italia (11 e 8 nella media dell'area dell'euro), a fronte di un incremento più contenuto dell'indice generale.

Dopo essere scese di circa il 40 per cento a seguito dell'introduzione delle prime misure di contenimento dell'epidemia, dal mese di aprile le quotazioni hanno ripreso a salire, beneficiando degli interventi delle autorità monetarie e fiscali a supporto dell'attività economica e della liquidità, dell'accordo sulla *Next Generation EU* e, nel periodo estivo, del miglioramento del quadro epidemiologico. Il premio per il rischio azionario, fortemente aumentato tra febbraio e marzo, si è progressivamente ridotto nel secondo trimestre (fig. 14.6.b). Negli ultimi mesi del 2020 le quotazioni azionarie sono ulteriormente cresciute, sospinte dall'ottimismo generato dalle notizie sull'efficacia dei vaccini e dalle aspettative di ripresa dell'attività economica, nonostante la recrudescenza dei contagi.

Nei primi cinque mesi del 2021 i corsi azionari sono saliti del 12 per cento in Italia (contro l'11 nella media dell'area dell'euro). L'aumento è riconducibile alla maggiore propensione al rischio degli investitori e ad aspettative di crescita economica divenute più favorevoli, nonostante episodi di volatilità legati alle notizie sulla diffusione di alcune varianti del virus, ai ritardi nell'approvvigionamento dei vaccini e al rialzo dei tassi di interesse a lungo termine.

L'offerta di azioni. – Nel corso del 2020 l'incertezza relativa alla durata dell'emergenza sanitaria ha contribuito a ridurre in misura marcata le operazioni di nuova quotazione. Sono state realizzate 22 operazioni (da 35 nel 2019), per un controvalore di 700 milioni di euro (da 2,5 miliardi nel 2019). Nel quarto trimestre i collocamenti hanno avuto un forte recupero, con la quotazione di 14 nuove imprese. La quasi totalità delle operazioni (21) ha riguardato il comparto Alternative Investment Market (AIM) Italia dedicato alle piccole e medie imprese (fig. 14.7.a). Si è rafforzata la presenza di società nei settori dell'alta tecnologia, delle telecomunicazioni, della produzione e commercializzazione di energie rinnovabili e dei servizi di commercio elettronico.

Figura 14.7



La capitalizzazione media di mercato delle 137 imprese del segmento AIM Italia ha continuato a essere limitata, 43 milioni nel dicembre 2020, contro i 2,7 miliardi del mercato telematico azionario (MTA), che comprende le società più tradizionali e a elevata capitalizzazione. Il grado di liquidità – misurato dalla media, ponderata per il flottante, dei rapporti tra volume scambiato e numero di azioni (*turnover velocity*) delle singole società – è ulteriormente salito per entrambi i segmenti rispetto al 2019.

Nei primi tre mesi del 2021 l'andamento delle nuove quotazioni è tornato in linea con quello osservato nel primo trimestre degli anni precedenti la pandemia: si sono avuti cinque nuovi ingressi, a fronte di uno solo nello stesso periodo del 2020.

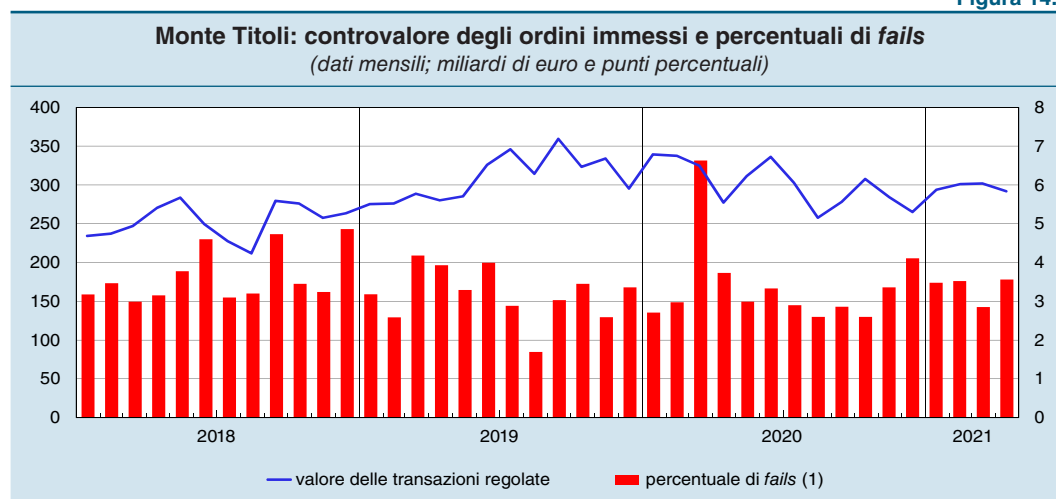
Anche la raccolta di fondi mediante emissioni di nuove azioni da parte di società già quotate si è fortemente ridotta nel 2020 (a 2,8 miliardi, da 4,9 nel 2019); per le sole società non finanziarie la raccolta è rimasta pressoché invariata (fig. 14.7.b).

Nel corso del primo trimestre del 2021 il valore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte delle società italiane si è mantenuto limitato, in linea con le emissioni dello stesso periodo dell'anno precedente.

Le infrastrutture di mercato

Nel 2020 l'operatività di TARGET2-Securities (T2S) ha sfiorato le 800.000 transazioni medie giornaliere, per un controvalore attorno ai 1.200 miliardi; i livelli sono rimasti analoghi nel primo quadrimestre del 2021.

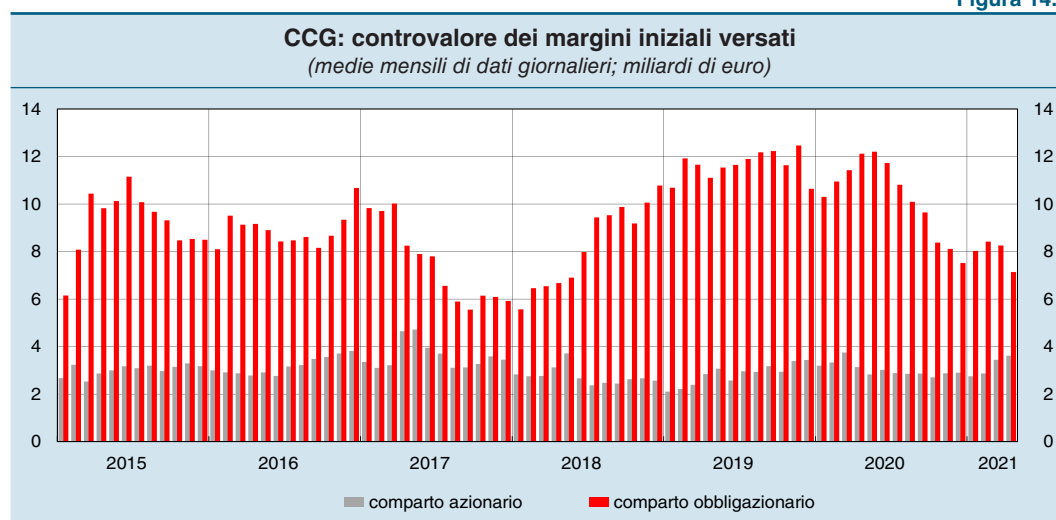
Figura 14.8



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

Monte Titoli si conferma l'operatore più attivo sulla piattaforma con il 25,6 per cento dei valori immessi, pari a 310 miliardi al giorno, in calo del 3 per cento rispetto al 2019 per via della contrazione dell'attività nel segmento MTS repo. Nel 2020 il valore medio delle operazioni regolate attraverso Monte Titoli è stato di 301 miliardi al giorno; quello delle operazioni non regolate per mancata consegna di titoli o di contante entro la data stabilita (*fails*) è aumentato di 4 decimi di punto, raggiungendo il 3,4 per cento degli ordini immessi. La quota è rimasta pressoché invariata nei primi mesi del 2021 (fig. 14.8).

Figura 14.9



Fonte: elaborazioni su dati CCG.

Nel 2020 il controvalore garantito dalla Cassa di compensazione e garanzia (CCG) si è ridotto del 10,5 per cento, risentendo delle tensioni sui mercati finanziari durante la fase più acuta dell'emergenza sanitaria; queste hanno comportato una flessione dei volumi scambiati, soprattutto sul mercato obbligazionario. Il successivo miglioramento delle condizioni di mercato ha permesso sia la progressiva riduzione dei parametri utilizzati per il calcolo dei margini sui titoli del comparto azionario – aumentati più volte durante i primi mesi del 2020 a causa dell'elevata volatilità – sia il mantenimento su livelli contenuti di quelli per i titoli di Stato italiani. La diminuzione dei parametri e, in misura maggiore, del controvalore garantito ha comportato una contrazione dell'ammontare complessivo dei margini raccolti dell'8 per cento rispetto all'anno precedente (fig. 14.9).

Nei primi tre mesi del 2021 i margini sono aumentati nel confronto con il trimestre precedente (4 per cento), mantenendosi tuttavia su valori molto inferiori rispetto a quello corrispondente del 2020 (-21 per cento).

Alla fine di aprile si è concluso il progetto di acquisizione da parte di Euronext del gruppo Borsa Italiana, del quale fanno parte Cassa di compensazione e garanzia, Monte Titoli ed MTS. L'inserimento con un ruolo rilevante nel gruppo paneuropeo consentirà alle società italiane di proseguire nell'azione di miglioramento dei servizi offerti a emittenti, intermediari e risparmiatori, e di fornire il loro contributo allo sviluppo del mercato dei capitali in Europa.

SEZIONE MONOGRAFICA

15. BANCHE CENTRALI, RISCHI CLIMATICI E FINANZA SOSTENIBILE

I cambiamenti climatici sono di ampia portata e pongono rischi per l'economia e il sistema finanziario. La crescente preoccupazione per questi rischi ha intensificato l'interesse per i fattori ambientali, sociali e di governance all'interno del settore finanziario. Ciò ha condotto a una rapida diffusione della finanza sostenibile, che tiene conto di tali considerazioni nelle decisioni di investimento.

La responsabilità primaria del contrasto ai cambiamenti climatici ricade sui governi, che possono intervenire per facilitare la transizione verso un modello di sviluppo economico sostenibile mediante l'introduzione di incentivi agli investimenti "verdi", l'istituzione di sistemi per dare un prezzo alle emissioni di gas serra e iniziative regolamentari per limitare le attività a maggiore impatto ambientale¹.

I rischi climatici rilevano anche per le banche centrali e la loro capacità di conseguire gli obiettivi istituzionali². Le analisi da queste effettuate per quantificare e gestire i rischi economici connessi con i cambiamenti climatici e per valutare le politiche necessarie ad affrontarli possono essere messe al servizio dell'intera collettività. Come investitori, le banche centrali costituiscono un punto di riferimento per altre istituzioni: nell'analisi e nella gestione dei rischi; nell'adozione di scelte di investimento coerenti con gli obiettivi di decarbonizzazione; nell'accrescere la consapevolezza dei risparmiatori.

La Banca d'Italia fornisce un contributo attivo su questi aspetti e partecipa a iniziative internazionali come la rete globale di banche centrali e autorità di supervisione (Network for Greening the Financial System, NGFS) che dal 2017 coordina le analisi, secondo obiettivi e linee di azione comuni, per rafforzare il ruolo del sistema finanziario nel gestire i rischi climatici e nel reindirizzare i flussi finanziari verso gli investimenti sostenibili³. Nell'ambito della presidenza italiana del G20⁴, la Banca d'Italia ha promosso, di concerto con il Ministero dell'Economia e delle finanze, la creazione del Sustainable Finance Working Group, con l'obiettivo di incentivare le migliori pratiche di finanza sostenibile e promuovere la transizione verso economie e società più verdi, resilienti e inclusive.

La Banca centrale europea ha inserito il tema dei cambiamenti climatici nel processo di revisione della strategia di politica monetaria (*strategy review*) attualmente in corso⁵.

¹ I. Visco, *Roundtable on financing carbon neutrality*, BOAO Forum for Asia, 20 aprile 2021.

² Per un'analisi più approfondita, cfr. E. Bernardini, I. Faiella, L. Lavecchia, F. Natoli e A. Mistretta, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 608, 2021.

³ L'NGFS conta attualmente 90 membri e 13 osservatori.

⁴ Per ulteriori informazioni, cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*.

⁵ Per maggiori dettagli, cfr. su sito della BCE: *Riesame della strategia*.

I rischi climatici per l'economia e il sistema finanziario

Negli ultimi decenni la temperatura sulla superficie terrestre è aumentata a un ritmo mai osservato in precedenza a causa delle emissioni di gas serra connesse con l'attività dell'uomo. Secondo gli scenari climatici più aggiornati, senza una drastica riduzione delle emissioni che le azzeri verso la metà del secolo, il continuo aumento delle temperature nei prossimi decenni avrebbe implicazioni critiche per gli ecosistemi e la salute umana. Secondo un recente rapporto del World Economic Forum, gli investitori considerano tra i principali rischi globali quelli connessi con: (a) gli eventi meteo-climatici estremi; (b) la mancanza di azioni concrete per contrastare i cambiamenti climatici; (c) i danni ambientali causati dall'azione dell'uomo⁶.

I cambiamenti climatici comportano due tipologie di rischio per il sistema economico e finanziario. Il "rischio fisico" è legato al verificarsi di fenomeni naturali determinati dai cambiamenti climatici sia cronici, come la progressiva deviazione delle temperature e delle precipitazioni dalle tendenze storiche, sia acuti, come gli eventi che presentano una bassa probabilità di manifestarsi, ma hanno un alto impatto potenziale (ad es. alluvioni e ondate di calore). Il "rischio di transizione" deriva dal passaggio a nuove tecnologie produttive che permettano di ridurre le emissioni di gas serra. In questo ambito le stesse politiche di contrasto ai cambiamenti climatici possono essere fonte di rischio economico da prendere in considerazione: variazioni della regolamentazione repentine o inattese, non ben pianificate o non armonizzate a livello internazionale, possono infatti cogliere impreparate le imprese operanti nei settori economici più esposti, con potenziali ripercussioni negative sulla loro attività e su quelle collegate.

Il sistema finanziario, dati gli stretti legami con tutti i settori dell'economia, è particolarmente esposto a questi rischi; a causa della sua funzione di intermediazione può inoltre divenire un veicolo di propagazione e amplificazione degli shock climatici. È quindi di importanza cruciale essere in grado di valutare come questi rischi si traducano in rischi finanziari e come gli effetti economici avversi possano diffondersi all'interno del sistema finanziario e rappresentare un rischio per la sua stabilità.

La valutazione dell'esposizione del sistema finanziario ai rischi climatici è complessa. Per quantificare l'ammontare di attività finanziarie a rischio per i singoli intermediari sono necessari dati dettagliati riguardo alla localizzazione geografica o al contenuto carbonico delle singole esposizioni⁷, in larga parte mancanti. La stima del rischio per l'intero sistema finanziario presuppone inoltre la conoscenza dei meccanismi di propagazione, per la valutazione dei quali non esistono, tendenze climatiche o ambientali del recente passato comparabili con quelle attualmente previste.

Per l'Italia sono disponibili alcune stime preliminari dell'esposizione del sistema bancario al rischio di credito associato ai cambiamenti climatici: analisi recenti presentano una valutazione dell'esposizione dei prestiti a famiglie e imprese al rischio

⁶ World Economic Forum, *The Global Risks Report 2021*, 19 gennaio 2021.

⁷ L'impronta carbonica di una certa esposizione creditizia misura l'ammontare di emissioni di gas serra che viene mediamente prodotto per ogni euro erogato a un'impresa di un certo settore. Per un approfondimento, cfr. I. Faiella e L. Lavecchia, *The carbon footprint of Italian loans*, "Journal of Sustainable Finance & Investment", settembre, 2020, pp. 1-19, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 557, 2020.

fisico, insieme con una misurazione dell'esposizione al rischio di transizione basata sulla composizione dei prestiti alle imprese per settore di attività economica.

Alla fine del 2019 la quota di finanziamenti bancari a famiglie e imprese residenti in province ad alto rischio fisico, definite come quelle che presentano valori di un indicatore di impatto climatico superiori alla media⁸, era pari al 28 per cento; un precedente studio stimava che circa un quinto dei prestiti fosse erogato ad aziende operanti in zone ad alto rischio alluvionale⁹. Nel caso delle imprese, per le quali è possibile fornire una stima anche dell'esposizione al rischio di transizione, alla fine del 2019 il 37 per cento dei prestiti era esposto solamente a questo rischio, il 15 al solo rischio fisico e il 13 per cento a entrambi (tav. 15.1). Queste stime sono in linea con l'evidenza disponibile per altri paesi.

Tavola 15.1

Esposizione ai rischi climatici dei prestiti delle banche italiane alle imprese (valori percentuali; dati al 31 dicembre 2019)				
VOCE		Rischio di transizione (1)		Totale
		No	Sì	
Rischio fisico (2)	No	34,9	37,3	72,3
	Sì	14,5	13,2	27,7
	Totale	49,4	50,6	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Ministero dell'Ambiente e della tutela del territorio e del mare e segnalazioni di vigilanza.
(1) Ammontare dei prestiti verso i comparti maggiormente a rischio in termini di emissioni e credito, sulla base del contributo relativo di ciascun comparto (*carbon critical sectors*, CCrS, come definiti in I. Faiella e L. Lavecchia, 2020, op. cit.). – (2) Ammontare dei prestiti erogati nelle province ad alto rischio fisico, definite come quelle che presentano valori dell'indicatore di impatto climatico superiori alla media.

Per una valutazione dell'effettivo rischio di credito che grava sulle banche, i dati sulle esposizioni devono essere integrati con stime della probabilità del verificarsi di eventi naturali estremi (rischio fisico) o dell'adozione di politiche climatiche incisive e inattese (rischio di transizione), insieme con la conseguente perdita sulle singole esposizioni. Su questi temi, ancora caratterizzati da un elevato grado di incertezza, si sta concentrando la ricerca, in particolare sullo sviluppo di modelli economici che tengano conto dei fattori climatici¹⁰.

Dai rischi climatici alla finanza sostenibile

Negli ultimi cinque anni la finanza sostenibile, che incorpora considerazioni ambientali, sociali e governo societario nelle decisioni di investimento nel settore finanziario, si è diffusa fortemente. Secondo un rapporto della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), nel 2018 almeno 30,7 trilioni di dollari (di cui 14 in Europa

⁸ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'esposizione del sistema bancario ai rischi connessi con i cambiamenti climatici*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020.

⁹ I. Faiella e F. Natoli, *Natural catastrophes and bank lending: the case of flood risk in Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 457, 2018.

¹⁰ Per un'analisi sul rischio di credito legato ai cambiamenti climatici, cfr. G. Capasso, G. Gianfrate e M. Spinelli, *Climate change and credit risk*, "Journal of Cleaner Production", settembre, 2020.

e 12 negli Stati Uniti) erano impiegati in investimenti finanziari sostenibili, in aumento del 34 per cento rispetto al 2016. Nel complesso questo importo rappresentava circa un terzo degli attivi azionari globali in gestione e in alcune giurisdizioni contava ormai per più della metà.

La finanza sostenibile comprende investimenti in diverse tipologie di strumenti finanziari e si basa su metriche di sostenibilità che hanno acquisito popolarità tra gli operatori. Una di queste metriche è rappresentata dai punteggi ambientali, sociali e di governance (*environmental, social, governance, ESG*)¹¹ assegnati da società private specializzate a un'ampia gamma di strumenti finanziari: azioni, obbligazioni societarie, fondi comuni di investimento e indici di mercato. La difficoltà di elaborare punteggi ESG affidabili e comparabili discende dal fatto che, per i tre profili considerati, non esistono regole di rendicontazione dei rispettivi dati, né tassonomie condivise. La disponibilità di dati con copertura limitata e di qualità e contenuto eterogenei comporta dei rischi: il più rilevante è quello di un'attribuzione ingiustificata di etichette di sostenibilità (*greenwashing*). Per contenere questo rischio è essenziale riuscire a definire una tassonomia delle attività sostenibili comprensiva e universalmente riconosciuta.

Diverse istituzioni nazionali e sovranazionali stanno promuovendo l'elaborazione di classificazioni che siano di riferimento per i mercati. Tra il 2018 e il 2020 un gruppo di esperti costituito presso la Commissione europea ha elaborato una tassonomia armonizzata delle attività sostenibili, individuando alcuni criteri per poter definire un investimento come sostenibile dal punto di vista ambientale¹². L'iniziativa, anche se al momento limitata alla parte che riguarda i cambiamenti climatici, può concorrere all'adozione di tassonomie dettagliate e riconosciute a livello internazionale.

Le imprese ricorrono anche all'emissione di debito dedicato espressamente a finanziare singoli progetti aventi specifiche caratteristiche di sostenibilità, in forma sia di prestiti sia di emissioni obbligazionarie: tra queste ultime, le più diffuse sono le obbligazioni verdi, i cui proventi sono vincolati al finanziamento di progetti che perseguono obiettivi ambientali o di mitigazione o di adattamento ai cambiamenti climatici, oppure con finalità simili. Oltre alle obbligazioni verdi, si stanno diffondendo strumenti ideati per combinare obiettivi climatici con altri criteri di sostenibilità (ad es. i *sustainability-linked bonds*).

Il volume di obbligazioni verdi in circolazione, anche se ancora molto limitato, è cresciuto in modo marcato, superando alla fine del 2020 i 1.000 miliardi di dollari a livello globale: circa la metà si riferisce a emittenti europei. L'emissione di obbligazioni verdi e di obbligazioni sociali per finanziare i programmi SURE e NGEU dell'Unione europea¹³ potrà contribuire alla liquidità e allo spessore di questo segmento di mercato.

¹¹ Sulla base di informazioni desunte da documenti pubblici, questionari, banche dati e notizie o da altre fonti, alcuni fornitori privati di informazioni (*data providers*) elaborano dei punteggi per le imprese relativi a tre aspetti che non hanno una stretta relazione con la gestione economico-finanziaria, ossia quelli ESG.

¹² Il regolamento UE/2020/852 stabilisce che un investimento è definito sostenibile se soddisfa i seguenti requisiti: (a) contribuisce significativamente ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali identificati; (b) non causa un danno rilevante a uno degli altri obiettivi ambientali (*do not significant harm*); (c) rispetta alcune garanzie minime di salvaguardia etico-sociale. I requisiti (a) e (b) sono verificati mediante criteri di vaglio tecnico (*technical screening criteria*) definiti dalla Commissione europea con atti delegati.

¹³ Per maggiori dettagli, cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*.

Tra i principali obiettivi dei fondi raccolti a livello internazionale con titoli verdi vi sono il miglioramento dell'efficienza energetica dei processi di produzione dell'energia (con una quota del 35 per cento) e degli edifici (26 per cento). Tra le categorie di emittenti, il settore finanziario ricopre la quota maggiore (21 per cento), con un ruolo rilevante e crescente delle emissioni sovrane. Nel 2021 è stata collocata la prima emissione di obbligazioni verdi della Repubblica italiana. Le prime evidenze non segnalano sensibili differenze tra i rendimenti dei titoli verdi e quelli tradizionali¹⁴; anche in assenza di benefici differenziali sugli oneri del debito, la possibilità di emettere obbligazioni verdi offre l'opportunità di ampliare la base di investitori e contribuire a finanziare in modo trasparente i progetti per la transizione carbonica e per mitigare i rischi climatici.

Le iniziative delle banche centrali

Diverse ragioni sono alla base dell'attenzione crescente delle banche centrali ai rischi connessi con il cambiamento climatico. Da questi rischi infatti può discendere una minaccia per la stabilità del sistema finanziario; possono inoltre derivare effetti macroeconomici molto rilevanti, tali da rendere più difficile il perseguimento del mandato delle banche centrali stesse e la valutazione delle prospettive per i prezzi e per l'attività economica. Dei possibili rischi può infine risentire il valore delle attività finanziarie detenute in bilancio e quindi la solidità patrimoniale delle banche centrali nonché, in ultima analisi, la loro indipendenza.

L'attenzione delle banche centrali al tema del cambiamento climatico e la consapevolezza della necessità di un approccio sovranazionale al problema sono testimoniate dall'attività dell'NGFS. Il gruppo ha pubblicato analisi e rapporti, tra i quali una guida per le autorità di vigilanza, due guide per gli investimenti sostenibili e un primo insieme di scenari climatici standard, che possono essere utilizzati dalle banche centrali e dalle autorità di supervisione per definire esercizi di simulazione omogenei e confrontabili.

Per accrescere la disponibilità e la qualità delle informazioni statistiche sugli aspetti climatici, al momento carenti e poco omogenee, sono in corso diverse iniziative nell'ambito dell'agenda della presidenza italiana del G20, dell'NGFS e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). In particolare lo Statistics Committee del SEBC sta lavorando per accrescere e consolidare la cooperazione statistica nella costruzione e nella sperimentazione di indicatori di rischio climatico¹⁵.

Banche centrali e regolatori possono affrontare il tema dei rischi climatici attraverso: (a) la diffusione delle conoscenze acquisite sui possibili effetti macroeconomici e finanziari dei cambiamenti climatici e le opportunità offerte

¹⁴ Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro: *La prima emissione di BTP Green*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021; cfr. anche R. Doronzo, V. Siracusa e S. Antonelli, *Green bonds: the sovereign issuers' perspective*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 3, 2021.

¹⁵ L'approccio proposto dallo Statistics Committee intende migliorare la condivisione delle fonti informative, arricchendo alcuni archivi granulari già disponibili nel SEBC (ad es. gli archivi sui finanziamenti, quelli sulle detenzioni e le anagrafi dei titoli e dei soggetti) con informazioni utili a sviluppare i nuovi indicatori di rischio climatico.

dalla finanza sostenibile, ad esempio con la redazione di linee guida o altre azioni per informare e sensibilizzare le banche, gli investitori e i risparmiatori al dettaglio; (b) la partecipazione, insieme con le altre autorità di supervisione, alle iniziative per definire standard per la diffusione di informazioni relative alle pratiche ESG; (c) la promozione di specifici criteri di trasparenza per le informazioni diffuse dalle imprese e dagli intermediari, come quelli della Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD), costituita dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB).

In qualità di autorità di vigilanza, una banca centrale può raccomandare agli intermediari pratiche di gestione e di diffusione delle informazioni sui rischi climatici. Il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) ha pubblicato indicazioni, non vincolanti, per i gruppi bancari direttamente vigilati¹⁶, suggerendo alle autorità nazionali di vigilanza di estenderle anche agli altri intermediari. L'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) procederà con l'introduzione dei rischi climatici nel processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP) migliorando l'informazione relativa a questi rischi entro il mese di giugno di quest'anno; l'EBA si è inoltre riservata di valutare gli interventi microprudenziali entro la metà del 2025.

Le banche centrali valutano non solo la stabilità del singolo intermediario, ma anche quella dell'intero sistema finanziario, attraverso strumenti come gli "stress test climatici", che mirano a individuare i maggiori fattori di rischio e i loro canali di propagazione. Sul fronte degli stress test legati al clima, diverse banche centrali hanno condotto o stanno elaborando degli esercizi dedicati, spesso ricorrendo agli scenari delineati dall'NGFS.

In qualità di investitori le banche centrali possono includere strumenti verdi nel loro portafoglio e agire in modo tale da costituire un esempio per gli altri operatori di mercato attraverso: (a) l'integrazione dei fattori ESG nella strategia di gestione del proprio portafoglio per migliorarne il profilo di rischio finanziario e di sostenibilità, come nel caso della Banca d'Italia; (b) la pubblicazione delle proprie esposizioni e delle strategie di gestione dei rischi climatici in base alle indicazioni della TCFD, come nei casi della Bank of England e della Banque de France.

Diversi studi suggeriscono anche la possibilità di adeguare le strategie di politica monetaria integrando le implicazioni che i cambiamenti climatici hanno sugli andamenti macroeconomici. Le banche centrali, nel perseguimento dei propri obiettivi, possono sviluppare analisi e modelli per tenere conto degli effetti derivanti sia dai rischi climatici sull'attività economica e sui prezzi, sia dalle politiche volte ad attenuarli. A queste ultime (ad es. l'istituzione di una *carbon tax*¹⁷ o il ricorso più estensivo ai permessi di emissione) si aggiunge l'impatto che il rischio fisico potrebbe avere sul credito,

¹⁶ Fra le raccomandazioni per la gestione dei rischi climatici compaiono la loro inclusione nei processi di valutazione del merito di credito, la creazione di una governance adeguata di questi rischi, la scelta di metriche e indicatori specifici, il ricorso all'analisi di scenario e agli stress test climatici. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*, novembre 2020.

¹⁷ I. Faiella e L. Lavecchia, *Households' energy demand and the effects of carbon pricing in Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 614, 2021.

uno dei canali di trasmissione monetaria potenzialmente più rilevanti¹⁸. È in corso la discussione sulla possibilità di modificare alcuni strumenti di politica monetaria, o la loro composizione, per contribuire al conseguimento degli obiettivi climatici.

Ricerche condotte in Banca d'Italia hanno analizzato: (a) gli effetti di un aumento della probabilità di disastri naturali, anche a seguito dei cambiamenti climatici, sul risparmio precauzionale, sul tasso di interesse naturale di equilibrio e sui prezzi¹⁹; (b) la possibile efficacia di un ribilanciamento dei portafogli di titoli privati a fini di politica monetaria verso titoli emessi da imprese con basse emissioni di gas serra²⁰; (c) il contributo degli interventi di politica monetaria nel contesto di una transizione verso la neutralità carbonica guidata dalla politica fiscale²¹.

Questi temi sono in corso di approfondimento nell'ambito dell'Eurosistema. Nel processo di revisione della strategia di politica monetaria avviato nel 2020, si sta valutando come integrare le implicazioni dei cambiamenti climatici nel quadro analitico e operativo della politica monetaria. Lo scorso febbraio è stata inoltre concordata una posizione comune per l'applicazione di principi di investimento sostenibili e responsabili ai portafogli delle banche centrali nazionali non utilizzati a fini di politica monetaria.

La Banca d'Italia e la finanza sostenibile

Da alcuni anni la Banca d'Italia ha ampliato le analisi e le azioni volte a misurare e a gestire i rischi secondo criteri di sostenibilità, consapevole della loro rilevanza sia per assolvere al proprio mandato istituzionale, sia per la gestione dei propri investimenti. Riguardo a questi ultimi, la letteratura economica suggerisce che le buone prassi seguite dalle imprese a favore della sostenibilità sono generalmente associate a migliori performance economiche e finanziarie. Sebbene non vi sia un'evidenza univoca, la maggioranza degli studi rileva che l'attenzione ai profili ESG ha effetti positivi sul contenimento dei rischi legali e reputazionali delle aziende, sui loro risultati operativi (grazie al contributo dell'innovazione dei processi e dei prodotti), nonché sulla percezione del rischio specifico di impresa²². Tutti questi fattori concorrono a ridurre il premio per il rischio e il costo del capitale, determinando vantaggi in termini di performance finanziaria.

Anche di fronte alle recenti turbolenze dei mercati finanziari connesse con la pandemia non è mutata la propensione degli investitori per attività sostenibili, che

¹⁸ I. Faiella e F. Natoli, 2018, op. cit.

¹⁹ A. Cantelmo, *Rare disasters, the natural interest rate and monetary policy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1309, 2020.

²⁰ A. Ferrari e V. Nispi Landi, *Whatever it takes to save the planet? Central banks and unconventional green policy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1320, 2021.

²¹ A. Ferrari e V. Nispi Landi, *Toward a green economy: the role of central bank's asset purchases*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

²² E. Bernardini, J. Di Giampaolo, I. Faiella e R. Poli, *The impact of carbon risk on stock returns: evidence from the European electric utilities*, "Journal of Sustainable Finance & Investment", 11, 1, pp. 1-26, pubblicato anche in italiano in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 410, 2017.

anzi si è rafforzata²³: a fronte del forte calo dei corsi azionari dei mesi di marzo e aprile 2020, si sono registrati afflussi netti di capitale verso fondi azionari caratterizzati da strategie ESG e deflussi netti dai fondi tradizionali. Secondo uno studio recente, questo fenomeno non è ascrivibile unicamente a differenze settoriali, ma indica una preferenza per le attività sostenibili, considerate complessivamente meno rischiose e meno sensibili alla volatilità dei mercati²⁴.

Dal 2019 la Banca d'Italia ha iniziato a integrare criteri di sostenibilità nella propria politica di investimento allo scopo di migliorare la gestione dei connessi rischi finanziari e per segnalare il proprio impegno a favore di una crescita sostenibile, attenta alla società e all'ambiente. La nuova politica di investimento è stata inizialmente applicata al comparto azionario, dove la disponibilità di informazioni ESG è più ampia, focalizzandosi sul mercato italiano e su quello europeo. Nel 2020 la strategia ESG è stata estesa agli investimenti azionari nei mercati degli Stati Uniti e del Giappone e alla gestione delle obbligazioni societarie; sono stati inoltre avviati acquisti di obbligazioni verdi di agenzie sovranazionali.

La Banca fornisce periodicamente al pubblico informazioni sui risultati raggiunti, attraverso la *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia*, il *Rapporto ambientale* e il sito internet²⁵. L'Istituto inoltre continua a effettuare analisi e ricerche a supporto degli investimenti e delle metodologie adottate, anche per superare le criticità di queste valutazioni²⁶. Le esperienze delle pratiche di investimento sostenibile della Banca sono state pubblicate nella guida dell'NGFS dedicata al tema²⁷ e nel successivo aggiornamento sui progressi compiuti²⁸, fornendo un esempio e un riferimento per altri investitori.

La modalità di integrazione dei profili ESG nella gestione del portafoglio azionario cerca di preservare, il più possibile, i principi di diversificazione e di neutralità di mercato, tipici della politica di investimento di una banca centrale. Tenendo conto dell'attuale evoluzione delle metodologie di valutazione ESG, la Banca d'Italia ha deciso di procedere con gradualità, mantenendo indici di riferimento basati sulla capitalizzazione di mercato²⁹.

²³ Per un approfondimento sulle implicazioni della pandemia per i cambiamenti climatici e la transizione verso un'economia a basse emissioni, cfr. I. Faiella e F. Natoli, *The Covid-19 crisis and the future of the green economy transition*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 17 giugno 2020.

²⁴ F. Ferriani e F. Natoli, *ESG risks in times of Covid-19*, "Applied Economics Letters", ottobre, 2020, pp. 1-5, pubblicato anche in Banca d'Italia, "Note Covid-19", 15 giugno 2020.

²⁵ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Nella gestione dei propri investimenti finanziari la Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità*, 15 maggio 2019 e *La Banca d'Italia compie ulteriori progressi verso la sostenibilità dei propri investimenti*, 16 febbraio 2021.

²⁶ A. Lanza, E. Bernardini e I. Faiella, *Mind the gap! Machine learning, ESG metrics and sustainable investment*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 561, 2020.

²⁷ NGFS, *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*, Technical Document, ottobre, 2019.

²⁸ NGFS, *Progress report on the implementation of sustainable and responsible investment practices in central banks' portfolio management*, Technical Document, dicembre, 2020.

²⁹ La gestione del portafoglio azionario della Banca d'Italia è improntata alla replica di indici di mercato ampi e diversificati; per ragioni di opportunità dagli indici considerati per l'area dell'euro sono escluse le azioni di imprese bancarie, finanziarie e assicurative; dall'indice italiano sono inoltre escluse le imprese dei media.

A seguito dell'integrazione dei fattori ESG, alla fine del 2019 il portafoglio azionario della Banca d'Italia era caratterizzato da emissioni carboniche inferiori del 18 per cento rispetto all'indice del mercato azionario utilizzato come riferimento per la gestione e del 30 per cento in confronto al precedente portafoglio alla fine del 2018; presentava inoltre consumi di energia e di acqua rispettivamente inferiori del 12 e del 43 per cento nei confronti dello stesso indice e del 34 e del 16 per cento se comparati al portafoglio alla fine del 2018. Si tratta pertanto di riduzioni rilevanti in termini di impatto ambientale, equivalenti ai consumi annui di energia di circa 140.000 abitazioni e gli usi idrici di oltre 123.000 famiglie. Anche in termini di riduzione delle emissioni di gas serra i risparmi raggiunti sono considerevoli, equivalenti alle emissioni annue di 185.000 famiglie. Alla fine del 2020 il portafoglio azionario era caratterizzato da un'intensità di emissioni carboniche minore del 13 per cento rispetto all'indice di riferimento.

L'applicazione dei criteri ESG ha inoltre permesso di conseguire negli ultimi due anni rendimenti corretti per il rischio più elevati di quelli degli indici di riferimento, in misura più significativa nelle fasi di forte turbolenza dei mercati finanziari connesse con la pandemia. Nelle prossime settimane verrà pubblicata la *Carta degli investimenti sostenibili*, con la quale la Banca d'Italia definisce la propria visione della finanza sostenibile, comunica i principi cui si ispira per la gestione sostenibile degli investimenti finanziari e individua le linee di azione mediante le quali intende dare concretezza al proprio impegno per la sostenibilità.

Le iniziative della presidenza italiana del G20

In risposta alla necessità di un coordinamento internazionale nella lotta ai cambiamenti climatici e nel perseguimento di una crescita duratura e sostenibile dell'economia, la presidenza italiana del G20 ha avviato una serie di iniziative all'interno del Finance Track³⁰. Tra queste, la più rilevante è l'istituzione del Sustainable Finance Working Group (SFWG)³¹. Il gruppo – che si è riunito una prima volta in forma virtuale il 26 marzo 2021 – è presieduto congiuntamente da Cina e Stati Uniti (insieme responsabili di oltre il 40 per cento delle emissioni globali di gas serra), con il supporto del Programma di sviluppo delle Nazioni Unite (United Nations Development Programme, UNDP).

L'SFWG ha avviato la discussione per definire un programma pluriennale in base al quale orientare i lavori sulla finanza sostenibile nell'ambito del G20 nei prossimi anni. Entro la fine di quest'anno produrrà un rapporto per informare il G20 sui progressi compiuti e sui principali obiettivi per il 2021, quali: (a) studiare soluzioni per migliorare la rendicontazione di sostenibilità da parte delle imprese; (b) migliorare i metodi per identificare gli investimenti sostenibili (tassonomie); (c) favorire l'impegno delle istituzioni finanziarie internazionali nel facilitare l'afflusso di capitali verso

³⁰ Il Finance Track – costituito dalle riunioni dei Ministri delle finanze del G20, dei Governatori delle banche centrali, dei loro Vice e degli Sherpa (incaricati di svolgere i negoziati) designati dai ministeri economici – si concentra principalmente sulle questioni economiche, finanziarie, monetarie e fiscali.

³¹ L'SFWG ha origine dal Green Finance Study Group, creato nel 2016 durante la presidenza cinese del G20 e la cui attività è cessata dopo il 2018. La presidenza italiana ha deciso di riavviare i lavori di questo gruppo, innalzandone lo status da gruppo di studio a gruppo di lavoro, al fine di assicurarne la permanenza all'interno del Filone finanziario, oltre che la facoltà di fornire raccomandazioni ai Ministri e ai Governatori.

investimenti sostenibili nei paesi emergenti per conseguire gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Questi temi saranno affrontati anche nel corso di diversi incontri di alto livello, tra i quali la conferenza del G20 sul clima, che si terrà a Venezia nel luglio 2021.

Sempre nell'ambito delle attività del G20, la Banca d'Italia e l'Innovation Hub della Banca dei regolamenti internazionali hanno organizzato una gara internazionale, il G20 TechSprint 2021, per individuare le possibili soluzioni tecnologiche che aiutino a superare i principali ostacoli a una maggiore diffusione della finanza sostenibile³².

32 Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Presentazione pubblica del G20 TechSprint 2021 su finanza sostenibile*, 7 maggio 2021.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 MAGGIO 2021

DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Luigi Federico SIGNORINI	- DIRETTORE GENERALE
Alessandra PERRAZZELLI	- VICE DIRETTRICE GENERALE
Piero CIPOLLONE	- VICE DIRETTORE GENERALE
Paolo ANGELINI	- VICE DIRETTORE GENERALE

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Andrea ILLY
Francesco ARGIOLAS	Gaetano MACCAFERRI
Nicola CACUCCI	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Carlo CASTELLANO	Donatella SCIUTO
Renata CODELLO	Orietta Maria VARNELLI
Marco D'ALBERTI	Marco ZIGON
Salvatore DI VITALE	

COLLEGIO SINDACALE

Gaetano PRESTI - PRESIDENTE	
Giuliana BIRINDELLI	Anna Lucia MUSERRA
Lorenzo DE ANGELIS	Sandro SANDRI

SINDACI SUPPLEMENTI

Giovanni LIBERATORE	Giuseppe MELIS
---------------------	----------------

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

MAGDA BIANCO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO TUTELA DELLA CLIENTELA ED EDUCAZIONE FINANZIARIA
EBE BULTRINI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO INFORMATICA
LUIGI CANNARI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
LUIGI DONATO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO IMMOBILI E APPALTI
EUGENIO GAIOTTI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO ECONOMIA E STATISTICA
ALBERTO MARTIELLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO RISORSE UMANE, COMUNICAZIONE E INFORMAZIONE
FRANCESCO NICOLÒ	- CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA E PAGAMENTI AL DETTAGLIO
MARINO OTTAVIO PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
ROBERTO RINALDI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO PIANIFICAZIONE, ORGANIZZAZIONE E BILANCIO
GIUSEPPE SIANI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA DAL 15 GIUGNO 2021
GIAN LUCA TREQUATTRINI	- FUNZIONARIO GENERALE PER LA REVISIONE INTERNA E ALTO CONSULENTE DEL DIRETTORIO PER LE RELAZIONI ISTITUZIONALI
* * *	
Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA (UIF)

