



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 29 maggio 2020

CENTOVENTISEIESIMO ESERCIZIO

anno 2019

esercizio

CXXVI



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2019 – centoventiseiesimo esercizio

Roma, 29 maggio 2020

© Banca d'Italia, 2020

Indirizzo

Via Nazionale, 91
00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati.

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

ISSN 1972-845X (stampa)

ISSN 2280-4129 (online)

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

Stampato nel mese di maggio 2020

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

PREMESSA	1
-----------------	----------

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale	5
La congiuntura e le politiche macroeconomiche	5
Riquadro: <i>La risposta delle banche centrali all'emergenza Covid-19</i>	8
Riquadro: <i>La risposta delle politiche di bilancio all'emergenza Covid-19</i>	11
Il commercio internazionale	15
I prezzi e i mercati delle materie prime	17
I mercati finanziari internazionali	18

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro	25
La fase ciclica	26
I prezzi e i costi	27
I mercati finanziari	28
La risposta delle istituzioni europee all'emergenza Covid-19	30
Riquadro: <i>Le politiche di bilancio discrezionali nei principali paesi dell'area dell'euro in risposta all'emergenza Covid-19</i>	30
Le politiche di bilancio	34
Gli impegni per i cambiamenti climatici	35
3. La politica monetaria nell'area dell'euro	37
L'azione di politica monetaria	37

Riquadro: <i>Gli effetti delle misure della BCE</i>	40
Le operazioni di politica monetaria	43
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	45
La moneta e il credito	47
L'ECONOMIA ITALIANA	
4. Il quadro di insieme	51
Riquadro: <i>Gli andamenti territoriali</i>	53
Riquadro: <i>L'impatto della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana</i>	55
Riquadro: <i>La crescita in Italia dopo Covid-19: valutazioni di lungo periodo</i>	59
5. Le famiglie	63
Il reddito e la sua distribuzione	63
I consumi	66
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni	68
Riquadro: <i>Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria</i>	69
6. Le imprese	73
Gli andamenti economici nel 2019	73
Le tendenze nel 2020	77
Riquadro: <i>Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese</i>	78
7. Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese	83
GLI ANDAMENTI DEL 2019	83
LE FAMIGLIE	83
La ricchezza e gli investimenti finanziari	83
L'indebitamento	86
LE IMPRESE	88
La redditività e il saldo finanziario	88

Le fonti di finanziamento	89
Riquadro: <i>Il credito alle piccole imprese prima e dopo la crisi finanziaria</i>	92
I PRIMI MESI DEL 2020 E LE PROSPETTIVE DI MEDIO TERMINE	94
LE FAMIGLIE	94
LE IMPRESE	97
Riquadro: <i>Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia</i>	97
8. Il mercato del lavoro	101
Il mercato del lavoro nel 2019	101
L'impatto dell'emergenza Covid-19 sul mercato del lavoro	102
Riquadro: <i>L'andamento delle posizioni di lavoro dipendente nel settore privato durante l'emergenza sanitaria</i>	103
Riquadro: <i>Gli effetti sui lavoratori di una caduta della domanda o di una riduzione del credito: l'evidenza dalla recessione del 2008-09</i>	108
9. I prezzi e i costi	112
I prezzi e i costi nel 2019	112
Le prospettive dell'inflazione nel 2020	114
10. La competitività, l'interscambio con l'estero e la bilancia dei pagamenti	116
La competitività di prezzo	116
Le esportazioni e le importazioni	117
Riquadro: <i>Protezionismo e catene globali del valore: un'analisi degli effetti della Brexit</i>	119
Riquadro: <i>Gli effetti delle barriere agli scambi commerciali nella storia italiana</i>	121
La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	124
Gli andamenti nei primi mesi del 2020	128
11. La finanza pubblica	131
La finanza pubblica nel 2019	132
La finanza pubblica nel 2020 e le prospettive di medio termine	137
Riquadro: <i>Effetti delle misure di riduzione del cuneo fiscale sugli incentivi al lavoro</i>	137

I canali di trasmissione della pandemia all'economia reale	201
Gli orientamenti delle politiche economiche	204
Considerazioni sull'economia nel medio periodo dopo l'epidemia	206
AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA	209
CONSIDERAZIONI FINALI <i>(in fascicolo separato)</i>	

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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 20 maggio 2020, salvo diversa indicazione.

PREMESSA

La pandemia di Covid-19 ha modificato profondamente le prospettive dell'economia per l'anno in corso e per gli anni a venire rispetto a quanto ci si poteva attendere sulla base degli andamenti del 2019.

Il 2019 aveva visto una riduzione della crescita dell'economia globale, riflesso del rallentamento del commercio internazionale, della debolezza di alcuni settori industriali e della frenata dell'accumulazione dovuta all'incertezza diffusa tra le imprese. Nell'area dell'euro il Consiglio direttivo della Banca centrale europea aveva allentato le condizioni monetarie per contrastare il deterioramento delle prospettive di crescita e l'indebolimento dell'inflazione. Alla fine dell'anno si intravedevano segni di stabilizzazione nell'economia internazionale.

Dopo il diffondersi dell'epidemia, il quadro per il 2020 è oggi profondamente cambiato. Secondo gli scenari formulati dal Fondo monetario internazionale, il prodotto mondiale registrerà una forte diminuzione, anziché una modesta crescita. Per l'economia italiana, rimasta pressoché stazionaria nel 2019, pur mostrando cospicui progressi nella competitività internazionale, nei livelli di indebitamento delle imprese e nelle condizioni del sistema bancario, si prevede la più forte contrazione dalla seconda guerra mondiale. Gli effetti delle misure di contenimento dell'epidemia sono stati significativi sulle condizioni economiche e finanziarie delle famiglie e delle imprese.

La rapidità del recupero dell'economia dipenderà dai tempi dell'emergenza sanitaria e dalla continuità della risposta delle politiche economiche, che è stata finora in tutti i paesi di portata eccezionale. Tutti gli scenari indicano che le conseguenze della pandemia sull'economia mondiale saranno comunque rilevanti e si estenderanno oltre il breve periodo.

Per dare conto degli effetti economici dell'epidemia di Covid-19, in questa Relazione i singoli capitoli dedicano un ampio spazio all'analisi dei primi mesi dell'anno in corso. La sezione monografica conclusiva ripercorre l'evoluzione della crisi pandemica, descrive i canali di trasmissione all'economia reale e gli orientamenti delle politiche adottate e propone alcune prime considerazioni sulle possibili implicazioni di medio periodo.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

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

La crescita dell'economia globale nel 2019 è scesa al 2,9 per cento, risentendo delle persistenti tensioni commerciali internazionali e dei timori relativi alle modalità di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit). Il commercio globale è appena aumentato, crescendo meno dell'1 per cento.

Secondo le stime formulate dal Fondo monetario internazionale in gennaio, la crescita si sarebbe dovuta rafforzare nell'anno in corso, al 3,3 per cento, riflettendo la riduzione dell'incertezza in seguito alla sigla dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina (*phase-one deal*) e di quello di recesso del Regno Unito dall'Unione europea.

Negli scenari previsivi dell'FMI formulati in aprile, il prodotto mondiale registrerebbe invece nel 2020 una contrazione del 3,0 per cento, concentrata soprattutto nella prima metà dell'anno; l'andamento dell'attività per l'anno in corso e per il 2021 resta molto incerto nelle economie avanzate e ancora di più in quelle emergenti.

Con il diffondersi dell'epidemia di Covid-19 a livello globale, molti paesi hanno adottato misure di contenimento progressivamente più restrittive. Ne sono derivati un forte calo della produzione, un aumento di eccezionale portata del numero di disoccupati, una caduta della domanda. I corsi petroliferi sono scesi in modo marcato e repentino per il crollo della domanda e per le crescenti difficoltà di stoccaggio. Le condizioni sui mercati finanziari hanno subito un rapido deterioramento.

La risposta delle politiche economiche è stata tempestiva e di ampiezza straordinaria. Le banche centrali sono intervenute per sostenere la liquidità sui mercati e il credito, riducendo i tassi di riferimento e avviando consistenti piani di acquisto di titoli, pubblici e privati. I governi hanno stanziato risorse ingenti sia per finanziare la spesa sanitaria, sia per sostenere i redditi delle famiglie e la liquidità delle imprese.

Il G20 ha deciso la sospensione del servizio dei debiti bilaterali dei paesi più poveri verso creditori ufficiali al fine di liberare risorse da utilizzare per finanziare le maggiori spese sanitarie. La decisione si è affiancata alle iniziative intraprese dalle istituzioni finanziarie internazionali a sostegno delle economie in difficoltà.

La congiuntura e le politiche macroeconomiche

I principali paesi avanzati. – Nel 2019 il prodotto dei principali paesi avanzati ha rallentato ulteriormente, all'1,7 per cento (tav. 1.1). L'incertezza dovuta alle tensioni commerciali e al timore di un'uscita non ordinata del Regno Unito dall'Unione europea, insieme a fattori idiosincratici (quali lo stallo nell'industria automobilistica nell'area dell'euro), ha frenato l'espansione della produzione nel settore manifatturiero

Tavola 1.1

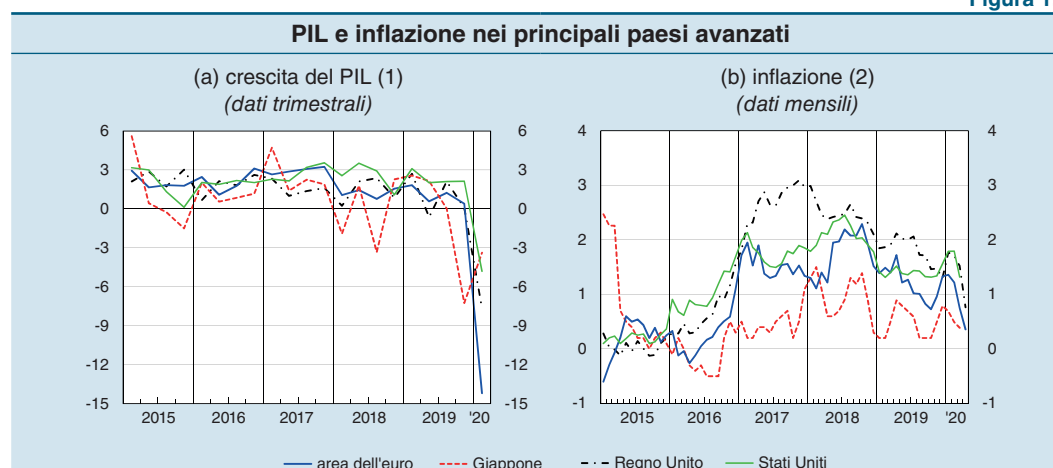
PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
PAESI	PIL		Inflazione (1)	
	2018	2019	2018	2019
Paesi avanzati	2,2	1,7	2,0	1,4
Giappone	0,3	0,7	1,0	0,5
Regno Unito	1,3	1,4	2,5	1,8
Stati Uniti	2,9	2,3	2,1	1,4
Paesi emergenti e in via di sviluppo	4,5	3,7	4,8	5,0
Brasile	1,3	1,1	3,7	3,7
Cina	6,7	6,1	2,1	2,9
India	6,8	5,3	3,9	3,7
Russia	2,5	1,3	2,9	4,5

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

e l'accumulazione di capitale¹. Il settore dei servizi, al contrario, è cresciuto in maniera diffusa, sostenuto anche dai consumi privati.

Negli Stati Uniti il prodotto, sostenuto principalmente dai consumi delle famiglie, è salito del 2,3 per cento (fig. 1.1.a). In Giappone la crescita del PIL è stata dello 0,7 per cento; è stata frenata nell'ultimo trimestre da un aumento della tassa sui consumi introdotto in ottobre e dal verificarsi di disastri naturali. Nel Regno Unito l'attività produttiva ha risentito per gran parte dell'anno dell'incertezza sui tempi e sulle modalità della Brexit.

Figura 1.1



Fonte: statistiche nazionali.

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

¹ Per una rassegna delle misure di incertezza, cfr. L. Rossi, *Indicators of uncertainty: a brief user's guide*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Per la relazione tra incertezza e investimenti produttivi dopo la crisi finanziaria globale, cfr. I. Buono e S. Formai, *Explaining weak investment growth after the Great Recession: a macro-panel analysis*, in L. Ferrara, I. Hernando e D. Marconi (a cura di), *International macroeconomics in the wake of the global financial crisis*, Springer, 2018, pp. 129-155.

Nel complesso dei paesi avanzati l'inflazione è scesa al di sotto degli obiettivi delle banche centrali (fig. 1.1.b). La Riserva federale, con l'intensificarsi dei rischi al ribasso per la crescita globale, ha progressivamente ridotto il tasso di riferimento a 1,50-1,75 per cento (fig. 1.2.a).

Alla fine dell'anno si intravedevano segnali di stabilizzazione, grazie all'avvio del *phase-one deal* tra Stati Uniti e Cina e all'accordo sulla Brexit (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2020), nonché ai primi segni di ripresa nel comparto manifatturiero e nel commercio.

Il rapido diffondersi dell'epidemia all'inizio del 2020 ha bruscamente mutato il quadro macroeconomico; ha indotto i governi dei vari paesi a imporre misure di contenimento del contagio gradualmente più stringenti, fino all'interruzione delle attività produttive giudicate non essenziali. Ne è seguito un deterioramento generalizzato e profondo dell'attività economica in tutti i paesi avanzati.

Negli Stati Uniti, sulla base di stime preliminari, nel primo trimestre il PIL è diminuito del 4,8 per cento; in aprile le valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) hanno continuato a peggiorare nel comparto manifatturiero e sono bruscamente scese nel settore dei servizi, che rappresenta più dei due terzi del prodotto totale. In soli due mesi il tasso di disoccupazione è salito di oltre dieci punti percentuali, raggiungendo quasi il 15 per cento, ben al di sopra del valore toccato durante la crisi finanziaria globale. Il *weekly economic index*, un indice sintetico che misura l'attività economica in tempo reale calcolato dalla Federal Reserve Bank di New York, a metà maggio indicava una contrazione del prodotto pari al 12 per cento sui dodici mesi.

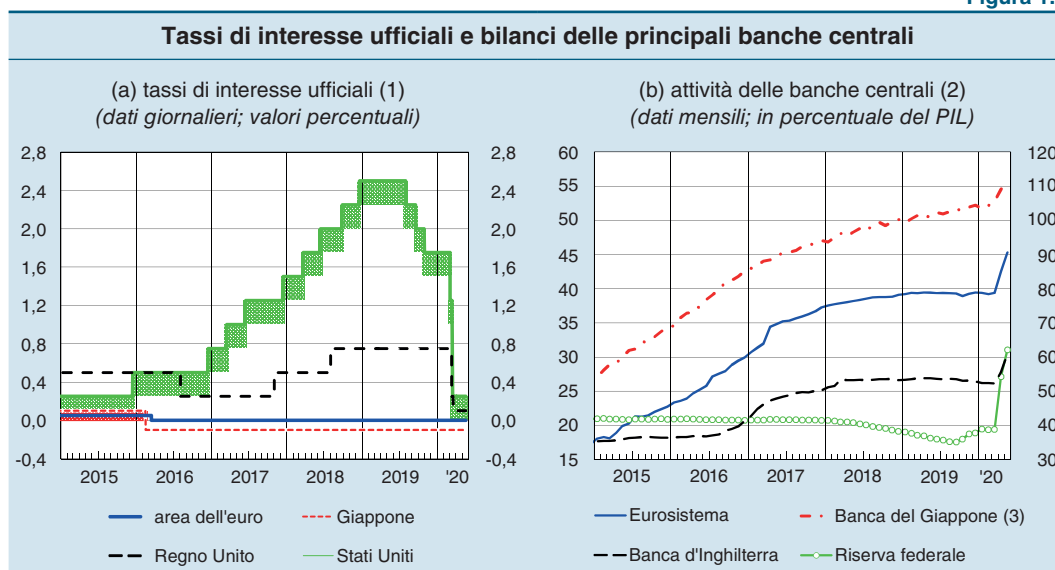
Nel Regno Unito gli interventi di contenimento del contagio hanno portato a una caduta eccezionale dei PMI nel comparto dei servizi e, in maniera meno marcata, in quello manifatturiero. Sulla base di stime preliminari, il PIL nel primo trimestre si è ridotto del 7,7 per cento.

In Giappone, dove la diffusione dell'epidemia è stata inizialmente meno accentuata, solo all'inizio di aprile sono state adottate misure più stringenti sulla mobilità delle persone e sulle attività commerciali, senza tuttavia interrompere le attività produttive. La fiducia delle imprese manifatturiere, rilevata dall'indagine Tankan, è comunque peggiorata notevolmente e i programmi di investimento sono stati ridimensionati.

La risposta delle politiche economiche è stata vigorosa in tutti i paesi avanzati. In marzo la Riserva federale e la Banca d'Inghilterra hanno ridotto i tassi di riferimento della politica monetaria. La Banca del Giappone, che finora non ha variato i tassi, ha annunciato possibili interventi futuri. Sono stati inoltre rafforzati i programmi di acquisto di titoli pubblici e privati.

Le banche centrali dei principali paesi avanzati hanno adottato misure eccezionali per contrastare le forti tensioni emerse in diversi segmenti di mercato, per assicurare liquidità al sistema finanziario e per preservare la continuità dei flussi di credito all'economia (cfr. il riquadro: *La risposta delle banche centrali all'emergenza Covid-19*). Si sono ampliati i bilanci delle banche centrali: quello della Riserva federale ha raggiunto il 31 per cento del prodotto interno lordo, con un incremento di quasi 12 punti percentuali in soli due mesi (fig. 1.2.b).

Figura 1.2



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per gli Stati Uniti: intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds; per il Giappone: tasso sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati (fino al 15 febbraio 2016 la politica monetaria della Banca del Giappone si è basata solo su un obiettivo quantitativo; in seguito, anche sul tasso ufficiale di riferimento); per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra. – (2) Per tutte le banche centrali valori in rapporto al PIL annuale del 2019. Dal 2 ottobre 2014 la Banca d'Inghilterra include solo le attività acquisite attraverso operazioni di politica monetaria (oltre il 90 per cento del totale). – (3) Scala di destra.

LA RISPOSTA DELLE BANCHE CENTRALI ALL'EMERGENZA COVID-19

La Riserva federale. – La Riserva federale ha: (a) abbassato di 150 punti base l'intervallo obiettivo dei tassi sui federal funds (a 0,00-0,25 per cento); (b) aumentato l'offerta di liquidità alle controparti attraverso operazioni di pronti contro termine giornaliere e settimanali (500 e 1.000 miliardi di dollari, rispettivamente); (c) ridotto il costo associato all'utilizzo della *discount window* e azzerato il coefficiente di riserva obbligatoria; (d) creato la *Primary Dealer Credit Facility*, per erogare alle controparti prestiti garantiti da un'ampia gamma di attività finanziarie, quali *mortgage-backed securities*, *asset-backed securities* (ABS), obbligazioni societarie e carta commerciale.

La banca centrale statunitense ha inoltre posto in essere interventi mirati a garantire la liquidità di specifici mercati e a incentivare l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese, a fronte di una parziale copertura dal rischio di credito con fondi del Tesoro.

Per sostenere la liquidità nel mercato monetario, la Riserva federale è intervenuta sia direttamente, attraverso acquisti di carta commerciale (*Commercial Paper Funding Facility*), sia indirettamente, fornendo alle controparti prestiti garantiti da titoli da queste acquistati dai fondi comuni del mercato monetario (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, MMLF). A sostegno della liquidità delle Amministrazioni locali, è stato creato uno specifico strumento (*Municipal Liquidity Facility*) per finanziare direttamente, per la prima volta nella storia, l'emissione di debito a breve scadenza di Stati, città e contee, per un ammontare complessivo di 500 miliardi di dollari.

La Riserva federale ha istituito inoltre una serie di *facilities* per agevolare in modo più diretto il credito a medio termine a famiglie e imprese, per un ammontare

complessivo di 1.800 miliardi di dollari. Di questi, 100 miliardi sono indirizzati a finanziare ABS di nuova emissione aventi come attività sottostanti diverse forme di credito, inclusi quello commerciale, agli studenti e al consumo (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*). Le imprese di più grande dimensione possono beneficiare degli acquisti, da parte della Riserva federale, di prestiti sindacati all'emissione e di obbligazioni societarie sui mercati primario e secondario per un ammontare complessivo fino a 750 miliardi di dollari (*Primary Market Corporate Credit Facility* e *Secondary Market Corporate Credit Facility*). La possibilità di intervenire anche a favore di obbligazioni e imprese che, dopo l'approvazione di queste due misure, abbiano subito un abbassamento del rating allo stato di *high yield* rappresenta un importante elemento di novità rispetto al passato. Alle piccole e medie imprese sono destinati 950 miliardi (*Main Street Lending Program*), due terzi dei quali per acquistare dalle banche i prestiti garantiti dalla Small Business Administration ed erogati in relazione al *Paycheck Protection Program* istituito dall'amministrazione federale (cfr. il riquadro: *La risposta delle politiche di bilancio all'emergenza Covid-19*).

Per soddisfare la domanda di valuta statunitense sul mercato internazionale, la Riserva federale ha rafforzato le linee di swap in dollari già esistenti con le altre principali banche centrali, istituendone di nuove con quelle di ulteriori nove paesi¹; ha inoltre consentito a tutte le altre autorità monetarie di accedere a pronti contro termine in dollari a brevissima scadenza a fronte dei titoli pubblici statunitensi da queste detenuti e depositati in custodia presso la Riserva federale stessa (*Foreign and International Monetary Institutions Repo Facility*).

La Banca d'Inghilterra. – La Banca d'Inghilterra ha diminuito il tasso di riferimento allo 0,10 per cento (dallo 0,75), il livello più basso mai toccato; ha ampliato di 200 miliardi di sterline (a 645 miliardi) l'*Asset Purchase Facility*, includendo tra gli acquisti anche obbligazioni di imprese non finanziarie con elevato merito di credito (*investment grade*). Ha inoltre reintrodotta due *facilities* per fornire prestiti alle istituzioni finanziarie: la prima per prestiti a tre mesi garantiti da attività poco liquide (*Contingent Term Repo Facility*), la seconda per prestiti a più lungo termine a tassi uguali o vicini a quello di policy le cui quantità sono proporzionali al credito erogato alle imprese (*Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs*). A sostegno del governo britannico, la Banca d'Inghilterra ha infine temporaneamente esteso una linea di credito a breve termine che potrà essere utilizzata per normalizzare i flussi di cassa del governo centrale e assicurare il funzionamento dei mercati; gli eventuali prelievi dovranno essere ripagati entro l'anno in corso (*Ways and Means Facility*).

La Banca del Giappone. – Nell'ambito della propria strategia di controllo della curva dei rendimenti, la Banca centrale giapponese ha manifestato l'intenzione di acquistare titoli pubblici nella quantità che sarà necessaria, rimuovendo il

¹ Le banche centrali con linee di swap già attive con la Riserva federale erano la Banca centrale canadese, la Banca d'Inghilterra, la Banca centrale europea, la Banca del Giappone e la Banca centrale svizzera; il 19 marzo 2020 sono state avviate linee di swap temporanee (con durata di almeno sei mesi) con le Banche centrali di Australia, Brasile, Corea, Danimarca, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Singapore e Svezia.

precedente limite di 80.000 miliardi di yen. Per garantire liquidità ai mercati e facilitare l'accesso al credito, ha aumentato l'ammontare di acquisti di carta commerciale e obbligazioni private fino a 20.000 miliardi di yen, e ha raddoppiato quello degli acquisti di fondi di investimento. Ha inoltre creato uno strumento per sostenere il credito a famiglie e imprese, concedendo alle banche prestiti a un anno senza interessi e remunerando il controvalore delle attività da queste offerte in garanzia (*Special Funds-Supplying Operations*).

Le banche centrali dei paesi emergenti. – Nei paesi emergenti le banche centrali sono intervenute sui tassi di riferimento a partire dalla metà di febbraio. La liquidità dei mercati interbancari locali è stata sostenuta con l'aumento della frequenza delle operazioni di mercato aperto, l'allungamento delle scadenze e l'ampliamento del novero di attività stanziabili come collaterale. In numerose giurisdizioni inoltre sono stati ridotti i coefficienti di riserva obbligatoria. Per agevolare la raccolta in valuta, varie banche centrali hanno attivato accordi di swap in dollari con la Riserva federale.

La straordinarietà dell'attuale crisi ha indotto le autorità monetarie di alcuni paesi emergenti, che tradizionalmente evitano il ricorso a misure di allentamento quantitativo, ad annunciare possibili acquisti di titoli del debito pubblico, anche riformando le leggi che in alcuni casi lo proibivano, come in Brasile e nella Repubblica Ceca.

La Banca centrale cinese ha adottato un orientamento della politica monetaria moderatamente espansivo, che si è riflesso nel calo di 30 punti base del tasso sulla *Medium Term Lending Facility* e di quello sulle riserve in eccesso detenute presso la Banca centrale (per la prima volta dal 2008). Per attenuare le tensioni sul mercato interbancario è stata offerta liquidità a diverse scadenze, sono stati abbassati i tassi sui *reverse repo* a sette giorni e sono stati ridotti di 100 punti base i coefficienti di riserva obbligatoria (di ulteriori 100 per alcune categorie di intermediari). La Banca centrale cinese ha inoltre attivato strumenti per sostenere i finanziamenti alle imprese, in particolare a quelle cruciali per fronteggiare l'emergenza sanitaria e a quelle di minore dimensione. Sul piano prudenziale è stato riaperto il programma di swap delle obbligazioni perpetue emesse dalle banche, al fine di rafforzarne il patrimonio, di assorbire il potenziale deterioramento della qualità dell'attivo e di irrobustire la loro capacità di sostenere l'economia reale. Sono stati diminuiti gli accantonamenti obbligatori sui crediti deteriorati ed è stata offerta la possibilità di allungare il periodo oltre il quale occorre classificare le attività come inesigibili. Nel complesso questi interventi hanno facilitato l'erogazione del credito e consentito una maggiore emissione di obbligazioni pubbliche e private.

Dalla metà di marzo i governi hanno mobilitato risorse ingenti a sostegno dell'economia: circa il 14 per cento del prodotto negli Stati Uniti, il 22 in Giappone e il 23 nel Regno Unito. Tali risorse sono destinate sia al finanziamento di interventi con un impatto diretto e immediato sul disavanzo pubblico (quali il potenziamento del sistema sanitario e gli aiuti a famiglie e imprese), sia alla concessione di prestiti e garanzie sul credito alle imprese (cfr. il riquadro: *La risposta delle politiche di bilancio all'emergenza Covid-19*).

Nelle economie avanzate più colpite dalla pandemia l'entità degli interventi (in rapporto al prodotto) è stata più rilevante rispetto ai paesi emergenti; maggiore è inoltre risultato il ricorso a provvedimenti privi di impatto diretto e immediato sul disavanzo delle Amministrazioni pubbliche (misure indirette), come l'erogazione di prestiti e la concessione di garanzie (per i principali paesi dell'area dell'euro, cfr. il riquadro: *Le politiche di bilancio discrezionali nei principali paesi dell'area dell'euro in risposta all'emergenza Covid-19* del capitolo 2).

I paesi emergenti, per contro, hanno fatto ampio ricorso a misure dirette (con un impatto immediato sul bilancio pubblico), nell'ambito di interventi di dimensioni complessive in media più contenute. In un contesto di deflussi di capitali, cui è seguito un deprezzamento delle valute e un aumento degli spread sovrani, molti paesi emergenti devono infatti fronteggiare la pandemia con una ridotta capacità di agire sulla leva di bilancio, soprattutto in presenza di un debito pubblico più elevato, come nel caso dell'India, o con un maggior fabbisogno di finanziamenti esterni, come nel caso di Argentina, Brasile e Turchia.

Con riferimento alle misure dirette, il sostegno alle imprese è stato attuato in quasi tutti i principali paesi attraverso rinvii di scadenze fiscali. Per i lavoratori e le famiglie, nelle economie avanzate si è ricorso in misura maggiore a un rafforzamento degli ammortizzatori sociali, mentre in quelle emergenti, dove questi meccanismi sono meno sviluppati, sono stati utilizzati per lo più trasferimenti (Brasile) o aiuti alimentari (India).

La dimensione delle politiche di bilancio risulta considerevole. Secondo l'FMI alla metà di aprile i paesi del G20 avevano già annunciato misure dirette per un ammontare pari al 3,5 per cento del PIL, simile a quello stanziato complessivamente tra il 2008 e il 2010 in risposta alla crisi finanziaria globale¹.

Negli Stati Uniti il pacchetto principale (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, CARES) ammonta a circa 2.300 miliardi di dollari, cui se ne aggiungono circa 700 provenienti da altri atti legislativi (per un ammontare complessivo dell'ordine del 14 per cento del PIL). Circa un quinto di queste risorse è destinato al potenziamento delle strutture ospedaliere, all'espansione dei programmi *Medicare* e *Medicaid* e alle Amministrazioni locali. Gli interventi a sostegno dei redditi personali, per i quali sono stati stanziati circa 600 miliardi, riguardano principalmente due strumenti: i trasferimenti diretti ai cittadini, con un massimo di 1.200 dollari per le fasce di reddito medio-basse (fino a 75.000 dollari); il rafforzamento dell'indennità di disoccupazione, che è stata estesa sia nella durata (13 settimane aggiuntive), sia nella platea dei beneficiari, tra i quali sono inclusi anche i lavoratori autonomi e quelli della *gig economy*. Il sostegno alle imprese avviene attraverso il differimento di alcune scadenze fiscali e, in misura maggiore, con prestiti e garanzie. Per quelle piccole e medie è stato attivato un programma (*Paycheck Protection Program*) attraverso il quale la Small Business Administration

¹ FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2020.

garantisce prestiti a condizioni agevolate per sostenere i costi operativi, in primo luogo quelli per salari e stipendi; tali prestiti sono destinati a trasformarsi in sussidi a fondo perduto per le imprese che non riducono la forza lavoro. Ai 350 miliardi di dollari di fondi stanziati nel CARES per questo programma, interamente esauriti già alla metà di aprile, il governo ne ha in seguito aggiunti 310. Circa 450 miliardi sono stati posti a garanzia dei prestiti che la Riserva federale potrà erogare nei confronti delle grandi imprese (cfr. il riquadro: *La risposta delle banche centrali all'emergenza Covid-19*).

Nel Regno Unito sono stati approvati interventi per circa 500 miliardi di sterline (quasi il 23 per cento del PIL), destinati per due terzi a garantire l'erogazione di credito alle imprese attraverso tre strumenti: la *Covid Corporate Financing Facility*, gestita dalla Banca d'Inghilterra per conto del Tesoro, che potrà acquistare carta commerciale di imprese di grande dimensione e in buone condizioni finanziarie prima della crisi; per le piccole e medie imprese, il *Coronavirus Business Interruption Loan Scheme*, che offre garanzie su prestiti bancari fino a 5 milioni di sterline, per l'80 per cento dell'importo accordato, e il *Bounce Back Loan Scheme*, che invece garantisce l'intero ammontare per prestiti fino a 50.000 sterline. Altre misure hanno riguardato la concessione di sgravi fiscali alle imprese e la sospensione dell'IVA (complessivamente quasi 50 miliardi di sterline) e un sostegno ai lavoratori e alle famiglie in difficoltà (circa 100 miliardi); sono stati stanziati 10 miliardi per il rafforzamento del sistema sanitario nazionale.

Il governo giapponese ha approvato un piano che ammonta a circa il 22 per cento del PIL (117 trilioni di yen), di cui quasi la metà (45 trilioni) è destinata a erogare prestiti a piccole e medie imprese da parte di istituzioni finanziarie pubbliche, come la Japan Finance Corporation, e a fornire garanzie sul credito concesso dalle banche private. Le altre risorse serviranno a finanziare agevolazioni fiscali alle imprese (26 trilioni), trasferimenti diretti a famiglie e imprese (15 trilioni) e al sistema sanitario (2,5 trilioni). Circa un decimo del pacchetto è dedicato al rilancio dell'economia nella fase post-emergenza, attraverso incentivi a favore dei settori della ristorazione, del turismo e delle attività ricreative, nonché mediante investimenti nelle infrastrutture.

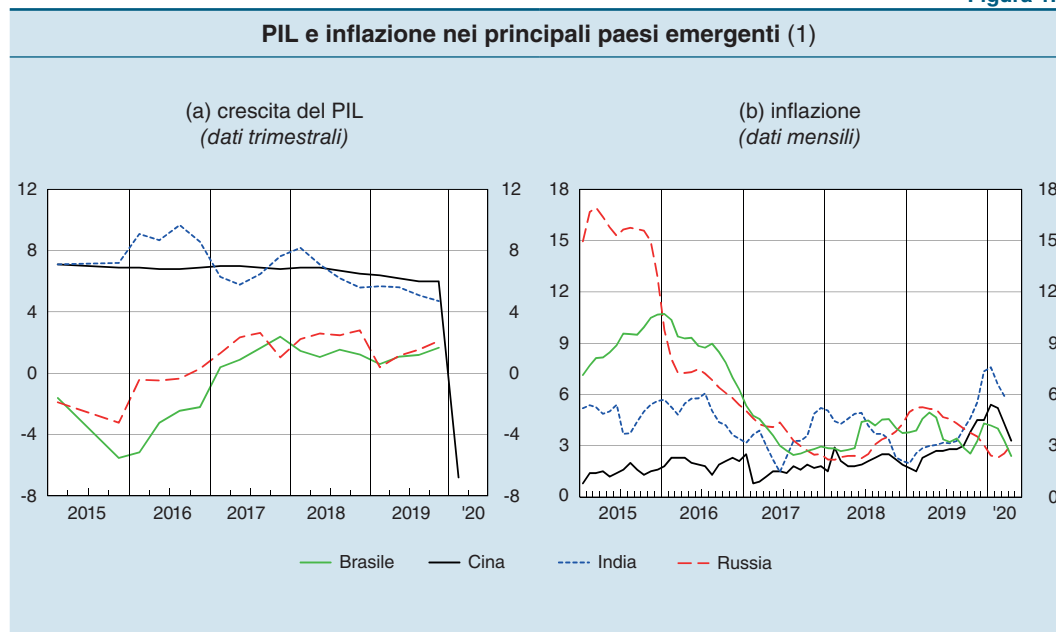
In Cina il governo ha inizialmente previsto interventi per 2.600 miliardi di renminbi, pari al 2,5 per cento del PIL. Circa la metà delle risorse stanziata è già stata utilizzata, prevalentemente per il settore sanitario (prevenzione e contenimento dell'epidemia di Covid-19, produzione di materiale sanitario, investimenti nel comparto). Inoltre gli esborsi per i sussidi di disoccupazione sono stati accelerati, le scadenze fiscali per famiglie e imprese sono state rimandate e i versamenti per i contributi pensionistici sono stati sospesi. L'altra metà delle risorse è destinata all'aumento degli investimenti in infrastrutture. Il 17 aprile sono state annunciate ulteriori misure per un ammontare pari al 3 per cento del prodotto interno lordo, che porteranno a un potenziamento degli stabilizzatori automatici e all'ampliamento degli investimenti. Questi ultimi saranno finanziati con risorse iscritte direttamente nel bilancio delle Amministrazioni pubbliche, a differenza di quanto avvenne nel 2008-09 quando le ampie misure di stimolo vennero attuate prevalentemente attraverso veicoli finanziari fuori bilancio.

Le misure adottate in risposta alla pandemia dovrebbero comportare, secondo le stime formulate dall’FMI all’inizio di aprile, un aumento del disavanzo pubblico di quasi 10 punti percentuali negli Stati Uniti e di oltre 6 punti nel Regno Unito. Considerando anche il pacchetto fiscale adottato in dicembre per contrastare gli effetti restrittivi del rialzo della tassa sui consumi (pari all’1,9 per cento del prodotto), in Giappone le risorse stanziare per l’emergenza sanitaria determinerebbero un incremento del disavanzo di oltre 4 punti percentuali.

Nonostante gli interventi vigorosi delle politiche economiche, negli scenari previsivi dell’FMI di aprile, peraltro soggetti a forti rischi al ribasso, la pandemia potrebbe provocare una riduzione dell’attività economica nei paesi avanzati del 6,1 per cento nell’anno in corso, con una ripresa solo del 4,5 per cento nel 2021. La caduta del prodotto sarebbe più accentuata nel Regno Unito e negli Stati Uniti, del 6,5 e del 5,9 per cento, rispettivamente, e poco maggiore del 5 per cento in Giappone. Il rapporto tra debito pubblico e PIL salirebbe ovunque marcatamente, di oltre 20 punti percentuali negli Stati Uniti (al 131 per cento) e di oltre 10 in Giappone e nel Regno Unito.

Le principali economie emergenti. – Nei paesi emergenti i contraccolpi sociali ed economici, causati sia dalle misure di contenimento interne sia dalle ripercussioni globali, si inseriscono in un contesto di maggiore fragilità rispetto alla situazione precedente la crisi finanziaria globale e potrebbero risultare più profondi e prolungati di allora. Il progressivo esaurirsi dell’impulso alla crescita derivante dall’integrazione commerciale si è accompagnato nell’ultimo decennio a una minore spinta riformatrice, al calo del prezzo delle materie prime e a un maggiore indebitamento delle imprese, anche in valuta estera. Nel 2019 la debolezza della crescita aveva già indotto molti paesi ad attuare interventi monetari e fiscali più espansivi, riducendo in parte gli spazi di manovra economica disponibili allo scoppio della crisi.

Figura 1.3

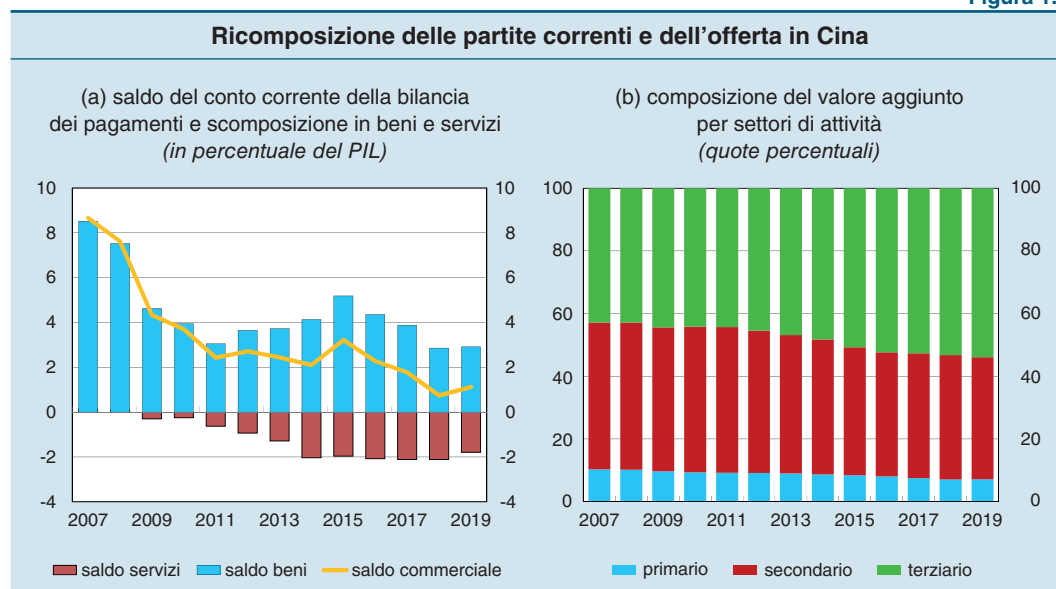


Fonte: statistiche nazionali.
 (1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

In Cina lo scorso anno il PIL ha rallentato al 6,1 per cento, appena sopra la soglia minima dell'intervallo obiettivo, fissato dal governo tra il 6,0 e il 6,5 per cento (fig. 1.3). Sul risultato hanno pesato l'inasprimento della guerra commerciale con gli Stati Uniti e le misure prudenziali introdotte dalle autorità per ridurre la leva finanziaria delle imprese e contenere l'espansione del sistema bancario ombra. È peggiorata la qualità delle esposizioni delle banche di minore dimensione, più orientate al finanziamento delle imprese piccole e medie; hanno inoltre avuto luogo alcune crisi di intermediari con attivi contenuti, e un numero crescente di default nel mercato delle obbligazioni.

È proseguito il ribilanciamento dell'attività economica dalla manifattura verso il settore terziario, che ha visto la sua quota sul PIL crescere di quasi un punto percentuale (fig. 1.4). La progressiva riduzione dell'avanzo di conto corrente riflette sia la minore eccedenza nel commercio di beni, sia il maggiore disavanzo in quello di servizi. Questa ricomposizione – che ha portato la Cina, con una quota dell'8,6 per cento, al secondo posto nel mondo per importazioni di servizi (soprattutto per l'aumento dei flussi turistici in uscita) – ha accresciuto l'esposizione globale all'andamento della domanda cinese.

Figura 1.4



Fonte: FMI e statistiche nazionali.

La rapida diffusione del virus nel gennaio scorso, in concomitanza con l'inizio delle vacanze per il capodanno cinese, ha spinto le autorità ad adottare eccezionali azioni di contenimento dapprima nella sola città-epicentro, Wuhan, poi progressivamente in tutto il paese. È stata limitata la circolazione delle persone, anche attraverso la riduzione dei trasporti, ed è stata prolungata la chiusura di scuole, attività produttive e commerciali non essenziali, ben oltre il periodo di interruzione per le festività legate al capodanno. Le autorità del paese sono intervenute in modo intenso e tempestivo per sostenere l'economia, sia sul fronte monetario sia su quello fiscale.

Nel mese di marzo il paese ha iniziato un lento percorso di ritorno verso la normalità. La ripresa delle attività produttive si è concentrata prevalentemente nel settore industriale, in particolare dei prodotti elettronici e dei macchinari elettrici, mentre si è mantenuta più limitata nel terziario, severamente colpito nei trasporti, nella ristorazione e nel turismo,

comparti che rappresentano circa il 10 per cento del valore aggiunto complessivo. Nel primo trimestre dell'anno il PIL ha subito una contrazione del 6,8 per cento. Secondo le previsioni dell'FMI nel 2020 la crescita del prodotto si arresterebbe all'1,2 per cento, il valore più basso dall'avvio delle riforme economiche nel 1978.

In India nel 2019 il tasso di crescita è sceso al 5,3 per cento, risentendo della debolezza dei consumi privati e degli investimenti. All'inizio del mese di marzo del 2020 si sono registrati nel paese i primi contagi e sono stati introdotti interventi di contenimento progressivamente più stringenti su tutto il territorio nazionale. La Banca centrale indiana è intervenuta con tagli ai tassi di riferimento, con un allentamento dei requisiti prudenziali, con acquisti di titoli pubblici e a sostegno della valuta. Le misure di bilancio annunciate sono mirate a rafforzare il sistema sanitario e a garantire l'accesso della popolazione ai generi di prima necessità; sono inoltre previste agevolazioni fiscali per le piccole e medie imprese e garanzie pubbliche sulla concessione di prestiti bancari. Nelle ultime stime dell'FMI la crescita rallenterebbe all'1,9 per cento; il disavanzo dovrebbe rimanere stabile, mentre il debito pubblico salirebbe di 2,4 punti percentuali, al 74,3 per cento. L'impatto di una diffusione su larga scala del coronavirus potrebbe essere rilevante in un paese in cui, secondo i dati della Banca Mondiale, oltre l'80 per cento della popolazione è impiegata nel settore informale, senza alcuna misura di protezione sociale, e circa un quinto vive in condizioni di povertà assoluta.

In Brasile nel 2019 la crescita è stata contenuta. La diffusione dell'epidemia e il conseguente crollo dei prezzi delle materie prime hanno causato un deterioramento delle prospettive per l'anno in corso. Il governo ha annunciato interventi per circa l'8 per cento del PIL, di cui quasi un quinto destinato a trasferimenti monetari a favore dei 70 milioni tra lavoratori informali e sottoccupati, che rappresentano il 40 per cento della popolazione in età lavorativa. Dal mese di marzo la Banca centrale è intervenuta ripetutamente, anche a sostegno del cambio e con misure per un aumento della liquidità pari al 17 per cento del prodotto interno lordo (all'incirca cinque volte quanto immesso dopo la crisi finanziaria globale). Secondo le stime dell'FMI il prodotto interno lordo si contrarrebbe nel 2020 del 5,3 per cento.

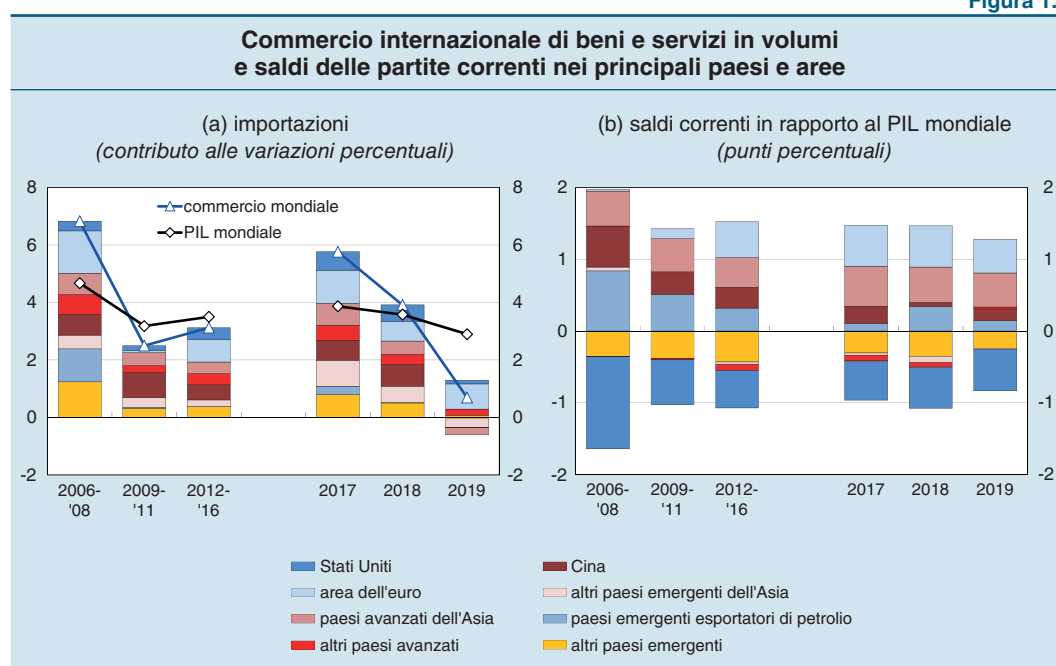
In Russia le prospettive alla fine dello scorso anno apparivano moderatamente positive. Le politiche economiche, già accomodanti all'inizio del 2020, sono diventate decisamente espansive dal mese di marzo in concomitanza con la diffusione dell'epidemia. La Banca centrale è intervenuta dapprima a sostegno del rublo, sotto pressione per l'andamento delle quotazioni del petrolio, e poi mediante iniezioni di liquidità, taglio del tasso di riferimento e misure regolamentari mirate. Il governo ha adottato provvedimenti di entità pari al 2,8 per cento del PIL. Il crollo del prezzo del greggio avrà un forte impatto sulle finanze del paese, in quanto il settore petrolifero rappresenta circa la metà delle esportazioni e delle entrate fiscali. Secondo le stime dell'FMI nel 2020 il disavanzo del settore pubblico aumenterebbe di sette punti percentuali, al 4,8 per cento del PIL, e il prodotto scenderebbe del 5,5 per cento.

Il commercio internazionale

Nel 2019 gli scambi di beni e servizi, secondo nostre stime, sono cresciuti meno dell'1 per cento, dal 4,2 dell'anno precedente, risentendo del rallentamento dell'attività globale e dell'acuirsi delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti. In base ai

dati dell'FMI, gli scambi di beni in volume avrebbero ristagnato, riflettendo minori importazioni del continente americano e dell'Asia (fig. 1.5) e un lieve incremento nello scambio di servizi. Gli squilibri di parte corrente, valutati in rapporto al PIL mondiale, si sono attenuati: a fronte di un aumento dell'avanzo della Cina, si sono ridotti l'avanzo dell'area dell'euro e quello dei paesi esportatori di petrolio nonché, seppure marginalmente, il disavanzo degli Stati Uniti.

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020.

Con il raggiungimento di un primo accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina era aumentato l'ottimismo sulla ripresa degli scambi internazionali. La crisi economica e le misure di contenimento dovute al diffondersi dell'epidemia di Covid-19 hanno tuttavia rapidamente deteriorato le prospettive del commercio mondiale per l'anno in corso. Nel primo trimestre del 2020 le esportazioni di beni cinesi, valutate in dollari a prezzi correnti, sono diminuite di oltre il 13 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019.

In base alle stime del Fondo monetario internazionale il commercio mondiale potrebbe contrarsi dell'11 per cento nel complesso del 2020. Permane tuttavia un'elevata incertezza riguardo sia all'evoluzione della pandemia, sia alle sue ricadute sul prodotto e sugli scambi globali, cui si aggiungono le difficoltà di stima nel caso in cui la crescita globale appaia molto distante dalla sua media di lungo periodo².

Data la natura dello shock, i suoi effetti nel 2020 saranno eterogenei. Gli scambi di servizi – soprattutto nel comparto turistico, che prima dell'attuale crisi rappresentava circa il 7 per cento delle esportazioni totali – sarebbero i più colpiti. Si ridurrebbero inoltre le importazioni di prodotti energetici e di quelli con catene del valore più

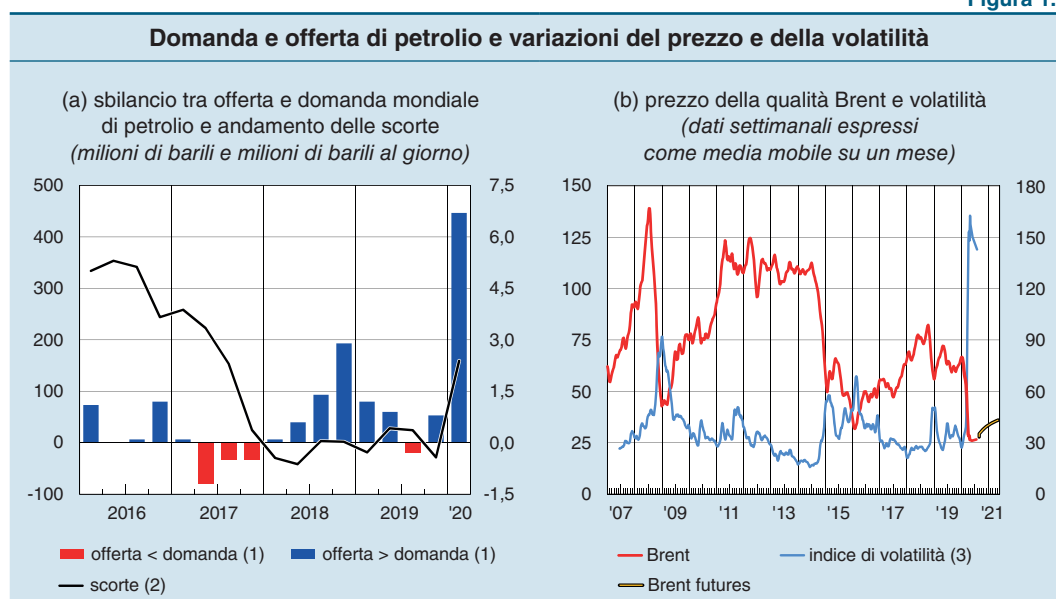
² A. Borin, V. Di Nino, M. Mancini e M. Sbracia, *The cyclical nature of the income elasticity of trade*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1126, 2017; A.G. Gazzani, *Can non-linearity of the income elasticity of trade be exploited for trade forecasting?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

complesse, come i prodotti tecnologici e dell'auto. Potrebbe aumentare lo scambio di medicinali e prodotti medici, che nel 2019 costituivano circa il 5 per cento delle esportazioni totali e la cui produzione è concentrata in un numero limitato di paesi: i primi dieci, tra cui l'Italia, esportavano quasi i tre quarti del totale. Germania, Stati Uniti e Svizzera coprivano il 35 per cento delle esportazioni di medicinali e i primi due Stati, insieme alla Cina, esportavano il 40 per cento dei beni per la protezione personale (come mascherine, disinfettanti, occhiali protettivi).

I prezzi e i mercati delle materie prime

I prezzi del petrolio. – I corsi petroliferi hanno chiuso il 2019 a 68 dollari al barile, con un rialzo di circa il 30 per cento nel complesso dell'anno. Nelle stime dell'International Energy Agency (IEA) la domanda mondiale di petrolio è salita di 0,8 milioni di barili al giorno (MBG) sul 2018, mentre l'offerta è rimasta pressoché stabile, con una crescita di appena 0,2 MBG, portando a una contrazione delle scorte (fig. 1.6.a). La relativa debolezza della domanda è stata più che compensata dal contenimento dell'offerta, dovuto in particolare ai tagli alla produzione decisi alla fine del 2018 e poi prolungati sino a marzo del 2020 da parte dei paesi OPEC e da altri produttori tra cui la Russia (OPEC+).

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati EIA, IEA e Refinitiv.

(1) Milioni di barili al giorno. Scala di destra. – (2) Variazioni rispetto alla media del quinquennio precedente; milioni di barili. – (3) Volatilità implicita dei contratti futures (CBOEOVX); punti percentuali. Scala di destra.

Il mercato petrolifero ha però risentito immediatamente della crisi legata all'epidemia di Covid-19. Già in calo a febbraio, il prezzo del greggio è crollato all'inizio di marzo, in concomitanza con il fallimento delle negoziazioni dell'OPEC+ per la revisione dei tagli alla produzione. Si è ridotta fortemente la domanda mondiale di petrolio a causa della drastica diminuzione del traffico aereo e della limitata mobilità di persone e merci. L'IEA stima, pur con un ampio margine di incertezza, che per il 2020 la domanda mondiale di greggio si contrarrà di circa il 9 per cento nel confronto con l'anno precedente. Il prezzo del petrolio è sceso del 67 per cento rispetto alla fine di gennaio, toccando il 21 aprile i 19 dollari al barile, il livello più basso degli ultimi vent'anni.

In aprile l'OPEC+ ha raggiunto un accordo per un taglio della produzione di 9,7 MBG, circa il 10 per cento della produzione mondiale, nei mesi di maggio e giugno, prevedendo successivamente un riassorbimento graduale fino ad aprile del 2022. L'accordo evita una lotta tra i produttori che avrebbe potuto deprimere ulteriormente i corsi petroliferi, ma appare insufficiente a sostenere i prezzi, in considerazione dell'ampiezza della flessione della domanda nel breve periodo (20 MBG nel secondo trimestre del 2020 rispetto al 2019, nelle stime dell'IEA).

La pendenza della curva futures (data dalla differenza tra il prezzo a pronti e quello dei contratti futures con scadenza tra un anno) si è invertita, diventando positiva con il diffondersi dell'epidemia e indica un eccesso di offerta, come ha dimostrato anche il rapido esaurirsi della capacità di stoccaggio. La volatilità dei contratti futures, una misura dell'incertezza del mercato petrolifero, che in marzo aveva raggiunto livelli mai toccati in precedenza (fig. 1.6.b), è rimasta anche successivamente su valori ben più elevati di quelli registrati nel corso della crisi finanziaria globale.

Una così rapida e intensa caduta dei corsi del greggio mette a repentaglio la redditività di buona parte del settore petrolifero, dati anche gli elevati costi di stoccaggio del greggio invenduto. Per i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente e dell'Asia centrale, i cui bilanci pubblici dipendono dalle quotazioni del greggio, il prezzo che consente il pareggio di bilancio (*fiscal breakeven*) è, secondo le stime dell'FMI, superiore nella maggior parte dei casi a 60 dollari al barile; nel 2020 il disavanzo di bilancio di questi paesi potrebbe quindi arrivare al 10 per cento del PIL. Problemi di sostenibilità finanziaria si stanno manifestando anche tra le imprese che estraggono il petrolio con tecnologie non convenzionali (*shale*), molto diffuse negli Stati Uniti, per le quali è particolarmente significativo il ricorso al debito bancario³. Se i prezzi di petrolio, gas e carbone si mantenessero agli attuali livelli, ne potrebbe risentire il processo di transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio realizzabile attraverso l'utilizzo di fonti alternative.

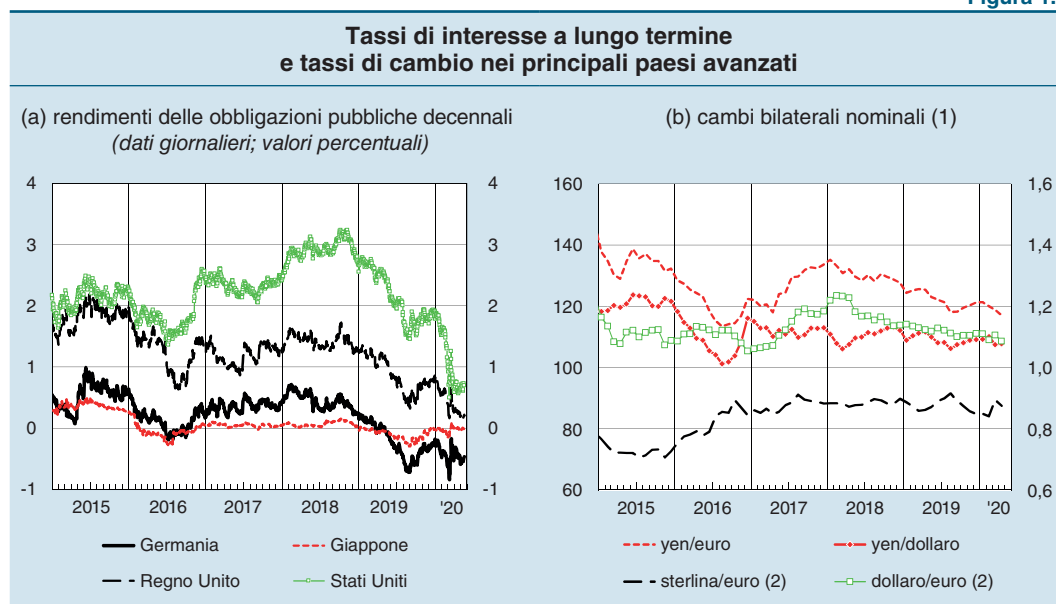
I corsi delle altre materie prime. – I prezzi delle altre materie prime, sostanzialmente stabili nel 2019, sono fortemente diminuiti a seguito della pandemia nei primi mesi di quest'anno, a causa principalmente dell'indebolimento dell'attività economica mondiale. In controtendenza sono invece i corsi dell'oro, a conferma della tradizionale funzione di bene rifugio svolta da questo metallo.

I mercati finanziari internazionali

Nel corso del 2019 i mercati finanziari hanno risentito dell'ulteriore rallentamento dell'attività economica globale e dell'incertezza dovuta alle tensioni protezionistiche, che hanno provocato episodici momenti di accentuata volatilità soprattutto nei mesi centrali dell'anno. L'intonazione più espansiva della Riserva federale e delle altre principali banche centrali ha contribuito a mantenere condizioni complessivamente distese. I tassi di interesse a lunga scadenza hanno proseguito il calo iniziato sul finire dell'anno precedente (fig. 1.7). I premi per il rischio sono rimasti su livelli storicamente

³ F. Ferriani, F. Natoli, G. Veronese e F. Zeni, *Risk premium in the era of shale oil*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1215, 2019.

Figura 1.7



Fonte: Refinitiv, Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per unità della seconda. – (2) Scala di destra.

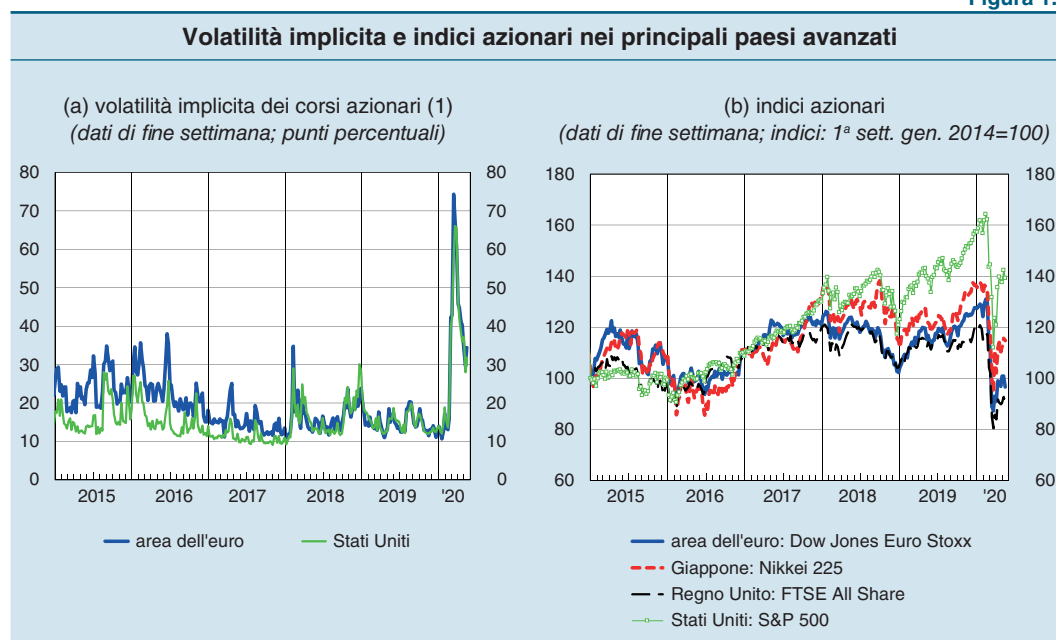
contenuti, anche per le obbligazioni societarie con merito di credito più basso. I corsi azionari hanno recuperato, raggiungendo nuovi massimi storici, via via che le aspettative di una ripresa del dialogo tra Stati Uniti e Cina e di un accordo tra Regno Unito e Unione europea divenivano più concrete.

Nei paesi emergenti lo scorso anno si è concluso con un rialzo dei corsi azionari, un moderato afflusso di capitali, un indebolimento delle valute rispetto al dollaro e una riduzione del costo del debito sovrano (con l'eccezione dell'Argentina, che in agosto ha avviato una ristrutturazione del debito pubblico).

Questa fase di distensione è stata bruscamente interrotta dalla diffusione dell'epidemia, che ha provocato una massiccia ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività più sicure. Nei mercati finanziari dei paesi avanzati, a partire dalla fine di febbraio, forti turbolenze hanno investito tutti i comparti, in un contesto di elevata avversione al rischio: la volatilità si è impennata fino a superare i livelli raggiunti durante la crisi finanziaria globale (fig. 1.8). I corsi azionari sono arrivati ad accumulare perdite nell'ordine del 30 per cento in poche settimane, con punte del 50 per i titoli dei settori più colpiti, come quelli dei trasporti aerei e del petrolio. Negli Stati Uniti i premi per il rischio sulle obbligazioni private sono rapidamente saliti, fino a 11 punti percentuali per i titoli *high yield* e a 5 punti per quelli con merito di credito più elevato. Una percentuale significativa di questi ultimi, in caso di riduzione del rating da parte delle principali agenzie, perderebbe lo stato di *investment grade* e si troverebbe a fronteggiare condizioni di accesso al mercato notevolmente peggiori.

Il forte aumento della domanda di liquidità ha avuto ripercussioni anche su diversi segmenti del mercato monetario, mettendo a repentaglio la capacità delle imprese di finanziare la propria operatività (in particolare con l'emissione di carta commerciale) e dei fondi di investimento di fare fronte ai picchi nelle richieste di rimborso degli investitori. Ha attraversato momenti di difficoltà anche il mercato dei titoli del Tesoro

Figura 1.8



Fonte: Refinitiv.

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

statunitense oltre le scadenze più brevi. L'incremento della domanda di liquidità è stato molto marcato pure sul mercato internazionale del dollaro, che si è apprezzato rapidamente nei confronti delle altre valute, rendendo più onerosa la raccolta in dollari da parte delle imprese e degli intermediari degli altri paesi.

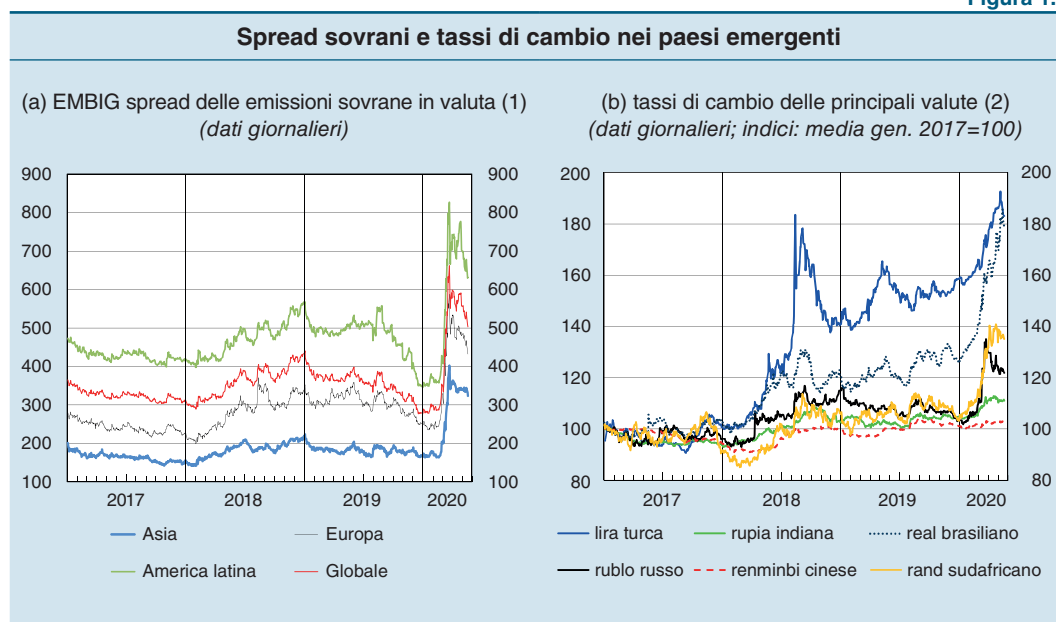
I mercati finanziari delle economie emergenti sono stati pesantemente colpiti dal calo repentino della propensione al rischio degli investitori internazionali⁴. Ne è conseguita una caduta generalizzata delle quotazioni azionarie, un aumento degli spread sovrani e un forte deprezzamento delle valute (fig. 1.9). Sono state particolarmente dure le ripercussioni sulle economie esportatrici di materie prime, tra cui il Brasile, la Colombia e il Messico, e sui paesi con più elevato fabbisogno di finanziamenti esterni (quali la Turchia e il Sudafrica).

Nel primo trimestre di quest'anno le economie emergenti hanno registrato il maggiore deflusso di capitali mai raggiunto, quasi 100 miliardi di dollari, ossia lo 0,4 per cento del loro PIL. Nei paesi con regimi di cambio flessibili i movimenti della valuta avevano aiutato in un primo momento ad assorbire lo shock globale⁵. A fronte del rapido deterioramento dei fondamentali economici e dell'elevata esposizione in valuta estera, alcune di quelle economie sono tuttavia dovute intervenire sul mercato dei cambi per limitare cali eccessivi, erodendo parte delle riserve valutarie. Gli accordi di swap e le operazioni di pronti contro termine attivati dalla Riserva federale hanno fornito una maggiore disponibilità di dollari alle banche centrali dei paesi beneficiari, mitigando le pressioni sulle valute. I mercati dei cambi rimangono comunque tesi,

⁴ F. Ferriani, *Portfolio flows to emerging markets in periods of stress: an event study perspective*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁵ A. Ciarlone e D. Marconi, *Financial spillovers to emerging economies: the role of exchange rates and domestic fundamentals*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura 1.9



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Refinitiv.

(1) J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global (EMBIG); lo spread misura la differenza tra i rendimenti delle emissioni sovrane in valuta dei principali paesi emergenti e i rendimenti delle obbligazioni pubbliche statunitensi. – (2) Tassi di cambio rispetto al dollaro; un aumento dell'indice segnala un deprezzamento.

in particolare nelle economie con minori riserve valutarie e maggiore indebitamento in valuta. Tale debolezza è aggravata dai forti aumenti del costo del debito.

Dalla fine di marzo gli interventi delle banche centrali e dei governi hanno favorito un allentamento delle tensioni nei mercati finanziari globali (cfr. il riquadro: *La risposta delle banche centrali all'emergenza Covid-19*). Il miglioramento è stato peraltro solo parziale, dato anche il marcato deterioramento delle condizioni di fondo e le incerte prospettive di ripresa dell'economia mondiale.

Le misure adottate dalle istituzioni finanziarie internazionali. – Le principali istituzioni finanziarie internazionali hanno risposto prontamente all'emergenza sanitaria adottando misure finalizzate a dare un sostegno economico immediato ai paesi colpiti. L'FMI ha ampliato il ricorso ai prestiti previsti in situazioni di emergenza quali disastri naturali e conflitti, che non sono condizionati all'adozione di un programma economico di aggiustamento. Sono stati incrementati i massimali di finanziamento, commisurati alle quote dell'FMI sottoscritte dai singoli Stati, relativi al *Rapid Financing Instrument* (RFI), di cui possono beneficiare tutti i membri, e alla *Rapid Credit Facility* (RCF), riservata a quelli a basso reddito e caratterizzata da condizioni di finanziamento agevolate. Dall'inizio della pandemia, più di 100 paesi si sono rivolti al Fondo e per oltre 50 di loro sono stati stanziati finanziamenti per un ammontare superiore a 20 miliardi di dollari.

Il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha inoltre approvato una nuova linea di finanziamento precauzionale a breve termine per paesi con fondamentali solidi, la *Short-term Liquidity Line* (SLL), concepita per fronteggiare il rischio di deflussi di capitale cui sono soggette in questa fase soprattutto le economie emergenti.

L'attuale dotazione di risorse del *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT) dell'FMI – per i prestiti a condizioni agevolate (tra cui quelli erogati mediante la RCF) destinati ai paesi a basso reddito – potrebbe rivelarsi insufficiente e sono in corso negoziati per un suo rafforzamento. Come ulteriore sostegno alle economie più povere, l'FMI ha allentato i criteri di accesso al *Catastrophe Containment and Relief Trust* (CCRT), attraverso il quale 29 Stati potranno beneficiare della sospensione del servizio del debito nei confronti del Fondo stesso, fino a un massimo di due anni.

Al fine di incrementare le riserve ufficiali a livello globale, l'FMI ha inoltre proposto una nuova allocazione generale di diritti speciali di prelievo per 500 miliardi di dollari di cui 16 sarebbero diretti ai paesi a basso reddito. Gli Stati Uniti si sono finora opposti.

Un'importante misura a sostegno dei paesi a basso reddito, promossa dalla Banca Mondiale e dall'FMI e approvata dal G20, prevede la sospensione, da parte di tutti i creditori ufficiali bilaterali, del servizio del debito sino alla fine del 2020. I beneficiari sono i paesi senza debiti arretrati nei confronti del Fondo e della Banca Mondiale che hanno richiesto finanziamenti all'FMI mediante la RFI e la RCF.

Le banche multilaterali di sviluppo hanno stanziato 200 miliardi di dollari per fronteggiare l'emergenza sanitaria, ampliare gli ammortizzatori sociali, fornire liquidità e garanzie sui prestiti alle imprese; l'importo complessivo risulta più che raddoppiato rispetto alla media degli impegni finanziari sostenuti negli ultimi cinque anni.

Il G20, oltre a esprimere pieno appoggio a tutte le misure adottate dalle istituzioni finanziarie internazionali, ha approvato lo scorso aprile un piano di azione (*Action Plan*) per affrontare in modo coordinato l'emergenza sanitaria ed economica; il piano verrà aggiornato costantemente con l'evolversi della crisi.

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

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

Nel 2019 il prodotto nell'area dell'euro è cresciuto dell'1,2 per cento, ben al di sotto delle previsioni formulate un anno prima; ha rallentato in tutti i principali paesi. Il settore industriale si è indebolito, in special modo in Germania, dove l'attività ha segnato una brusca diminuzione, in particolare nel settore automobilistico. Alla riduzione della dinamica del PIL ha contribuito soprattutto l'andamento dell'interscambio commerciale.

Dalla fine del febbraio di quest'anno l'epidemia di Covid-19 si è progressivamente estesa a tutti i paesi dell'area. Il conseguente calo della spesa di famiglie e imprese e l'adozione, dal mese di marzo, di misure di contenimento del contagio da parte dei governi hanno determinato una forte contrazione dell'attività economica, già in rallentamento nello scorcio del 2019. Gli indicatori disponibili suggeriscono un'ulteriore e diffusa riduzione nei mesi primaverili. Anche l'occupazione ne ha risentito, flettendo in tutti i principali paesi.

Nella media del 2019 l'inflazione al consumo è scesa all'1,2 per cento, per effetto della netta decelerazione dei prezzi dei beni energetici; la componente di fondo è rimasta stabile all'1,0 per cento, per il secondo anno consecutivo. L'inflazione si è indebolita ulteriormente a partire dal marzo 2020, in connessione con la forte caduta della domanda.

I singoli paesi hanno varato ampi interventi di bilancio per contenere gli effetti della pandemia e sostenere famiglie, lavoratori e imprese. Secondo le previsioni della Commissione europea, pubblicate lo scorso 6 maggio, nel 2020 l'indebitamento netto nella media dei paesi dell'area ammonterà all'8,5 per cento del PIL (0,6 per cento nel 2019). Il rapporto medio tra il debito e il prodotto aumenterebbe di quasi 17 punti percentuali rispetto al valore registrato nel 2019, collocandosi sopra il 100 per cento.

Le istituzioni europee hanno accresciuto i margini di manovra per i bilanci nazionali rendendo più flessibile l'utilizzo dei fondi strutturali e la normativa sugli aiuti di Stato, e consentendo deroghe temporanee alle regole di bilancio comuni. Hanno inoltre predisposto nuove linee di prestito agli Stati membri (per 340 miliardi di euro, attraverso uno strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza e una nuova linea di credito precauzionale rinforzata del Meccanismo europeo di stabilità) e la creazione di un fondo di garanzia della Banca europea degli investimenti (BEI) per mobilitare risorse a beneficio delle imprese (per 200 miliardi). Infine le istituzioni europee hanno convenuto di lavorare alla creazione di un fondo per la ripresa, in grado di offrire una risposta adeguata alla crisi.

La fase ciclica

Nel 2019 il PIL è cresciuto nell'area dell'euro dell'1,2 per cento, con un rallentamento rispetto all'anno precedente in tutte le principali economie (tav. 2.1). L'attività industriale si è contratta, risentendo soprattutto del brusco calo in Germania.

Tavola 2.1

PIL nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2017	2018	2019	2019				2020
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Area dell'euro (2)	2,5	1,9	1,2	0,5	0,1	0,3	0,1	-3,8
Francia	2,3	1,7	1,3	0,4	0,3	0,3	-0,1	-5,8
Germania	2,5	1,5	0,6	0,5	-0,2	0,3	-0,1	-2,2
Italia	1,7	0,8	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	-4,7
Spagna	2,9	2,4	2,0	0,6	0,4	0,4	0,4	-5,2

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.

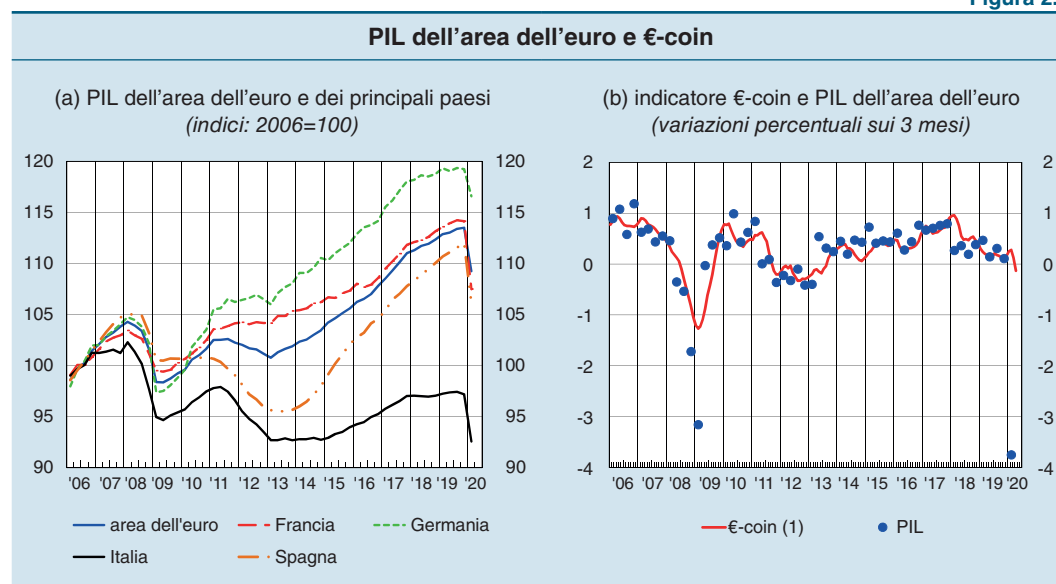
Nel complesso dell'area gli investimenti fissi lordi sono aumentati; tra i maggiori paesi sono saliti soprattutto in Francia e in Germania. Anche la spesa delle famiglie è cresciuta, beneficiando del rafforzamento del reddito disponibile. L'interscambio commerciale ha frenato il PIL, per 0,5 punti percentuali (nel 2018 aveva fornito un apporto positivo di 0,4 punti): all'accelerazione delle importazioni si è accompagnato il rallentamento delle esportazioni (al 2,5 per cento, dal 3,3 nel 2018), che hanno risentito della prosecuzione delle tensioni commerciali.

Nel primo trimestre del 2020 l'attività economica ha subito le conseguenze del diffondersi dell'epidemia, registrando una contrazione del 3,8 per cento, la più ampia dall'avvio dell'Unione economica e monetaria. La flessione ha riguardato tutti i principali paesi. Il blocco dell'attività in numerosi comparti, determinato anche dalle misure di contenimento del contagio adottate dai governi, si è tradotto in marzo in un calo dell'occupazione, pari a -0,1 per cento in Germania e in Italia (dove è stato in parte attenuato dall'operare dei meccanismi di integrazione salariale; cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*), e a -1,8 in Spagna (dove in aprile si è avuta una nuova diminuzione del 3,6 per cento); nel complesso dell'area l'occupazione è scesa dello 0,2 per cento nella media dei primi tre mesi.

I dati riferiti ad aprile indicano che le prospettive per il secondo trimestre sono ancora nettamente sfavorevoli; 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, è decisamente diminuito, a -0,13 (era 0,28 in febbraio;

fig. 2.1.b). Gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese sono scesi ai livelli più bassi dall'avvio della rilevazione sia nella manifattura sia nei servizi, dove il calo è stato particolarmente accentuato. Secondo le inchieste della Commissione europea l'ESI, l'indicatore composito della fiducia di famiglie e imprese, calcolato su dati parziali, è diminuito drasticamente nel complesso dell'area. In Francia gli indici di fiducia di famiglie e imprese rilevati dall'INSEE sono scesi. In Germania l'indicatore ZEW, che rileva la fiducia di circa 300 esperti di economia e finanza, dopo essere diminuito in marzo al livello più basso da dicembre del 2011, è risalito nei due mesi successivi, pur registrando un brusco peggioramento delle valutazioni sulla situazione economica corrente. L'indicatore IFO, che misura la fiducia delle aziende tedesche, si è portato su valori minimi nel confronto storico. L'indicatore EEI elaborato dalla Commissione europea, che rileva le aspettative sull'occupazione delle imprese, ha segnato una forte flessione, sia nella media dell'area (-30,1 punti), sia nei principali paesi (-22,6 punti in Francia e -14,8 in Germania).

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 2020*.

I prezzi e i costi

Nel 2019 l'inflazione al consumo dell'area dell'euro è scesa all'1,2 per cento, dall'1,8 dell'anno precedente. L'incremento dei prezzi si è attenuato in tutte le maggiori economie (1,4 e 1,3 per cento rispettivamente in Germania e in Francia, 0,6 in Italia). L'inflazione al netto delle componenti più volatili si è mantenuta modesta, collocandosi all'1,0 per cento, come nei due anni precedenti. Si è confermata la maggiore tenuta della dinamica dei prezzi dei servizi (1,5 per cento; fig. 2.2), cui si contrappone il sostanziale ristagno di quelli dei beni non energetici (0,3 per cento). La componente energetica ha nettamente rallentato, dal 6,4 per cento del 2018 all'1,1.

Nei primi mesi del 2020 l'inflazione si è fortemente ridotta, scendendo allo 0,7 per cento in marzo e allo 0,3 in aprile. Vi hanno influito il crollo delle quotazioni petrolifere

(da inizio anno, e in maniera più intensa in marzo e aprile; cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*) e la repentina caduta della domanda determinata dalla diffusione dell'epidemia. In aprile l'inflazione di fondo si è collocata allo 0,9 per cento; i prezzi dell'energia sono diminuiti del 9,7. La pressoché totale inattività in molti paesi di alcuni comparti dei servizi, come quelli ricettivi e di ristorazione e i trasporti, insieme alle difficoltà di rilevazione dei prezzi incontrate dalla maggior parte degli uffici di statistica, suggeriscono cautela nell'interpretazione del dato dell'inflazione relativo al mese di aprile.

L'impatto dell'emergenza sanitaria si è riflesso sulle aspettative di inflazione. Quelle sul 2020 degli operatori professionali censiti da Consensus Economics sono scese dall'1,1 per cento di marzo allo 0,3 di maggio; quelle rilevate dalla Banca centrale europea nell'indagine presso i previsori (*Survey of Professional Forecasters*) sono passate dall'1,2 per cento di gennaio allo 0,4 di maggio. Indicazioni ancora più nette sono desumibili dai mercati finanziari sulle scadenze di più lungo periodo: le attese di inflazione ricavate dai rendimenti degli *inflation swaps* sull'orizzonte di due anni erano nella prima settimana di maggio pari allo 0,3 per cento, quelle a cinque anni intorno allo 0,5 per cento.

I mercati finanziari

Nel 2019 i mercati finanziari dell'area dell'euro hanno beneficiato in misura sostanziale dell'allentamento delle condizioni monetarie nelle principali economie avanzate, volto a contrastare i segnali di rallentamento della congiuntura economica e di indebolimento delle dinamiche inflazionistiche interne. La persistente incertezza sulle relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e sul processo di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit) ha determinato temporanei aumenti dell'avversione al rischio degli investitori, innescando nei momenti di massima tensione una ricomposizione dei portafogli verso le attività finanziarie ritenute più sicure. I rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi si sono ridotti, collocandosi dalla primavera dello scorso anno su valori negativi, pur risalendo lievemente in autunno (fig. 2.3.a). I premi per il rischio di credito sovrano sono diminuiti sensibilmente (fig. 2.3.b), beneficiando tra l'altro della politica monetaria della BCE. Anche i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono scesi, sia nel settore *investment grade*, sia in quello *high yield*. L'indice generale della borsa dell'area è salito di circa il 20 per cento, a fronte di un aumento dell'8 dell'indice del comparto bancario.

Figura 2.2

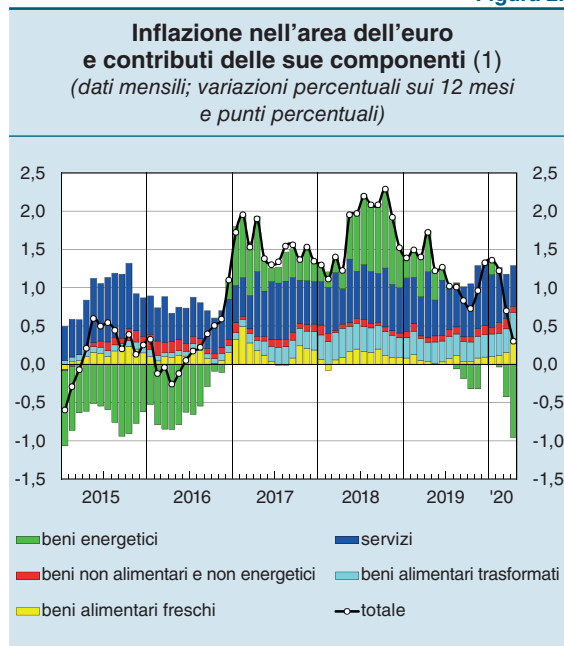
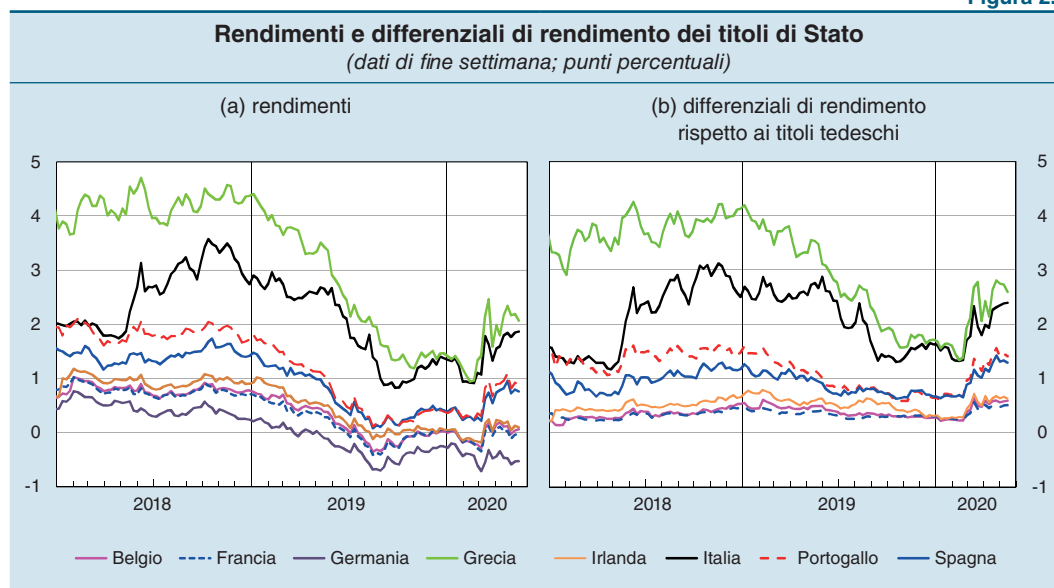


Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Nel primo quadrimestre del 2020 le condizioni dei mercati finanziari sono decisamente peggiorate, di pari passo con il diffondersi dell'epidemia di Covid-19, che ha determinato una rapida revisione al ribasso delle prospettive del quadro macroeconomico.

Una prima fase di forti tensioni sui mercati ha avuto inizio alla fine di febbraio, in corrispondenza con il rapido diffondersi dell'emergenza sanitaria in Europa e con la progressiva adozione di provvedimenti di contenimento dell'epidemia. Le preferenze degli investitori si sono indirizzate verso attività rifugio, determinando un apprezzamento di valute ritenute più sicure, come lo yen e il franco svizzero. La volatilità dei rendimenti dei titoli di Stato è salita rapidamente e i premi per il rischio di credito sovrano sono aumentati in misura marcata in tutti i paesi dell'area (cfr. il riquadro: *Le reazioni dei mercati finanziari al diffondersi dell'epidemia* del capitolo 14).

Le tensioni sui mercati si sono intensificate dalla seconda settimana di marzo, nonostante l'avvio delle prime misure di sostegno al sistema produttivo. Gli operatori di mercato hanno continuato a liquidare le loro posizioni in attività finanziarie a più alto rischio, generando una spirale negativa tra vendite e illiquidità che ha amplificato il calo delle quotazioni. Nella fase più critica le vendite si sono estese alle attività ritenute più sicure, in un contesto di impellente necessità di liquidità degli operatori e di elevata volatilità; ne è derivato un brusco aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. I corsi azionari sono scesi in misura senza precedenti; nell'area dell'euro tra il 21 febbraio e il 18 marzo l'indice generale di borsa è diminuito del 36 per cento, quello bancario del 48. La volatilità implicita nelle opzioni sugli indici azionari ha raggiunto i massimi toccati durante la crisi finanziaria globale del 2008-09. I costi di finanziamento delle società sono saliti rapidamente, riflettendo un aumento marcato dei premi per il rischio di credito delle imprese.

Le tensioni sui mercati si sono significativamente ridotte a seguito dei provvedimenti adottati dai governi e dall'Eurosistema, finalizzati a contrastare gli effetti recessivi della

pandemia, preservare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e stabilizzare i mercati finanziari. La portata eccezionale di tali interventi ha permesso di riassorbire parte del rialzo degli spread sovrani dell'area dell'euro; ha inoltre favorito una ripresa delle quotazioni azionarie e un calo della volatilità e degli spread delle obbligazioni private.

In aprile e maggio i prezzi delle attività finanziarie dell'area dell'euro hanno continuato a mostrare forti oscillazioni, innescate da aumenti repentini dell'avversione al rischio degli investitori, a loro volta generati dalla diffusione di dati marcatamente negativi sulla congiuntura economica dell'area dell'euro e mondiale. Si è acuita l'incertezza sulle prospettive delle misure di contenimento nei paesi avanzati e sulle modalità di una risposta di bilancio comune a livello dell'area a sostegno dell'economia.

Tra l'inizio del 2020 e il 19 maggio l'indice generale dei corsi azionari nell'area dell'euro è sceso del 22 per cento; quello del comparto bancario del 47 per cento. I rendimenti dei titoli di Stato decennali sono diminuiti di 28 punti base in Germania e in misura più contenuta nei Paesi Bassi e in Francia (di 17 e 13 punti base, rispettivamente), mentre quelli dei paesi più vulnerabili sono aumentati (di 40 punti base in Grecia, 32 in Portogallo, 22 in Italia e 17 in Spagna).

La risposta delle istituzioni europee all'emergenza Covid-19

Per attenuare gli effetti economici della pandemia di Covid-19, le istituzioni europee sono intervenute potenziando strumenti esistenti e introducendone di nuovi. Tali interventi si affiancano alle misure di bilancio adottate dagli Stati membri (cfr. il riquadro: *Le politiche di bilancio discrezionali nei principali paesi dell'area dell'euro in risposta all'emergenza Covid-19*), a quelle di politica monetaria deliberate dal Consiglio direttivo della BCE, tra cui il nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP; cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*) e alle misure introdotte dal Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM; cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

LE POLITICHE DI BILANCIO DISCREZIONALI NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO IN RISPOSTA ALL'EMERGENZA COVID-19

I principali provvedimenti d'urgenza adottati in Germania, Francia e Spagna¹ a seguito dell'epidemia di Covid-19 sono stati finalizzati a potenziare i servizi sanitari nazionali, sostenere il reddito di lavoratori e famiglie e alleviare i problemi di liquidità delle imprese (per una descrizione degli interventi in Italia, cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). Complessivamente tali provvedimenti, in larga parte destinati a maggiori spese, aumenterebbero l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2020 di oltre il 4,5 per cento del prodotto in Germania², quasi il 2 in Francia e oltre il 3 in Spagna (4,5 per cento in Italia). I governi hanno inoltre

¹ I dati relativi al PIL, alle misure adottate e al loro impatto sull'indebitamento netto sono desunti dai rispettivi Programmi di stabilità per il 2020 dei paesi considerati.

² Il valore indicato si riferisce essenzialmente all'effetto delle misure discrezionali adottate dal governo federale.

rafforzato il sistema delle garanzie pubbliche sul credito all'economia con interventi che, in rapporto al PIL, ammontano complessivamente a circa il 25 per cento in Germania, al 14 in Francia e a oltre il 9 in Spagna (oltre il 30 per cento in Italia).

Germania. – Il Parlamento ha approvato un aumento del disavanzo federale per il 2020 di oltre 150 miliardi, di cui circa 30 dovuti a minori entrate. Tali interventi, insieme al peggioramento macroeconomico, porterebbero il disavanzo per quest'anno a circa sette punti percentuali del prodotto, a fronte di un avanzo di quasi un punto stimato in autunno. Le principali misure prevedono: (a) maggiori spese per la gestione della pandemia, incluse quelle che riguardano la sanità (55 miliardi); (b) trasferimenti *a tantum* a favore di piccoli imprenditori e lavoratori autonomi di ammontare massimo individuale pari a 15.000 euro (50 miliardi); (c) un rafforzamento dei sussidi di disoccupazione e un contributo per le spese di alloggio e di riscaldamento (complessivamente 7,5 miliardi); (d) maggiori spese per lo sviluppo di un vaccino e per l'acquisto di dispositivi personali di protezione (3,5 miliardi).

Sono state ampliate le garanzie pubbliche (per oltre 800 miliardi)³ concesse dai *Länder* (63 miliardi) e dal governo federale attraverso le banche di garanzia, la banca di sviluppo promozionale *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (oltre 350 miliardi) e il nuovo Fondo di stabilizzazione economica (400 miliardi). Quest'ultimo è stato istituito anche per finanziare programmi di partecipazione nel capitale di imprese (fino a 100 miliardi) e prestiti (fino a 100 miliardi).

Francia. – Il Parlamento francese ha approvato misure che aumentano l'indebitamento netto per 42 miliardi. Alla luce del peggioramento macroeconomico e dei provvedimenti varati, la stima del governo per il disavanzo dell'anno in corso è pari al 9 per cento del PIL (contro circa il 2 stimato in autunno). Le principali misure prevedono: (a) uno schema di integrazione salariale per i lavoratori dipendenti in caso di riduzione dell'orario lavorativo, con copertura totale per i salari fino a 4,5 volte quello minimo (24 miliardi); (b) maggiori spese nel comparto sanitario per l'acquisto di materiale e per la retribuzione del personale (8 miliardi); (c) l'istituzione del *Fonds de solidarité* per aiuti pari ad almeno 1.500 euro a favore di microimprese e lavoratori autonomi che abbiano subito una perdita di almeno il 50 per cento del fatturato (7 miliardi).

Sono stati inoltre aumentati gli stanziamenti destinati alle partecipazioni finanziarie statali in alcune imprese strategiche (20 miliardi) ed è stata accresciuta la dotazione del *Fonds de développement économique et social* per la concessione di prestiti a favore delle imprese in difficoltà (un miliardo).

Infine il governo francese ha istituito tre schemi di garanzie pubbliche: due di questi coinvolgono la banca di sviluppo promozionale *Bpifrance* e riguardano rispettivamente i prestiti commerciali e le linee di credito per le imprese con un massimo di 5.000 dipendenti; il terzo riguarda i nuovi finanziamenti concessi a

³ Tale ammontare include anche alcune garanzie per le quali è previsto un accantonamento, e quindi un effetto sul disavanzo indipendente dalla loro effettiva escussione. Gli accantonamenti sono pari a 1,6 miliardi.

tutti i tipi di società. Complessivamente tali schemi mettono a disposizione 300 miliardi di garanzie pubbliche sui prestiti erogati alle imprese.

Spagna. – Per effetto delle misure adottate e della forte contrazione del PIL, il governo stima che l'indebitamento netto per l'anno in corso superi lievemente i dieci punti percentuali del prodotto (da circa due dello scorso autunno). I provvedimenti varati aumentano l'indebitamento netto di circa 35 miliardi e sono principalmente diretti a: (a) sostenere il reddito dei lavoratori (circa 23 miliardi), in larga parte ricorrendo al potenziamento degli strumenti di integrazione salariale; (b) aumentare le risorse a disposizione del sistema sanitario (oltre 4 miliardi); (c) rafforzare l'assistenza destinata alle famiglie più vulnerabili (1,1 miliardi), anche erogando sussidi per il pagamento degli affitti e dei mutui. Le misure discrezionali hanno determinato un calo delle entrate di circa 6 miliardi, anche attraverso una maggiore flessibilità negli adempimenti tributari e negli sgravi fiscali.

Le garanzie pubbliche introdotte ammontano complessivamente a circa 105 miliardi, di cui 100 relativi a finanziamenti concessi dagli istituti finanziari alle piccole e medie imprese e ai lavoratori autonomi.

Con un primo pacchetto di misure (*Coronavirus Response Investment Initiative*, CRII)¹ la Commissione europea ha consentito una maggiore flessibilità nell'impiego dei fondi strutturali europei² e ha mobilitato il Fondo di solidarietà per fornire assistenza finanziaria ai paesi più colpiti dall'emergenza sanitaria. Successivamente tale iniziativa è stata integrata con ulteriori misure (*Coronavirus Response Investment Initiative Plus*, CRII+), volte tra l'altro a rendere più flessibili i trasferimenti tra programmi e regioni e a consentire agli Stati membri di richiedere che, per l'esercizio di bilancio 2020-21, i progetti legati all'emergenza Covid-19 vengano finanziati interamente dall'Unione europea.

Nell'ambito della regolamentazione degli aiuti di Stato, lo scorso 19 marzo la Commissione ha adottato un quadro temporaneo di regole³ al fine di aumentare gli spazi concessi ai governi per soddisfare i fabbisogni di finanziamento delle imprese a condizioni meno restrittive di quelle vigenti⁴.

¹ Regolamento (UE) 2020/460 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 marzo 2020 che modifica i regolamenti (UE) n. 1301/2013, (UE) n. 1303/2013 e (UE) n. 508/2014 per quanto riguarda misure specifiche volte a mobilitare gli investimenti nei sistemi sanitari degli Stati membri e in altri settori delle loro economie in risposta all'epidemia di Covid-19 (Iniziativa di investimento in risposta al coronavirus).

² In particolare la Commissione europea ha deciso che i paesi non rimborsino i prefinanziamenti ricevuti e non spesi nel 2019; ha inoltre previsto che i fondi strutturali vengano utilizzati per attenuare gli effetti della pandemia, anche attraverso il finanziamento delle spese sanitarie, il sostegno al capitale circolante delle imprese e gli aiuti alle famiglie.

³ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione. Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del Covid-19*, C(2020) 1863 final, 2020.

⁴ Con il quadro temporaneo la Commissione europea ha aumentato, fino al valore nominale di 800.000 euro per impresa, l'importo massimo complessivo di sovvenzioni dirette e prestiti (questi ultimi a tasso zero); ha inoltre previsto la concessione di garanzie fino alla copertura integrale del rischio. La Commissione ha inoltre esteso il campo di applicazione del quadro temporaneo in due occasioni. Nella prima, lo scorso 3 aprile, le modifiche erano tra l'altro mirate a preservare l'occupazione e ad accelerare le attività di ricerca e sviluppo in materia di Covid-19; successivamente lo scorso 8 maggio ha consentito interventi pubblici volti anche a ricapitalizzare o fornire debito subordinato alle imprese in difficoltà.

Con il deteriorarsi delle prospettive la Commissione europea ha ritenuto che sussistessero le condizioni per attivare la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita, che consente temporanee deviazioni dall'obiettivo di bilancio di medio termine o dal percorso di avvicinamento a quest'ultimo e ridefinisce i termini per il rientro dalle situazioni di disavanzo o debito eccessivo raccomandati dal Consiglio della UE⁵. Lo scorso 23 marzo il Consiglio della UE ha approvato la valutazione della Commissione⁶.

Nella riunione del 23 aprile⁷ il Consiglio europeo ha approvato l'accordo su un pacchetto di tre interventi: (a) uno strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE); (b) un fondo di garanzia della BEI per i finanziamenti alle imprese; (c) una nuova linea di credito precauzionale di sostegno per la gestione della crisi pandemica (*Pandemic Crisis Support*) del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM) per le spese pubbliche direttamente o indirettamente connesse con il contrasto della pandemia. I capi di Stato della UE hanno chiesto che le tre misure entrino in vigore dal 1° giugno. I prestiti erogabili dagli strumenti SURE e *Pandemic Crisis Support* ammontano complessivamente a 340 miliardi; le garanzie della BEI possono mobilitare risorse fino a 200 miliardi.

Lo scorso 19 maggio il Consiglio della UE ha adottato SURE. Attraverso questo strumento ai paesi della UE verranno concessi prestiti a condizioni agevolate in relazione alle spese sostenute a partire dal 1° febbraio legate agli schemi di integrazione salariale temporanei o a regimi analoghi di reddito sostitutivo per i lavoratori autonomi (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Il fondo avrà una capacità massima di 100 miliardi e si finanzia attraverso il ricorso al mercato da parte della Commissione europea, beneficiando del rating di credito dell'Unione. I prestiti saranno garantiti dal bilancio della UE e da un sistema di garanzie fornite dai singoli paesi in proporzione ai loro redditi nazionali lordi. L'ammontare complessivo delle garanzie è di 25 miliardi; l'assistenza finanziaria, concessa dal Consiglio su proposta della Commissione, sarà disponibile non appena tutti i paesi si saranno impegnati per la loro quota di garanzie. Lo strumento sarà operativo fino alla fine del 2022, con la possibilità di un'estensione se, nelle valutazioni della Commissione, persisteranno gli effetti economici causati dall'epidemia.

Il 16 aprile 2020 il Consiglio di amministrazione della BEI ha approvato la costituzione di un fondo di garanzia da 25 miliardi, finanziato dagli Stati membri proporzionalmente alle rispettive quote di capitale nella BEI stessa e da contributi esterni (ad esempio dal bilancio della UE). Il fondo sarà operativo non appena un gruppo di Stati membri che rappresentino almeno il 60 per cento del capitale della BEI avrà assunto i necessari impegni; potrà principalmente concedere garanzie su prestiti erogati da intermediari finanziari, mobilitando risorse fino a un massimo di 200 miliardi, a imprese caratterizzate da un rischio elevato, potenzialmente redditizie nel lungo periodo e con problemi di liquidità legati alla pandemia di Covid-19. Tale

⁵ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Consiglio sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita*, COM(2020) 123 final, 2020.

⁶ 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.

⁷ Consiglio europeo, *Conclusioni del presidente del Consiglio europeo a seguito della videoconferenza dei membri del Consiglio europeo, 23 aprile 2020*, comunicato stampa del 23 aprile 2020.

fondo di garanzia si aggiunge a una serie di misure di emergenza (programmi di garanzie e linee di liquidità fornite alle banche, oltre a programmi di acquisto di titoli garantiti da attività), annunciate lo scorso marzo dal gruppo BEI, in cui è compreso il Fondo europeo per gli investimenti (FEI); tali misure sono volte a mobilitare risorse fino a 40 miliardi in favore delle piccole e medie imprese e delle società di media capitalizzazione colpite dalla crisi. La BEI ha inoltre a disposizione circa 6 miliardi per investimenti nel settore sanitario; prevede di destinarne circa 5 a sostegno della lotta contro il coronavirus nei paesi al di fuori della UE.

Il *Pandemic Crisis Support* dell'ESM, operativo dallo scorso 15 maggio, è aperto agli Stati membri che ne facciano richiesta. La sola condizione per l'accesso è che le risorse ottenute siano utilizzate per finanziare i costi diretti e indiretti dell'assistenza sanitaria, delle cure e della prevenzione connessi con la pandemia. L'ammontare disponibile per ciascun paese potrà raggiungere un importo pari al 2 per cento del rispettivo PIL del 2019; l'importo massimo complessivamente erogabile sarebbe quindi di circa 240 miliardi. Nella riunione dell'8 maggio⁸ l'Eurogruppo ha concordato che i prestiti concessi attraverso questa linea di credito, disponibile fino alla fine del 2022, avranno una scadenza media non superiore ai dieci anni e un tasso che rifletterà, oltre al costo di finanziamento dell'ESM, un pagamento aggiuntivo di circa 13 punti base in ragione d'anno. I prestiti non saranno condizionati all'adozione di misure di politica economica; la sorveglianza, limitata alla destinazione delle risorse utilizzate, sarà inserita nell'ambito del semestre europeo.

Nella riunione del 23 aprile il Consiglio europeo ha convenuto di proseguire i lavori per la creazione di un fondo per finanziare le spese necessarie a sostenere la ripresa economica negli stati dell'Unione europea (*Recovery Fund*). A tal fine ha incaricato la Commissione di presentare in tempi brevi una proposta che sia in grado di offrire una risposta di entità adeguata alla crisi, mirata ai settori e alle aree geografiche maggiormente colpite, e che chiarisca il legame con il quadro finanziario pluriennale dell'Unione.

Le politiche di bilancio

I risultati di bilancio. – Nel 2019 il disavanzo nella media dei paesi dell'area è aumentato leggermente (di 0,2 punti percentuali del prodotto, allo 0,6 per cento): la riduzione dell'avanzo primario in rapporto al PIL, pari a 0,4 punti percentuali, è stata in parte compensata dalla flessione dell'incidenza della spesa per interessi, scesa di 0,2 punti, beneficiando di una politica monetaria espansiva.

Secondo le stime della Commissione europea, l'orientamento della politica di bilancio dell'area – misurato dalla variazione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico – è stato lievemente espansivo, a fronte di uno scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (output gap) positivo. In Germania e nei Paesi Bassi, dove l'incidenza del debito sul prodotto è inferiore alla soglia del 60 per cento, l'orientamento della politica di bilancio è stato neutrale; in Italia è stato restrittivo.

⁸ Consiglio europeo, *Eurogroup statement on the Pandemic Crisis Support*, comunicato stampa dell'8 maggio 2020.

Il peso del debito pubblico sul prodotto si è ridotto di 1,8 punti percentuali, all'86 per cento, proseguendo una tendenza avviata nel 2015. Oltre all'avanzo primario, il calo è essenzialmente dovuto all'effetto del differenziale (circa un punto percentuale) tra la crescita del prodotto nominale e l'onere medio del debito. Tra le maggiori economie dell'area, solo nel nostro paese la crescita nominale del PIL è risultata significativamente inferiore a tale onere (-1,3 per cento; su questo tema, cfr. il riquadro: *Differenziale tra onere medio del debito e crescita nominale del PIL: andamento recente e prospettive* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2018).

La pandemia di Covid-19 e le previsioni delle variabili di bilancio della Commissione europea. – Nelle ultime previsioni della Commissione europea, pubblicate lo scorso 6 maggio, l'effetto congiunto della forte contrazione del PIL e delle misure di bilancio espansive adottate dai diversi paesi porta nel 2020 il debito pubblico nell'area dell'euro a 102,7 punti percentuali del PIL, da 86,0 nel 2019. L'aumento coinvolge tutte le economie dell'area, riflettendo la natura globale dell'emergenza sanitaria che ha investito la totalità dei paesi. L'incremento del peso del debito in rapporto al PIL è di circa 16 punti in Germania, 18 in Francia, 20 in Spagna e 24 in Italia. All'effetto meccanico dato dalla caduta del prodotto al denominatore è attribuibile meno del 20 per cento dell'aumento in Germania, il 40 in Francia, circa la metà in Spagna e in Italia.

Per attenuare le conseguenze della pandemia di Covid-19 i governi hanno definito misure di notevole entità volte principalmente a potenziare i servizi sanitari nazionali, a sostenere il reddito dei lavoratori e delle famiglie, ad alleviare i problemi di liquidità di queste ultime e delle imprese (cfr. il riquadro: *Le politiche di bilancio discrezionali nei principali paesi dell'area dell'euro in risposta all'emergenza Covid-19*).

Gli impegni per i cambiamenti climatici

Vi è ampia evidenza scientifica circa gli effetti dei cambiamenti climatici, che hanno importanti ripercussioni economiche. Secondo alcune analisi⁹, la diffusione e i costi sociali delle pandemie potrebbero essere accresciuti dall'inquinamento ambientale associato all'utilizzo dei combustibili fossili; l'attuale emergenza sanitaria renderebbe quindi ancora più importante la riduzione delle emissioni di gas serra.

Fin dalla ratifica del protocollo di Kyoto nel 2002, l'Unione europea si è impegnata ad attuare politiche per contrastare i cambiamenti climatici. Il primo pacchetto integrato di misure, entrato in vigore nel 2009, si prefiggeva per il 2020 una riduzione del 20 per cento delle emissioni di gas serra rispetto ai valori del 1990, con un aumento al 20 per cento della quota di energie rinnovabili e un miglioramento del 20 per cento dell'efficienza energetica. Secondo l'ultimo rapporto dell'Agenzia europea dell'ambiente (European Environment Agency, EEA)¹⁰, l'Italia sarebbe uno

⁹ D.E. Bloom, D. Caderette e JP Sevilla, *Epidemics & economics*, "Finance and development", 55, 2, 2018, pp. 46-49; R. Jordan, *How does climate change affect disease?*, Stanford Earth, School of Earth, Energy and Environmental Sciences, Stanford, 2019; X. Wu et al., *Exposure to air pollution and Covid-19 mortality in the United States: a nationwide cross-sectional study*, medRxiv.org, 2020.

¹⁰ European Environment Agency, *Trends and projections in Europe 2019. Tracking progress towards Europe's climate and energy targets*, EEA Report, 15, 2019.

tra i pochi paesi dell'Unione ad avere raggiunto tutti e tre questi obiettivi. Il secondo pacchetto, adottato nel 2014¹¹, ha fissato obiettivi più ambiziosi per il 2030, portando le percentuali sopra indicate rispettivamente al 40, al 32 e al 32,5 per cento.

Lo scorso dicembre la Commissione europea ha presentato il Green Deal europeo, che ha ulteriormente innalzato l'obiettivo di riduzione delle emissioni di gas serra per il 2030 ad almeno il 50 per cento e ha annunciato l'impegno ad azzerarle entro il 2050. Coerentemente, lo scorso gennaio la Commissione ha presentato il piano di investimenti del Green Deal europeo (*European Green Deal Investment Plan*)¹², volto a utilizzare risorse pubbliche e a sbloccare fondi privati attraverso strumenti di garanzia europei per mobilitare almeno 1.000 miliardi di euro in investimenti sostenibili nei prossimi dieci anni; a tali fondi si affiancherebbero quelli della BEI.

Nelle previsioni di aprile dell'Agenzia internazionale dell'energia¹³ (International Energy Agency, IEA) nel 2020 le emissioni di gas serra diminuirebbero di quasi l'8 per cento rispetto al valore registrato nel 2019. Si tratta della riduzione più cospicua mai realizzata dalla fine della seconda guerra mondiale, superiore a quella del 2009 (fino ad allora la più consistente e anch'essa riconducibile a una profonda recessione). Tuttavia la diminuzione nelle emissioni sarà permanente solo nella misura in cui i sistemi produttivi, in particolare quello energetico, diventeranno strutturalmente più sostenibili. Potranno contribuire a tale evoluzione un maggiore contributo delle energie rinnovabili e dell'efficienza energetica, la diffusione di nuove pratiche di lavoro (telelavoro e videoconferenze) e la promozione di investimenti pubblici nel settore delle tecnologie digitali, che prevedano l'estensione della copertura geografica delle infrastrutture esistenti per garantire l'accesso alle popolazioni più vulnerabili, e che consentano una ridefinizione del modo in cui l'energia viene prodotta ed utilizzata. Lo scorso aprile la Banca Mondiale, in collaborazione con l'Unione internazionale delle telecomunicazioni (International Telecommunication Union, ITU), ha presentato un piano di azione immediato per sviluppare le tecnologie digitali¹⁴; nello stesso mese la Presidente della Commissione europea, in un discorso sull'azione coordinata della UE per combattere la pandemia e le sue conseguenze, ha sottolineato l'importanza di orientare la ripresa verso la costruzione di un'Europa più verde e digitale.

¹¹ Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Quadro per le politiche dell'energia e del clima per il periodo dal 2020 al 2030*, COM(2014) 15 final, 2014.

¹² Commissione europea, *Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano di investimenti per un'Europa sostenibile. Piano di investimenti del Green Deal europeo*, COM(2020) 21 final, 2020.

¹³ IEA, *Global energy review 2020. The impacts of the Covid-19 crisis on global energy demand and CO2 emissions*, Flagship report, aprile 2020.

¹⁴ Banca Mondiale, ITU, GSMA e World Economic Forum, *Covid-19 crisis response: digital development joint action plan and call for action*, 2020.

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2019 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha allentato le condizioni monetarie per contrastare l'indebolimento delle prospettive di crescita e di inflazione. È stato varato un ampio pacchetto di misure, tra cui la riduzione dei tassi ufficiali, il riavvio degli acquisti netti di titoli nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) e l'introduzione di una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3).

Da marzo del 2020 il Consiglio direttivo è intervenuto con decisione, introducendo nuove misure miranti a fronteggiare i gravi rischi per l'attività economica connessi con il diffondersi dell'epidemia di Covid-19 e a garantire l'ordinata trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area dell'euro. Per sostenere l'erogazione del credito a famiglie e imprese ha potenziato le operazioni di rifinanziamento: ha ridotto il costo delle TLTRO3 (da livelli già negativi), ne ha aumentato i fondi complessivamente erogabili (fino a circa 3.000 miliardi di euro), ha introdotto nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine particolarmente vantaggiose. Per contrastare i rischi di segmentazione e assicurare condizioni finanziarie distese ha rafforzato l'APP, accrescendone la dotazione sino alla fine dell'anno; ha avviato un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) che consente di intervenire con flessibilità e decisione nei diversi mercati e paesi, superando i limiti autoimposti negli anni precedenti per gli acquisti di titoli e considerando l'ampliamento degli spread sovrani un rischio da contrastare per garantire l'efficace trasmissione della politica monetaria. Mediante questi due programmi saranno complessivamente acquistati titoli per più di 1.000 miliardi di euro nel corso del 2020.

Il Consiglio ha annunciato che, se necessario, ammontare e composizione del PEPP saranno rivisti per aumentarne l'efficacia; ha ribadito di essere pronto a ricorrere ulteriormente anche agli altri strumenti a sua disposizione in modo che tutti i settori dell'economia, incluso quello pubblico, possano beneficiare di condizioni di finanziamento accomodanti e di un'ampia disponibilità di fondi. La sua azione, complementare a quella dei governi nazionali e delle istituzioni europee (cfr. il riquadro: *Le politiche di bilancio discrezionali nei principali paesi dell'area dell'euro in risposta all'emergenza Covid-19* del capitolo 2), resterà orientata ad alleviare le conseguenze economiche dell'epidemia e a permettere, al termine dell'emergenza, un veloce e deciso recupero della crescita e dell'inflazione.

L'azione di politica monetaria

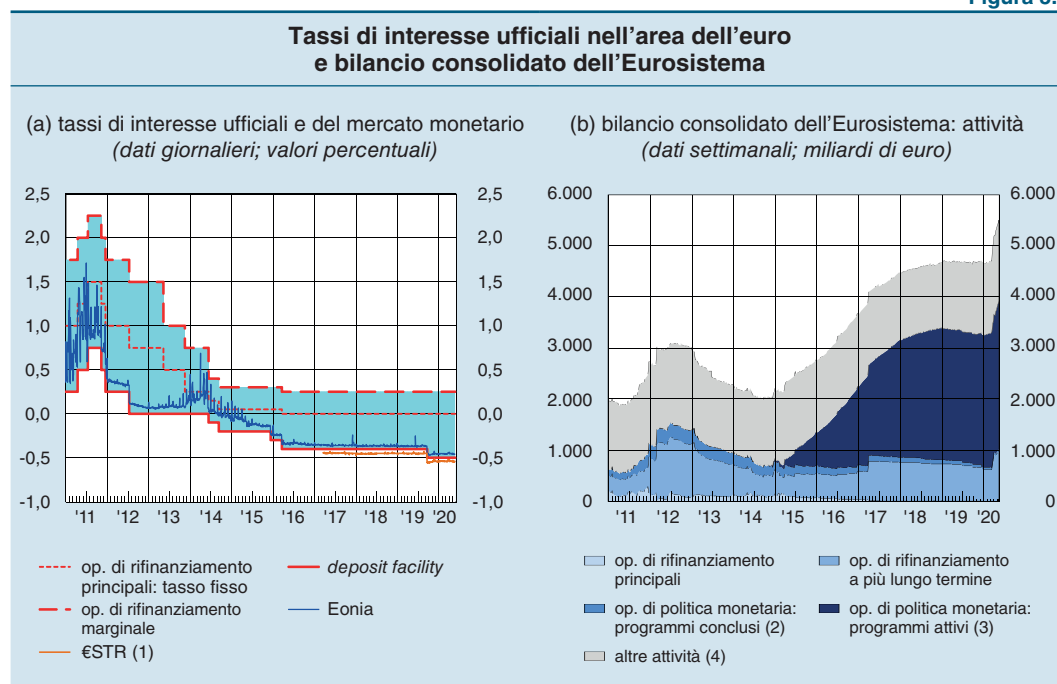
Nel corso del 2019 le prospettive macroeconomiche dell'area sono peggiorate. Il Consiglio direttivo della BCE ha pertanto prolungato la fase di elevato accomodamento

monetario. Nelle riunioni di marzo e giugno dello scorso anno ha rivisto le proprie indicazioni prospettiche (*forward guidance*), estendendo l'orizzonte minimo entro cui si attende di mantenere invariati i tassi di riferimento. Ha inoltre annunciato le operazioni TLTRO3, da condurre con frequenza trimestrale tra settembre 2019 e marzo 2021 e a condizioni di costo che, al pari del programma precedente, incentivano le banche a sostenere l'afflusso di credito a famiglie e imprese.

Nei mesi estivi i segnali di deterioramento del quadro macroeconomico dell'area dell'euro si sono intensificati; sono aumentati i rischi di una diminuzione permanente delle attese di inflazione a medio e a lungo termine su valori non coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi. In linea con l'impegno a reagire con la stessa determinazione a scostamenti dell'inflazione al di sotto o al di sopra dell'obiettivo, seguendo un approccio simmetrico al conseguimento della stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha adottato un ampio pacchetto di misure espansive.

In settembre ha ridotto il tasso di interesse sui depositi presso l'Eurosistema di dieci punti base, a -0,5 per cento (fig. 3.1.a), annunciando l'intenzione di mantenere i tassi di riferimento su livelli pari o inferiori a quelli vigenti fino al ritorno duraturo delle prospettive di inflazione su un livello prossimo al 2 per cento. Ha deciso di riavviare gli acquisti netti nell'ambito dell'APP, a un ritmo mensile di 20 miliardi al mese fino a quando necessario. Ha ridotto il costo delle operazioni TLTRO3 e ne ha esteso la durata. Ha inoltre introdotto un sistema di remunerazione a due livelli delle riserve

Figura 3.1



Fonte: BCE e Refinitiv.

(1) Dal 2 ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario della zona euro. Nel grafico, per il periodo antecedente al 2 ottobre, viene riportato il tasso pre-€STR. Da tale data e fino alla fine del 2021, il tasso Eonia è calcolato come €STR incrementato di 8,5 punti base. – (2) 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). – (3) 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. – (4) Operazioni di rifinanziamento marginale, oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera.

bancarie, esentando le istituzioni creditizie dal pagamento di tassi di interesse negativi su parte dei depositi detenuti presso l'Eurosistema. Quest'ultima decisione intende attenuare il rischio che valori negativi dei tassi di interesse ufficiali possano, oltre un certo livello, avere l'effetto indesiderato di ostacolare la capacità delle banche di erogare credito all'economia.

L'insieme di queste decisioni ha influenzato positivamente le condizioni finanziarie e il quadro macroeconomico dell'area (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle misure della BCE*). Allo stesso tempo il Consiglio ha ribadito la necessità di un sostegno più incisivo alla domanda aggregata da parte delle politiche di bilancio, che rafforzerebbe anche l'effetto espansivo della politica monetaria.

All'inizio del 2020 la diffusione dell'epidemia di Covid-19 ha provocato un rapido e grave deterioramento delle prospettive di crescita e ha innescato forti turbolenze sui mercati finanziari. In marzo e aprile il Consiglio ha adottato un insieme articolato di nuovi interventi, volti a contrastare nell'immediato le pesanti conseguenze economiche della crisi sanitaria e a fronteggiare i rischi per il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area.

In primo luogo ha potenziato le misure miranti a sostenere l'erogazione del credito bancario a famiglie e imprese. A tal fine ha ridotto ulteriormente il costo delle operazioni TLTRO3, fino a -1 per cento per le banche che raggiungeranno l'obiettivo di credito stabilito dal meccanismo di incentivi, e ha aumentato l'importo massimo di fondi erogabili alle controparti, dal 30 al 50 per cento dello stock di prestiti, corrispondente a circa 3.000 miliardi di euro. Ha inoltre introdotto nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO), a un costo pari al tasso medio sulla *deposit facility* e con scadenza nel mese di giugno 2020, in concomitanza con il regolamento della quarta operazione TLTRO3. Successivamente, nella riunione di aprile, ha deciso l'avvio a partire dalla fine di maggio di una nuova serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO), con scadenza nel terzo trimestre del 2021 e a un tasso inferiore di 25 punti base rispetto a quello medio sulle operazioni di rifinanziamento principali. Per permettere agli intermediari di beneficiare appieno di tutte queste operazioni, ha infine deciso di allentare significativamente, fino a settembre del 2021, i criteri di idoneità e le misure di mitigazione dei rischi applicati alle attività conferibili in garanzia. È inoltre intervenuto per limitare l'effetto sulla disponibilità di garanzie di possibili declassamenti di titoli pubblici e privati da parte delle agenzie di rating.

In secondo luogo, per contrastare le turbolenze sui mercati e preservare condizioni di finanziamento favorevoli a famiglie, imprese, banche e governi, ha deliberato una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi per ulteriori acquisti netti nell'ambito dell'APP; successivamente, nel corso di una riunione straordinaria, ha introdotto il PEPP. Quest'ultimo programma sarà attivo sino al termine dell'emergenza e in ogni caso per tutto il 2020; può contare su una dotazione di 750 miliardi per condurre in modo flessibile – nel tempo, tra tipologie di attività e tra paesi – acquisti di titoli pubblici e privati, tra cui anche carta commerciale con adeguato merito di credito. Il programma prevede che siano superati quando necessario i limiti all'acquisto di titoli

che il Consiglio si era autoimposto negli anni precedenti, in particolare le restrizioni relative alla quota parte di un'emissione e all'emittente. Il Consiglio ha precisato che l'ampliamento degli spread sovrani è un rischio per la trasmissione della politica monetaria. In caso di necessità è prevista la possibilità di deviazioni dalle quote di partecipazione al capitale della BCE per la ripartizione degli acquisti tra paesi. L'annuncio e l'attuazione del programma hanno avuto rilevanti effetti immediati, ristabilendo condizioni meno tese sui mercati finanziari (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle misure della BCE*).

GLI EFFETTI DELLE MISURE DELLA BCE

A fronte dell'indebolimento del quadro congiunturale iniziato nel 2019 e del suo brusco peggioramento innescato agli inizi di quest'anno dalla diffusione dell'epidemia di Covid-19, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato nuove misure volte a favorire l'afflusso di credito a famiglie e imprese, preservare la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro, garantire il funzionamento dei mercati finanziari e sostenere l'attività economica.

Dal marzo scorso il Consiglio direttivo ha rafforzato gli acquisti netti di titoli che aveva riavviato nel mese di novembre 2019 nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP); ha introdotto un nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP); ha lanciato nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO, e *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO) a condizioni molto vantaggiose; ha reso più favorevoli le condizioni applicate alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO) già in essere e ancora da attuare¹.

L'utilizzo di questi strumenti è stato immediatamente efficace². Gli effetti del riavvio degli acquisti netti nell'APP e del taglio dei tassi, decisi lo scorso autunno, si sono manifestati già a partire dalla metà di giugno del 2019, all'atto degli annunci del Consiglio direttivo che prefiguravano il maggiore accomodamento monetario. Nel corso dell'estate i rendimenti dei titoli pubblici e privati a lungo termine sono diminuiti in modo consistente; il tasso di interesse sugli *overnight indexed swaps* a dieci anni si è ridotto di oltre 30 punti base; le aspettative di inflazione a lungo termine (a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni in avanti, implicite nei contratti di *inflation swap*) sono aumentate di circa 20 punti base, portandosi all'1,3 per cento.

L'impatto sui mercati finanziari del PEPP deciso il 18 marzo 2020 è stato ancora più marcato: successivamente al suo annuncio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono scesi in modo significativo in tutta l'area dell'euro. I differenziali di

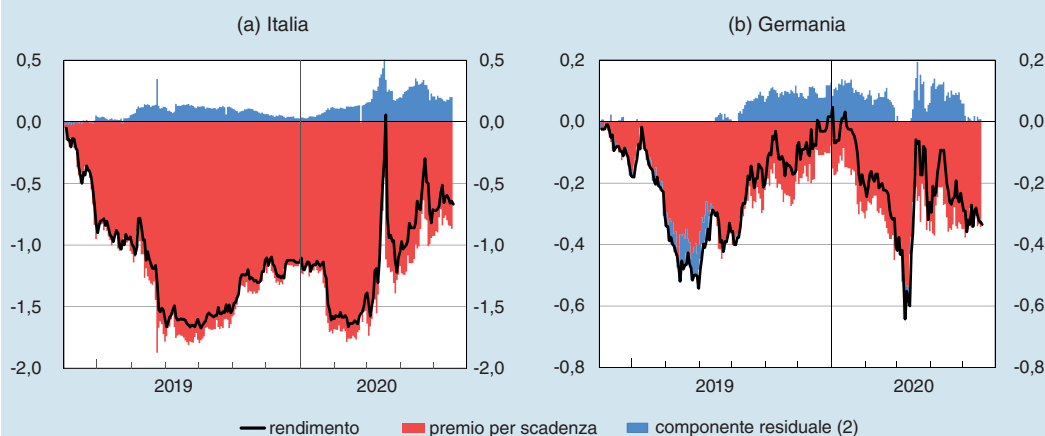
¹ Per una panoramica sulle misure adottate nel marzo 2020, cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*, in *Bollettino economico*, 2, 2020.

² Per maggiori dettagli, cfr. anche *L'economia dell'area dell'euro e le recenti decisioni di politica monetaria*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Giornate di economia "Marcello De Cecco", Lanciano, 28 settembre 2019.

rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi di pari durata sono diminuiti per tutti i paesi dell'area; nella media dell'ultima decade di marzo quello italiano si è riportato su valori inferiori a 200 punti base, da livelli più elevati di circa 50 punti base intorno alla metà del mese. Il calo dei rendimenti indotto dal rafforzamento dell'APP e dall'avvio del PEPP può essere attribuito principalmente alla compressione dei premi per scadenza (figura). Nello stesso arco temporale l'indice generale della borsa italiana ha recuperato circa il 10 per cento; l'euro si è indebolito nei confronti del dollaro (-2,1 per cento), anche a seguito della forte domanda di valuta statunitense connessa con l'acuirsi delle turbolenze nei mercati finanziari.

Figura

Variazione cumulata dei rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi a partire dalla riunione di giugno 2019 del Consiglio direttivo e sue componenti (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Deutsche Bundesbank.

(1) Stime effettuate con il modello proposto in T. Adrian, R.K. Crump e E. Moench, *Pricing the term structure with linear regressions*, "Journal of Financial Economics", 110, 1, 2013, pp. 110-138. – (2) Include tutti i fattori diversi dal premio per scadenza quali la componente relativa alle attese sui tassi a breve termine e il rischio di liquidità.

L'efficacia di questi strumenti negli ultimi anni è confermata dalle analisi prodotte dalla Banca d'Italia e dalla BCE. Vi è evidenza che gli acquisti di titoli pubblici riducono significativamente i premi per scadenza; inoltre, quando i tassi di interesse nominali a breve termine raggiungono il loro limite inferiore effettivo (*effective lower bound*), l'impatto degli acquisti è tanto più grande quanto maggiore è la volatilità dei rendimenti a lungo termine³.

Ulteriori studi mostrano che il programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non bancarie residenti nell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP), annunciato nel marzo 2016, ha prodotto un generalizzato miglioramento delle condizioni del mercato obbligazionario dell'area: stime econometriche basate sulle obbligazioni societarie emesse tra l'inizio del

³ G. Grande, A. Grasso e G. Zinna, *The effectiveness of the ECB's asset purchases at the lower bound*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 541, 2019; F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde e A.L. Vladu, *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve*, European Central Bank, Working Paper Series, 2293, 2019.

2016 e la fine del 2018 suggeriscono che il CSPP ha indotto una diminuzione di uguale dimensione per i differenziali di rendimento all'emissione dei titoli idonei all'acquisto e per quelli dei titoli non idonei. Ciò fa ritenere che su tale dinamica abbiano operato anche effetti indiretti, che dai titoli idonei si sono trasmessi ai loro sostituti più prossimi, tramite un meccanismo di ribilanciamento dei portafogli degli investitori (*portfolio rebalancing channel*)⁴.

Analisi effettuate dalla Banca d'Italia e dall'Eurosistema mostrano che le TLTRO hanno contribuito a sostenere le condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese in tutta l'area dell'euro e in Italia⁵. Tali operazioni (incluse le nuove LTRO e le PELTRO introdotte dallo scorso marzo) sono particolarmente importanti nella fase attuale, in cui si acuisce il rischio che banche, famiglie e imprese non dispongano di fondi sufficienti per fare fronte alle difficoltà finanziarie derivanti dal diffondersi dell'epidemia e dalle conseguenti misure di contrasto (in particolare, le limitazioni alla mobilità e la parziale interruzione dell'attività produttiva).

Tutte le analisi concordano nell'indicare che negli ultimi anni le misure adottate dal Consiglio direttivo hanno fornito un contributo rilevante al sostegno dell'economia e dei prezzi. Secondo le valutazioni della BCE, tra il 2015 e il 2019 tali misure hanno sostenuto la crescita del PIL e l'inflazione dell'area in media per circa 0,5 e 0,3 punti percentuali l'anno⁶.

In risposta all'emergenza derivante dalla pandemia, il Consiglio direttivo ha ribadito che, se necessario, adeguerà ulteriormente tutti gli strumenti a propria disposizione, inclusa la composizione, la dimensione e la ripartizione tra segmenti di mercato del programma di acquisti, per assicurare la regolare trasmissione della politica monetaria in tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro⁷.

⁴ A. Zaghini, *The CSPP at work: yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel*, "Journal of Corporate Finance", 56, 2019, pp. 282-297; T. Mäkinen, F. Li, A. Mercatanti e A. Silvestrini, *Effects of central bank holdings of corporate bonds*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁵ M. Benetton e D. Fantino, *Competition and the pass-through of unconventional monetary policy: evidence from TLTROs*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1187, 2018; D.C. Andreeva e M. García-Posada, *The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition*, European Central Bank, Working Paper Series, 2364, 2020; L. Esposito, D. Fantino e Y. Sung, *The impact of TLTRO2 on the Italian credit market: some econometric evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1264, 2020.

⁶ P.R. Lane, *The monetary policy toolbox: evidence from the euro area*, 21 febbraio 2020.

⁷ BCE, *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, comunicato stampa del 18 marzo 2020.

L'insieme degli interventi adottati ha l'obiettivo di contrastare gli effetti sull'economia derivanti dal diffondersi dell'epidemia e dalle conseguenti misure di contenimento e garantisce più favorevoli condizioni di finanziamento a famiglie, imprese, banche e Amministrazioni pubbliche, che devono raccogliere risorse per la gestione della crisi.

Il Consiglio direttivo ha dichiarato di essere pronto ad ampliare la dotazione del PEPP e a modificarne la composizione nella misura e per il tempo necessario. Ha affermato la propria determinazione a intervenire ulteriormente con tutti gli

strumenti a sua disposizione e ad attuare, nell'ambito del proprio mandato, quanto necessario per sostenere l'economia dell'area dell'euro e per riportare l'inflazione in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Il 5 maggio il Consiglio ha preso atto della decisione della Corte costituzionale federale tedesca che ha parzialmente accolto talune questioni introdotte mediante ricorsi individuali, aventi ad oggetto gli acquisti disposti dalla BCE nel quadro del PSPP. Il Consiglio ha chiarito di essere pienamente determinato a fare tutto il necessario nell'ambito del suo mandato per assicurare che l'inflazione si riporti verso livelli coerenti con il proprio obiettivo di medio termine e che le misure di politica monetaria adottate siano trasmesse a tutti i settori e a tutti i paesi dell'area dell'euro. Ha ricordato che a dicembre del 2018 la Corte di giustizia dell'Unione europea ha stabilito che la BCE agisce nell'ambito del suo mandato¹.

Le operazioni di politica monetaria

L'Eurosistema ha continuato a offrire liquidità alle banche mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Alla fine del 2019 i fondi forniti attraverso le operazioni di rifinanziamento erano pari a 624 miliardi di euro. A fronte dell'emergenza pandemica gli intermediari creditizi dell'area hanno aumentato il ricorso a tali operazioni, principalmente attraverso le LTRO aggiuntive (tav. 3.1); la liquidità erogata è salita di 325 miliardi, collocandosi a 949 miliardi alla fine di aprile (cfr. fig. 3.1.b). In marzo la BCE e le altre principali banche centrali si sono coordinate per migliorare la disponibilità di liquidità in dollari, rendendo più vantaggiose le operazioni di swap in valuta con la Riserva federale; alla fine di aprile le controparti dell'area dell'euro avevano richiesto fondi per un importo di circa 140 miliardi di dollari.

Tavola 3.1

Fondi assegnati con le TLTRO3 e con le LTRO aggiuntive (miliardi di euro)				
TIPO DI OPERAZIONE E DATA DI REGOLAMENTO	Area dell'euro		Italia	
	Importo lordo	Importo netto (1)	Importo lordo	Importo netto (1)
TLTRO3 settembre 2019	3,4	-28,4	0,4	-2,9
TLTRO3 dicembre 2019	97,7	-49,1	32,6	-18,9
TLTRO3 marzo 2020	115,0	22,4	35,1	0,4
LTRO aggiuntive (2)	312,2	–	63,7	–

Fonte: BCE e Banca d'Italia.
(1) L'importo netto dei fondi assegnati è calcolato tenendo conto dei rimborsi delle TLTRO2, effettuati su base volontaria da parte degli intermediari. – (2) Totale aggiudicato nelle operazioni condotte settimanalmente tra il 18 marzo e il 30 aprile con scadenza al 24 giugno 2020.

¹ BCE, *ECB takes note of German Federal Constitutional Court ruling and remains fully committed to its mandate*, comunicato stampa del 5 maggio 2020; Corte di giustizia dell'Unione europea, *sentenza dell'11 dicembre 2018, causa C-493/17*.

Figura 3.2

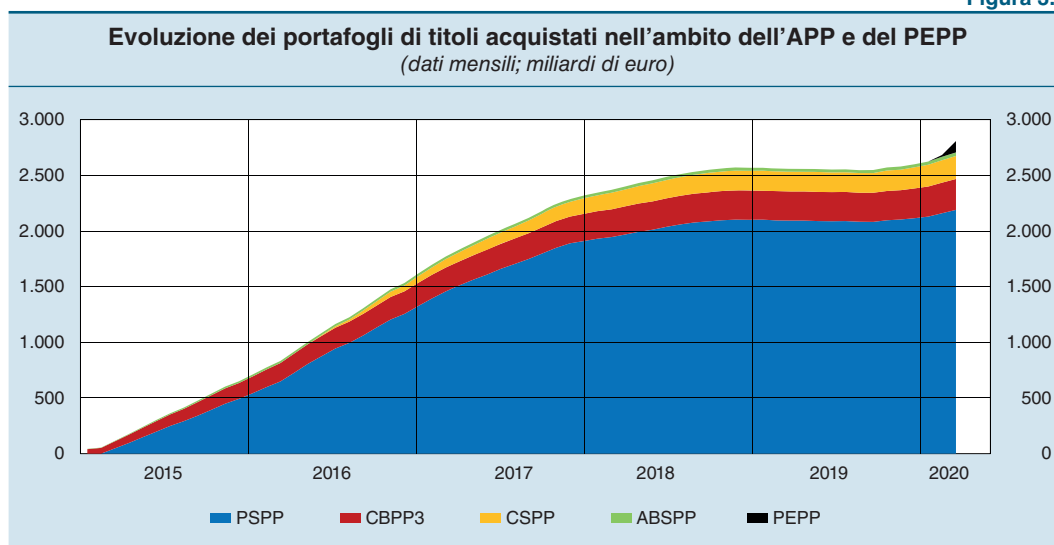


Tavola 3.2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria nell'ambito dell'APP (1) (miliardi di euro)				
PROGRAMMA	Eurosistema		di cui: Banca d'Italia	
	31.12.2019	30.04.2020	31.12.2019	30.04.2020
CBPP3	263,6	277,7	39,2	40,2
ABSPP	28,4	30,9	0,0	0,0
PSPP	2.102,9	2.189,3	315,5	342,9
CSPP	184,5	207,1	19,8	21,0

Fonte: BCE e Banca d'Italia.
(1) Valori al costo ammortizzato. Nell'ambito del PEPP le consistenze di titoli pubblici e privati acquistati da tutto l'Eurosistema era pari a 119 miliardi al 30 aprile 2020.

Tavola 3.3

Titoli pubblici italiani acquistati nell'ambito del PSPP (1) (miliardi di euro)		
MESE	Consistenze (2)	Acquisti mensili netti (3)
Gennaio 2020	368,3	4,6
Febbraio 2020	370,6	2,3
Marzo 2020	382,5	11,9
Aprile 2020	393,4	10,9

Fonte: BCE.
(1) Include gli acquisti effettuati sia dalla Banca d'Italia sia dalla BCE (in media pari, rispettivamente, al 90 e 10 per cento del totale). La composizione per paese degli acquisti del PEPP sarà pubblicata con frequenza bimestrale sul sito BCE. – (2) Acquisti netti complessivi alla fine del mese. – (3) Differenza tra i valori a prezzo di acquisto di tutte le operazioni e gli importi nominali rimborsati.

Dallo scorso novembre, quando sono ripresi gli acquisti netti dell'APP, l'Eurosistema ha acquistato titoli nell'ambito di questo programma per un controvalore di circa 160 miliardi; ha inoltre continuato a reinvestire interamente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Dal suo avvio il 26 marzo al 30 aprile, l'ammontare di titoli pubblici e privati acquistati con il PEPP è stato pari a 119 miliardi (fig. 3.2).

Alla fine di aprile il valore di bilancio dei portafogli di titoli privati e pubblici del solo APP si è portato rispettivamente a 516 e a 2.189 miliardi di euro; di questi, 61 e 343 erano detenuti dalla Banca d'Italia (tav. 3.2). In marzo e aprile il ritmo di investimento in titoli di Stato italiani nell'ambito dell'APP è stato portato a oltre 10 miliardi al mese (tav. 3.3); a questi si sono aggiunti ulteriori interventi, di ammontare anche più significativo, nell'ambito del PEPP².

Nel complesso la liquidità in eccesso detenuta dal sistema bancario alla fine dello scorso aprile ammontava a 2.053 miliardi (1.712 alla fine del 2019); quella degli intermediari italiani era di 110 miliardi.

I tassi di interesse e il cambio dell'euro

I tassi di interesse a breve termine sono rimasti su valori prossimi al rendimento negativo della *deposit facility*; si sono ulteriormente ridotti dopo il taglio dei tassi ufficiali dello scorso settembre (cfr. fig. 3.1.a). L'avvio nell'ottobre 2019 del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve bancarie ha favorito una redistribuzione più omogenea della liquidità tra paesi e tra banche. I maggiori incentivi agli scambi per gli intermediari, alla ricerca di rendimenti più elevati per la loro liquidità in eccesso, non hanno comportato tensioni sui tassi del mercato monetario³.

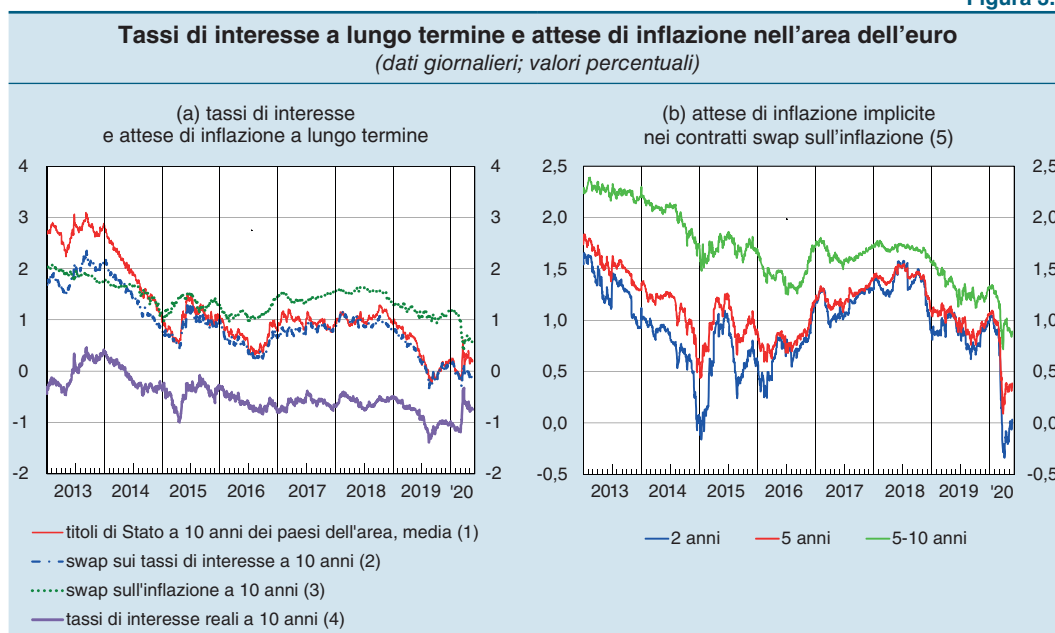
Nel corso del 2019 il peggioramento delle prospettive di crescita e di inflazione si è tradotto in una marcata riduzione dei rendimenti nominali a lungo termine, che hanno raggiunto nella seconda parte dell'anno livelli minimi nel confronto storico. Nel marzo di quest'anno le tensioni sui mercati finanziari legate alla diffusione dell'epidemia di Covid-19 hanno provocato un rapido aumento del rendimento dei titoli pubblici e privati, anche di quelli con merito di credito più elevato, acuendo i rischi per un'ordinata trasmissione dello stimolo monetario. Queste tensioni si sono in parte allentate dopo l'avvio del PEPP; al 19 maggio il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni nella media dei principali paesi dell'area era pari a 0,2 per cento e il tasso reale a lungo termine si collocava a -0,7 per cento (fig. 3.3.a).

Le aspettative di inflazione desunte dai contratti swap indicizzati alla dinamica dei prezzi dell'area, dopo un progressivo calo nella prima metà del 2019, si sono stabilizzate nella parte restante dell'anno, anche per effetto degli interventi di politica monetaria. Con il diffondersi dell'epidemia agli inizi del 2020, le aspettative di inflazione sono tornate a scendere bruscamente, raggiungendo verso la metà di marzo i valori minimi dal 2004, quando questi contratti iniziarono a essere quotati. Al 19 maggio le attese sugli orizzonti a

² La composizione per paese degli acquisti del PEPP sarà pubblicata con frequenza bimestrale sul sito della BCE.

³ A. Secchi, *A two-tier system for remunerating banks' excess liquidity in the euro area: aims and possible side effects*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 534, 2019.

Figura 3.3



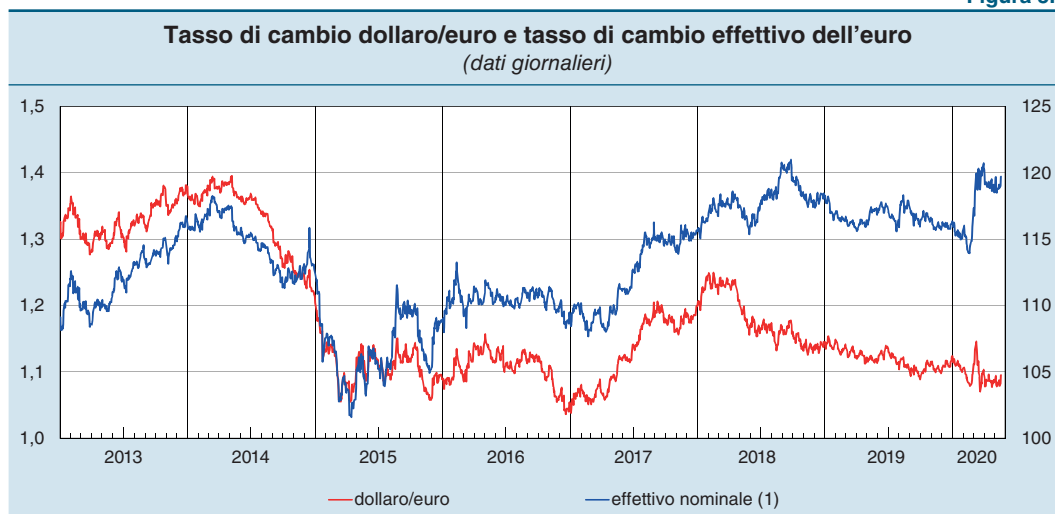
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Refinitiv.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2019. – (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.

due e a cinque anni erano pari rispettivamente a 0,0 e 0,4 per cento; quelle sull'orizzonte tra cinque e dieci anni in avanti allo 0,9 per cento (fig. 3.3.b).

Nel corso del 2019 il cambio dell'euro si è deprezzato, riflettendo i rischi di rallentamento dell'economia dell'area. Dall'inizio di quest'anno la valuta comune ha registrato ampie oscillazioni nei confronti del dollaro statunitense; si è rapidamente rafforzata in termini effettivi nominali, risentendo del consistente deprezzamento delle valute di alcune economie emergenti (fig. 3.4).

Figura 3.4



Fonte: Refinitiv.

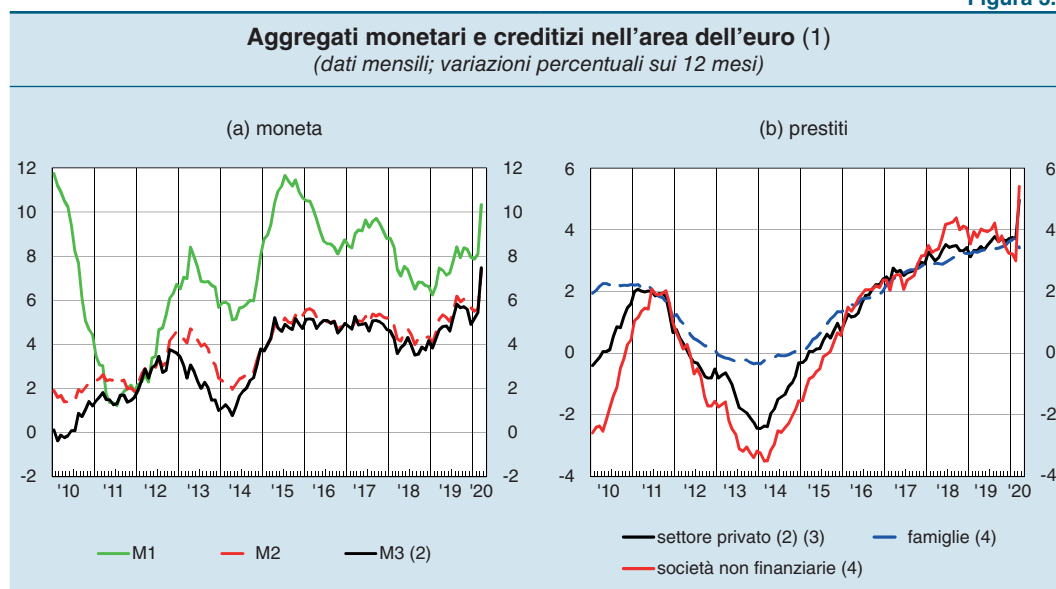
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento. Scala di destra.

La moneta e il credito

Nel 2019 e nei primi due mesi del 2020 l'espansione della moneta M3 si è rafforzata; è stata sostenuta principalmente dal basso costo-opportunità di detenere attività più liquide. In marzo la crescita si è ulteriormente irrobustita (7,5 per cento sui dodici mesi; fig. 3.5.a), riflettendo l'espansione del credito bancario al settore privato.

Lo scorso anno e nei primi mesi del 2020, prima che si manifestassero gli effetti dell'emergenza pandemica, la crescita dei prestiti bancari al settore privato è lievemente aumentata (3,7 per cento sui dodici mesi nel febbraio scorso, da 3,4 a dicembre del 2018; fig. 3.5.b). La dinamica dei nuovi finanziamenti alle famiglie è rimasta solida; quella dei prestiti alle imprese è diminuita da settembre, per effetto del rallentamento dell'attività economica.

Figura 3.5



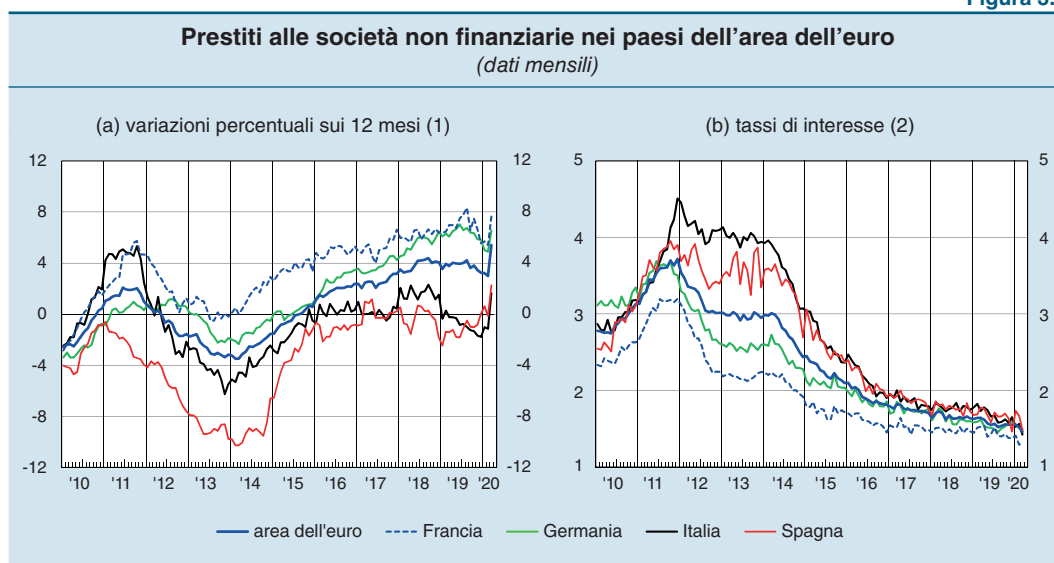
Fonte: BCE.

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

Nel breve termine la diffusione dell'epidemia di Covid-19 ha aumentato la domanda di credito da parte delle imprese, il cui fabbisogno di liquidità è cresciuto per effetto delle misure di contenimento della pandemia e della conseguente diminuzione delle entrate. Nell'area dell'euro in marzo il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 5,4 per cento; la dinamica, simile in tutti i principali paesi, in Italia si è portata all'1,6 per cento, da -1,1 in febbraio (fig. 3.6.a). Il credito alle famiglie ha invece rallentato (al 3,4 per cento nell'area dell'euro, dal 3,7 in febbraio).

Le misure espansive adottate dal Consiglio direttivo della BCE nel corso del 2019 si sono trasmesse al costo del credito, che si è ridotto ulteriormente. I tassi di interesse medi sui nuovi prestiti si sono collocati a marzo del 2020 sui valori minimi nel confronto storico sia per le famiglie per l'acquisto di abitazioni sia per le imprese (all'1,4 e 1,3 per cento, rispettivamente, dall'1,8 e 1,5 per cento a dicembre del 2018; fig. 3.6.b).

Figura 3.6



Fonte: BCE.

(1) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, 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.

Le tensioni sui mercati finanziari seguite al diffondersi dell'epidemia segnalavano condizioni più onerose per l'indebitamento delle banche: i rendimenti delle obbligazioni bancarie sul mercato secondario e i premi sui credit default swap (CDS) bancari erano saliti in tutti i principali paesi dell'area. Il potenziamento dell'APP e l'avvio del PEPP hanno diminuito in parte i premi per il rischio e per la liquidità emersi in questi mercati. Anche le nuove operazioni di rifinanziamento che l'Eurosistema sta conducendo a condizioni più vantaggiose contribuiscono a contenere il costo della raccolta bancaria.

Secondo i risultati dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), relativa al primo trimestre del 2020, il rapido diffondersi dell'epidemia ha aumentato la domanda di credito da parte delle imprese a fronte di accresciute esigenze di liquidità. Gli effetti sulle condizioni di offerta sono stati nel complesso limitati, nel confronto con la crisi finanziaria globale e con quella dei debiti sovrani, anche grazie alla pronta risposta della politica monetaria.

L'ECONOMIA ITALIANA

4. IL QUADRO DI INSIEME

Il 2019. – L'anno scorso il PIL ha decelerato, registrando una crescita dello 0,3 per cento (tav. 4.1). Gli investimenti sono aumentati dell'1,4 per cento, decisamente meno rispetto all'anno precedente (quando erano saliti del 3,1): l'attività di accumulazione è stata frenata dall'incertezza diffusasi tra le imprese a seguito del rallentamento dell'economia globale e delle persistenti tensioni protezionistiche. I consumi delle famiglie hanno risentito della dinamica contenuta del reddito disponibile.

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia (valori percentuali)							
VOCI	Peso sul PIL nel 2019 (1)	2018			2019		
		Variazioni		Contri- buto alla crescita del PIL (3)	Variazioni		Contri- buto alla crescita del PIL (3)
		Volumi (2)	Defla- tori		Volumi (2)	Defla- tori	
Risorse							
PIL	–	0,8	0,9	–	0,3	0,9	–
Importazioni di beni FOB e servizi (4)	28,9	3,4	2,6	-0,9	-0,4	-0,2	0,1
di cui: beni	22,7	3,3	3,3	-0,7	-0,8	-1,0	0,2
Impieghi							
Domanda nazionale	97,1	1,1	1,1	1,1	-0,2	0,7	-0,2
Spesa delle famiglie residenti (5)	60,4	0,9	0,9	0,5	0,4	0,5	0,2
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	18,8	0,1	2,3	..	-0,4	0,8	-0,1
Investimenti fissi lordi	18,0	3,1	0,7	0,5	1,4	1,0	0,3
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	6,9	4,0	0,4	0,3	0,3	1,2	..
prodotti di proprietà intellettuale	3,1	2,1	0,6	0,1	0,8	0,9	..
costruzioni	8,1	2,8	0,9	0,2	2,6	0,9	0,2
Variazione delle scorte (6)	–	–	–	-0,1	–	–	-0,6
Esportazioni di beni FOB e servizi (7)	31,7	2,3	1,8	0,7	1,2	0,5	0,4
di cui: beni	25,6	1,9	1,9	0,5	0,7	0,5	0,2
Domanda estera netta	–	–	–	-0,3	–	–	0,5

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

In un contesto di significativo indebolimento del commercio mondiale, le imprese italiane hanno sostanzialmente mantenuto le quote di mercato: la crescita delle esportazioni è rimasta positiva, sostenuta dalle vendite di beni sui mercati esterni all'area dell'euro, che

hanno beneficiato dei guadagni di competitività di prezzo delle aziende. Si è di riflesso ampliato il surplus di conto corrente, che ha raggiunto il 3,0 per cento del PIL, sostenuto anche dal miglioramento dell'avanzo della bilancia turistica; la posizione netta sull'estero dell'Italia è risultata alla fine del 2019 vicina al pareggio (-1,7 per cento del PIL).

In rapporto al reddito lordo disponibile, il risparmio nazionale è rimasto al 20,9 per cento, attorno al livello dell'anno precedente (tav. 4.2). L'incidenza degli investimenti lordi sul reddito nazionale è scesa in misura moderata e resta, soprattutto per quelli in costruzioni, su valori storicamente bassi; si è mantenuta su livelli di poco inferiori al risparmio nazionale. Il saldo delle partite correnti è stato ampiamente positivo, in espansione rispetto all'anno precedente.

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	2015	2016	2017	2018	2019
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,7	1,0	0,5	1,0	0,9	1,6
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,5	17,9	19,8	19,6	19,9	19,3
di cui: famiglie consumatrici (1)	20,0	14,0	7,8	5,5	5,5	5,2	5,2	5,3
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	20,2	18,8	20,3	20,7	20,8	20,9
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,4	17,4	17,7	18,1	18,3	18,0
<i>per memoria:</i>								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,3	1,4	2,6	2,5	2,5	2,9
Fonte: elaborazioni su dati Istat. (1) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.								

A livello territoriale, nel 2019 l'attività economica è cresciuta nel Nord; si è mantenuta stabile nel Centro e nel Mezzogiorno.

L'occupazione ha continuato ad aumentare, sebbene a un ritmo inferiore rispetto al 2018 (0,6 per cento, da 0,8). L'espansione, più accentuata nella prima metà dell'anno, si è successivamente attenuata, risentendo dell'indebolimento ciclico. Il tasso di disoccupazione è diminuito, portandosi al 10,0 per cento nella media del 2019 (10,6 nel 2018).

L'inflazione al consumo è scesa allo 0,6 per cento nella media dell'anno (dall'1,2 nel 2018). Alla debolezza della componente di fondo si è affiancata la netta decelerazione dei prezzi dell'energia.

L'orientamento della politica di bilancio, misurato dalla variazione dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, è stato lievemente restrittivo; era stato espansivo nel quinquennio precedente. Grazie all'andamento favorevole delle entrate e alla riduzione della spesa per interessi, l'indebitamento netto è diminuito all'1,6 per cento del PIL; l'incidenza del debito sul prodotto è rimasta invariata al 134,8 per cento.

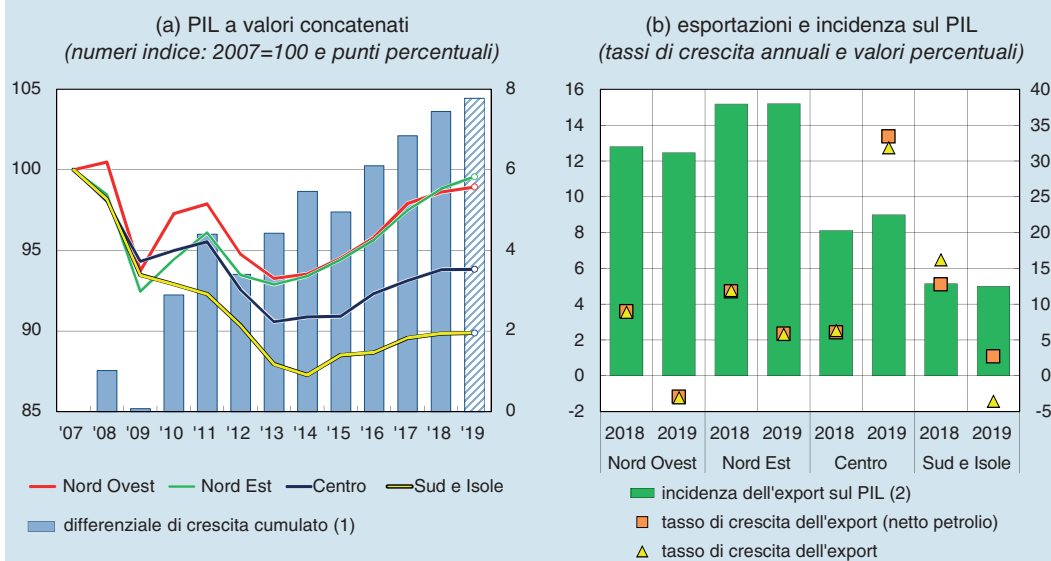
I primi mesi del 2020. – Dalla fine di febbraio la diffusione dell'epidemia di Covid-19 ha determinato un forte impatto negativo sull'attività economica. Nel primo trimestre il PIL ha registrato, secondo le stime preliminari dell'Istat, una flessione del 4,7 per cento, la più ampia dall'avvio della serie disponibile; sulla base di nostre valutazioni il calo sarebbe stato più accentuato nelle regioni del Nord (cfr. il riquadro: *Gli andamenti territoriali*).

GLI ANDAMENTI TERRITORIALI

Il 2019. – La pandemia ha inciso su un quadro macroeconomico già debole. In base all'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER) elaborato dalla Banca d'Italia¹, nel 2019 il prodotto sarebbe cresciuto dello 0,8 per cento nel Nord Est, dello 0,3 nel Nord Ovest, e avrebbe ristagnato nel resto del Paese (figura, pannello a). In tutte le aree il livello dell'attività economica era ancora al di sotto di quello del 2007, prima della crisi finanziaria globale: sulla base di nostre elaborazioni lo scarto ammonterebbe a circa due punti percentuali del PIL nel Centro Nord e a dieci nel Mezzogiorno. In termini pro capite le differenze tra le due aree sono meno marcate, a causa della differente dinamica della popolazione, più sostenuta nel Centro Nord. Lo scorso anno il prodotto meridionale pro capite era circa il 55,9 per cento di quello del Centro Nord (57,7 nel 2007).

Figura

PIL ed esportazioni



Nel 2019 le esportazioni a prezzi correnti hanno registrato una riduzione di entità simile nel Mezzogiorno e nel Nord Ovest; sono invece aumentate nel Nord Est e, in

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.

misura più elevata, al Centro (figura, pannello b). La crescita delle vendite all'estero delle regioni del Centro è riconducibile principalmente al settore della moda in Toscana e a quello chimico-farmaceutico nel Lazio. La flessione delle esportazioni del Mezzogiorno è attribuibile interamente ai prodotti petroliferi raffinati, concentrati nelle Isole; escludendo questa componente, le esportazioni dell'area sono aumentate dell'1,1 per cento.

La *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat segnala nel 2019 un incremento dell'occupazione pari allo 0,8 per cento al Centro Nord e allo 0,2 nel Mezzogiorno, dove il numero degli occupati è ancora inferiore di 4,4 punti percentuali a quello del 2007. In entrambe le aree la crescita dell'occupazione è stata sostenuta soprattutto dalla componente alle dipendenze. Il tasso di disoccupazione è diminuito, rispettivamente, di 0,6 e di 0,8 punti percentuali nel Centro Nord e nel Mezzogiorno, dove rimane tuttavia più che doppio nel confronto con il resto del Paese.

Il primo trimestre del 2020. – Nei primi tre mesi del 2020 l'indicatore ITER segnala una contrazione dell'attività economica in tutte le aree del Paese. Rispetto al primo trimestre del 2019 il prodotto sarebbe diminuito di circa il 6 per cento nel Nord Ovest, di circa il 5 nel Nord Est e del 4 al Centro e nel Mezzogiorno. Vi si sono riflesse le misure intraprese per contenere la diffusione della pandemia, tra cui la temporanea sospensione delle attività dei settori “non essenziali” disposta nel mese di marzo² (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Si stima che i settori la cui attività è stata sospesa in aprile contribuiscano, sia direttamente, sia indirettamente attraverso le interdipendenze settoriali, per circa il 35 per cento al valore aggiunto del Centro Nord e per poco meno del 30 a quello del Mezzogiorno³; considerando la possibilità di ricorrere al lavoro a distanza, la sospensione avrebbe riguardato circa il 28 per cento del valore aggiunto nel Centro Nord e circa il 24 nel resto del Paese.

In termini di occupati, la sospensione delle attività dei settori non essenziali avrebbe interessato soprattutto le regioni settentrionali, dove circa il 37 per cento dei lavoratori è occupato in questi settori, a fronte di circa il 30 nelle regioni centro-meridionali⁴ (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Secondo le elaborazioni dell'Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL), tra la fine di febbraio e quella di aprile dell'anno in corso i flussi delle assunzioni si sono contratti in tutte le aree del Paese, in misura maggiore nelle regioni del Centro Nord.

² I settori non essenziali sono quelli individuati dal DPCM del 9 marzo 2020, dal DPCM dell'11 marzo 2020 e dal DPCM del 22 marzo 2020, modificato dal decreto del Ministero dello Sviluppo economico del 25 marzo 2020.

³ A livello nazionale la stima è pari a 33,9 per cento; il solo effetto diretto della sospensione dei settori oggetto di provvedimento ammonterebbe a circa il 29 per cento nel Centro Nord e al 23 nel Mezzogiorno (27,7 a livello nazionale). Le stime sono basate sugli ultimi dati territoriali disponibili a livello settoriale relativi al 2017.

⁴ Le stime sono basate sui dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* riferita al 2019.

Alla contrazione del prodotto avrebbe contribuito soprattutto la forte diminuzione della spesa delle famiglie, in particolare quella destinata ad alcuni comparti dei servizi e all'acquisto di autoveicoli e di beni per la casa e la cura della persona; vi avrebbe inciso, seppure in misura minore, anche la revisione al ribasso degli investimenti delle imprese.

Da marzo l'interscambio con l'estero ha risentito del calo della domanda globale e dell'interruzione delle attività produttive "non essenziali" disposta dal Governo con il DPCM del 22 marzo 2020 per contrastare la diffusione dell'epidemia.

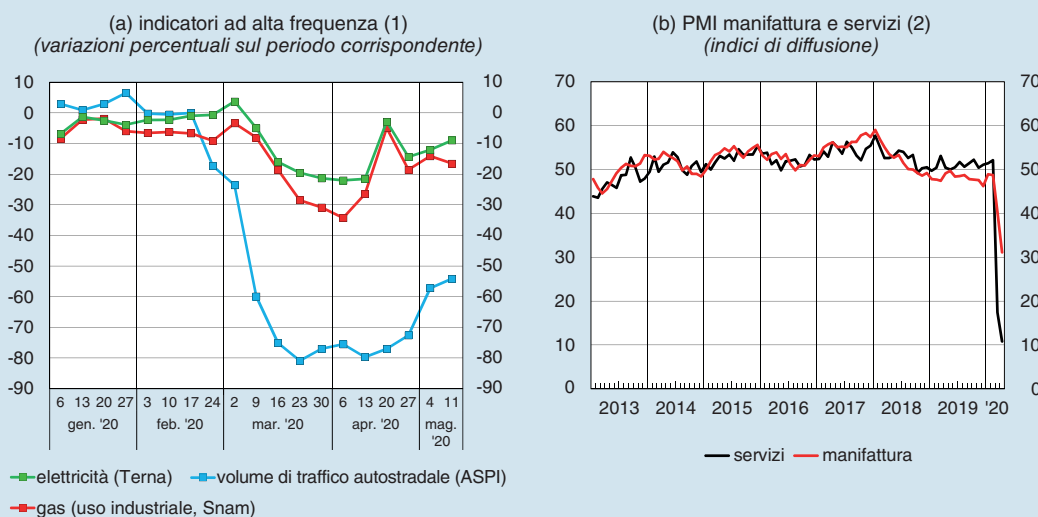
Gli indicatori disponibili segnalano una forte caduta del prodotto anche nel secondo trimestre (cfr. il riquadro: *L'impatto della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana*).

L'IMPATTO DELLA PANDEMIA DI COVID-19 SULL'ECONOMIA ITALIANA

Dopo il calo del 4,7 per cento nel primo trimestre del 2020 (secondo le stime preliminari dell'Istat), cui hanno contribuito gli effetti delle misure di sospensione di alcune attività per il contenimento dell'epidemia, gli indicatori congiunturali più tempestivi suggeriscono che il PIL si stia riducendo in misura anche più intensa nel secondo. Tra la metà di marzo e quella di aprile il traffico autostradale è risultato inferiore di circa l'80 per cento rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno; all'inizio di maggio il calo si è ridotto, intorno al 60 per cento (figura, pannello a). I consumi di gas per uso industriale e quelli elettrici, che sono arrivati a contrarsi del 30 e del 20 per cento rispettivamente, restano ancora significativamente al di sotto dei livelli precedenti lo scoppio dell'epidemia, nonostante il riavvio di molte attività a partire dal 4 maggio. Negli ultimi mesi gli indici del clima di fiducia delle imprese e dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) si sono collocati sui valori più bassi dall'avvio delle rilevazioni (figura, pannello b).

Figura

Indicatori congiunturali (valori percentuali)



Fonte: dati ASPI disponibili sul sito di Atlantia; elaborazioni su dati Snam, Terna e Markit.

(1) Dati settimanali; variazioni tendenziali rispetto alla stessa settimana del 2019. Le variazioni relative alla settimana del 20 aprile risentono della ricorrenza della Pasqua dello scorso anno (21 aprile). - (2) Dati mensili.

Le aziende intervistate dalla Banca d'Italia tra il 29 gennaio e il 14 maggio (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese* del capitolo 6) prevedono una diminuzione del fatturato per l'anno in corso,

con una flessione concentrata nel primo semestre (26 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2019).

Le attività produttive considerate “non essenziali” e sospese dal DPCM del 22 marzo 2020 rappresentavano circa un terzo del valore aggiunto complessivo, con percentuali che raggiungevano circa due terzi per la componente alloggio e ristorazione e la quasi totalità per le attività ricreative (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). A partire dai primi di maggio, in seguito ai successivi provvedimenti¹, la quota di attività sospese dovrebbe progressivamente scendere fino ad azzerarsi. Per alcuni settori, come quello manifatturiero, è possibile che la produzione persa nel periodo di vigenza delle misure di contenimento venga in parte recuperata nei mesi successivi con una conseguente attenuazione degli effetti complessivi sull'anno; si tratta di un'eventualità meno plausibile per gran parte dei servizi².

I tempi e l'intensità della ripresa dipenderanno da diversi fattori, la cui evoluzione è difficilmente prefigurabile: la durata e l'estensione del contagio; l'evoluzione dell'economia globale; gli effetti sull'incertezza e sulla fiducia, che si riflettono sulle decisioni di spesa dei cittadini e di investimento delle imprese; eventuali ripercussioni finanziarie. Rivestirà un ruolo determinante anche l'efficacia delle politiche economiche introdotte.

In queste condizioni formulare previsioni macroeconomiche diventa estremamente arduo³; le simulazioni rappresentano soprattutto analisi di scenario, basate sulla valutazione dell'impatto di ipotesi epidemiologiche ed economiche alternative, che sono inevitabilmente in buona parte arbitrarie. Il ventaglio delle valutazioni formulate dagli osservatori per la crescita in Italia nel 2020 e nel 2021 è eccezionalmente ampio: tra -6 e -18 punti percentuali per la caduta del PIL di quest'anno e tra 1 e 15 punti per la ripresa nel prossimo⁴. Un'incertezza altrettanto elevata si applica agli altri paesi dell'area dell'euro.

Alcune valutazioni riguardo ai possibili effetti sull'economia italiana sono state diffuse in una nota della Banca d'Italia il 15 maggio⁵. Si tratta di esercizi basati su scenari illustrativi che saranno aggiornati nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema in pubblicazione il prossimo 5 giugno.

In uno scenario centrale si ipotizza che: (a) l'allentamento delle misure di contenimento avviato in maggio prosegua gradualmente, e con esso l'attenuazione delle

¹ DPCM del 26 aprile e DL 34/2020 (decreto “rilancio”).

² Va considerato che anche una riduzione troppo rapida delle misure di contenimento potrebbe avere effetti economici controproducenti, nell'ipotesi in cui una ripresa del contagio determinasse maggiore pressione sui sistemi sanitari, mettesse a rischio la salute dei lavoratori e rendesse necessario ripristinare le restrizioni, (cfr. M. Bodenstein, G. Corsetti e L. Guerrieri, *Social distancing and supply disruptions in a pandemic*, CEPR Discussion Paper, 14629, 2020; M.S. Eichenbaum, S. Rebelo e M. Trabandt, *The macroeconomics of epidemics*, NBER Working Paper, 26882, 2020; C. Gros, R. Valenti, L. Schneider, K. Valenti e D. Gros, *Containment efficiency and control strategies for the Corona pandemic costs*, mimeo, 2020).

³ A. Locarno e R. Zizza, *Previsioni ai tempi del coronavirus*, Banca d'Italia, “Note Covid-19”, 11 maggio 2020.

⁴ In base alle stime degli analisti censiti in maggio da Consensus Economics.

⁵ *L'impatto della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana: scenari illustrativi*, Banca d'Italia, “Note Covid-19”, 15 maggio 2020.

relative ripercussioni economiche; (b) gli effetti della pandemia rimangano nel complesso sotto controllo nei prossimi trimestri – in Italia, nei paesi europei nostri partner commerciali e a livello globale – consentendo l’uscita dalla recessione e l’avvio della ripresa in tempi relativamente rapidi⁶. Sotto queste ipotesi, la caduta del PIL in Italia sarebbe nell’ordine del 9,0 per cento nella media di quest’anno, cui seguirebbe un’espansione del 4,8 per cento nel 2021 (tavola); si tratta di valori vicini alla media di quelli prefigurati dai principali previsori.

All’andamento nell’anno in corso contribuirebbe, oltre al crollo della domanda estera e dei flussi turistici internazionali, la forte caduta della domanda interna, in seguito alle sospensioni di alcune attività per il contenimento del contagio e alle ripercussioni della crisi sull’occupazione e sui redditi delle famiglie. La ripresa del PIL, dal secondo semestre, sarebbe in larga parte attribuibile al venire meno degli effetti di offerta negativi connessi con le misure restrittive; le ripercussioni della domanda estera, dei flussi turistici e dei comportamenti più cauti di famiglie (cfr. il riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell’attuale fase di emergenza sanitaria* del capitolo 5) e imprese avrebbero invece effetti più persistenti, rallentando il ritorno dell’attività produttiva verso i livelli pre-crisi. L’inflazione al consumo rimarrebbe sostanzialmente nulla quest’anno e il prossimo, risentendo della caduta del prezzo del petrolio e del forte ampliamento dei margini di capacità inutilizzata. L’occupazione, misurata in termini di unità di lavoro equivalenti⁷, diminuirebbe quest’anno di quasi il 10 per cento, per poi recuperare metà della caduta nel 2021; il numero di occupati si ridurrebbe in misura più moderata, attorno al 4,0 per cento nel 2020, grazie all’esteso ricorso alla Cassa integrazione guadagni.

Tavola

**Scenario macroeconomico centrale per l’Italia
pubblicato il 15 maggio**
(variazioni percentuali)

	2019	2020	2021
PIL	0,3	-9,0	4,8
Consumi delle famiglie	0,4	-8,8	4,6
Investimenti fissi lordi	1,4	-12,4	3,2
Esportazioni	1,4	-15,4	8,0
Importazioni	-0,2	-17,3	9,7
Occupazione (unità di lavoro equivalente)	0,3	-9,8	5,0
Occupazione (teste)	0,6	-3,8	2,7
Inflazione al consumo (IPCA)	0,6	-0,1	0,0

Fonte: *L’impatto della pandemia di Covid-19 sull’economia italiana: scenari illustrativi*, 2020, op. cit.

⁶ In questo scenario si è ipotizzato, in particolare, che la quota di attività produttive interessate da provvedimenti di sospensione, pari a circa un terzo del valore aggiunto in aprile, scenda intorno al 10 per cento in maggio e diminuisca ulteriormente in giugno, e che a ciò faccia seguito un recupero dell’attività relativamente rapido nella seconda metà dell’anno. Si è ipotizzato inoltre che: il commercio mondiale si contragga del 12 per cento nell’anno, in linea con le stime dei principali previsori, mostrando una ripresa parziale nel 2021; gli arrivi di turisti stranieri rimangano pressoché nulli nella parte restante dell’anno e recuperino gradualmente nel 2021; l’indice di fiducia delle imprese, già diminuito, registri nel complesso una flessione analoga a quella osservata durante la crisi finanziaria globale.

⁷ Le unità di lavoro equivalenti misurano il volume di lavoro prestato nelle posizioni lavorative, calcolato convertendo il valore unitario delle posizioni lavorative a tempo parziale, di quelle dei lavoratori a chiamata e dei lavoratori interinali in quello di posizioni equivalenti a tempo pieno.

Le misure della politica di bilancio di sostegno diretto alla domanda, incluse nel DL 18/20 (decreto “cura Italia”) e nel DL 34/2020 (decreto “rilancio”), fornirebbero un contributo significativo nel limitare la contrazione del PIL nell’anno in corso, valutabile nell’ordine di due punti percentuali secondo i moltiplicatori tradizionali. Alcune misure, come la moratoria sul credito e le garanzie sui nuovi prestiti, sarebbero essenziali a scongiurare il materializzarsi di possibili effetti non lineari associati a gravi conseguenze finanziarie, evitando una crisi di liquidità, mantenendo aperte le linee di credito delle imprese e soddisfacendo il fabbisogno di fondi indotto dalla crisi (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

La medesima nota commenta anche un secondo scenario, più severo, utile a illustrare le conseguenze di ipotesi più pessimistiche. Sviluppi negativi potrebbero manifestarsi a seguito: del protrarsi dell’epidemia, con la necessità di contrastare possibili nuovi focolai con ripercussioni sulla fiducia e sulle decisioni di spesa dei cittadini e di investimento delle imprese; di cali più consistenti nel commercio mondiale e di strozzature alle catene globali del valore; di un ulteriore deterioramento delle condizioni finanziarie, che amplificherebbe gli effetti della crisi sull’attività. A titolo esemplificativo si considerano specifiche ipotesi tecniche: (a) di maggiore contrazione del commercio mondiale rispetto al primo scenario; (b) di misure mirate al contenimento dell’epidemia più estese nel tempo; (c) di un incremento dei rendimenti a lungo termine e di irrigidimento delle condizioni del credito⁸. Gli effetti aggiuntivi sul PIL nell’anno in corso di queste tre ipotesi sono valutate, rispettivamente, in -1,5, -1,3 e -1,2 punti percentuali, con una conseguente contrazione del prodotto di quattro punti più ampia rispetto al primo scenario, cui seguirebbe una ripresa più graduale nel 2021. Neanche in questo quadro, peraltro, si considerano eventuali effetti non lineari – difficilmente quantificabili – che potrebbero derivare da episodi diffusi di insolvenza tra le imprese, tali da incidere in misura marcata sulla capacità produttiva dell’economia, o da nuove ondate epidemiche globali.

Scenari avversi per l’area dell’euro sono stati esplorati da altre istituzioni. Secondo alcune valutazioni dell’inizio di maggio dello staff della Banca centrale europea, in un quadro più severo rispetto a quello centrale, il PIL dell’area potrebbe ridursi quest’anno del 12 per cento (dell’8 nello scenario centrale). La Commissione europea ha riportato i risultati di due simulazioni alternative, di severità crescente, nelle quali la perdita di PIL dell’area nell’anno in corso sarebbe nell’ordine di 10 e 15 punti percentuali, rispettivamente⁹. Anche questi scenari non incorporano ipotesi estreme, come nuove ondate epidemiche globali o un grave deterioramento dei problemi di stabilità finanziaria.

⁸ Più specificamente: riduzione del commercio mondiale di circa il 20 per cento nell’anno in corso; maggiori misure di contenimento dell’epidemia nella seconda parte dell’anno, con un impatto sul PIL più prolungato, seppure più limitato rispetto a quello delle misure adottate tra marzo e aprile; aumento dei rendimenti a lungo termine di 100 punti base e irrigidimento delle condizioni del credito pari a circa la metà di quanto osservato durante la crisi finanziaria globale.

⁹ N. Battistini e G. Stoevsky, *Scenari alternativi per l’impatto della pandemia di Covid-19 sull’attività economica nell’area dell’euro*, BCE, *Bollettino economico*, 3, 2020, pp. 28-34; Commissione europea, *European economic forecast. Spring 2020*, maggio 2020.

Da marzo l'emergenza sanitaria ha determinato una riduzione degli occupati, soprattutto tra i dipendenti a termine; nel complesso del primo trimestre è stata pari allo 0,4 per cento nel confronto con gli ultimi tre mesi del 2019. Il calo delle posizioni lavorative è stato in parte frenato dalla sospensione dei licenziamenti per motivi economici e dal potenziamento della Cassa integrazione guadagni, che hanno sostenuto il lavoro a tempo indeterminato. Il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro potrebbe essere più accentuato nei mesi primaverili, in special modo nel segmento dell'occupazione a termine.

L'inflazione è stata particolarmente moderata nel primo trimestre (0,2 per cento sui dodici mesi) e si è collocata in aprile su valori appena al di sopra dello zero (0,1 per cento), soprattutto per la forte riduzione dei prezzi dei beni energetici. Anche la componente di fondo è rimasta tuttavia su valori molto bassi. Sia le aspettative di inflazione registrate sui mercati finanziari dell'area dell'euro, sia le intenzioni espresse dalle imprese italiane sui propri listini nei prossimi dodici mesi sono state riviste al ribasso. Questi andamenti segnalano il diffuso timore che gli effetti dell'emergenza sanitaria si traducano soprattutto in una decisa flessione della domanda aggregata.

Le prospettive della finanza pubblica sono drasticamente mutate con l'emergenza sanitaria. Nelle valutazioni ufficiali il disavanzo del 2020 e quello del 2021 salirebbero rispettivamente di circa 8 e 4 punti percentuali in rapporto al PIL rispetto a quanto programmato nella scorsa sessione di bilancio, riflettendo sia il marcato deterioramento del quadro macroeconomico, sia i provvedimenti varati dal Governo per rafforzare il sistema sanitario e sostenere famiglie, lavoratori e imprese. La forte caduta attesa del prodotto e il più elevato fabbisogno incidono all'incirca in pari misura sul rapporto tra il debito e il PIL che, nelle previsioni ufficiali, aumenterebbe di oltre 20 punti percentuali quest'anno, raggiungendo il 155,7 per cento; nel 2021 il peso del debito diminuirebbe grazie alla ripresa economica.

Le conseguenze della pandemia sull'economia mondiale permarranno per un periodo non breve, anche per i tempi necessari a identificare possibili vaccini o metodi di cura efficaci. Per l'Italia un ritorno alla crescita nel prossimo decennio è possibile con adeguati aumenti della partecipazione al mercato del lavoro e dell'occupazione, degli investimenti e della produttività (cfr. il riquadro: *La crescita in Italia dopo Covid-19: valutazioni di lungo periodo*).

LA CRESCITA IN ITALIA DOPO COVID-19: VALUTAZIONI DI LUNGO PERIODO

Nel contesto determinato dall'epidemia di Covid-19, gli scenari economici di medio e lungo termine sono soggetti ad ampi margini di incertezza. Alcune indicazioni riguardo ai possibili andamenti per l'anno in corso e per il prossimo sono richiamate nel riquadro: *L'impatto della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana*; valutazioni sul decennio successivo possono essere basate su un esercizio di contabilità della crescita, in cui i possibili andamenti del fattore lavoro e della produttività nei prossimi anni sono messi a raffronto con l'esperienza dell'economia italiana in fasi recenti della sua storia.

Nei dieci anni precedenti la crisi finanziaria globale, quasi per intero coincidenti con i primi anni dell'Unione economica e monetaria, la crescita media annua dell'economia italiana era stata dell'1,5 per cento (tavola). Tra il 2008 e il 2019,

Le determinanti della crescita dell'economia italiana
(variazioni e punti percentuali; valori medi annui nei periodi indicati)

	PIL	Lavoro (monte ore)	Produttività del lavoro	di cui: Contributo intensità di capitale	PTF	Per memoria: Capitale/ PIL	Investimenti/ PIL
1986-1995	2,1	0,1	2,0	0,7	1,3	3,0	19,8
1996-2007	1,5	1,0	0,5	0,3	0,2	3,1	20,6
2008-2019	-0,3	-0,4	0,1	0,2	-0,1	3,5	18,4
scenario per il prossimo decennio							
2020-2022 (1)	-0,6	-0,7	0,2	0,2	0,0	3,6	17,1
2023-2032	1,5	0,7	0,8	0,1	0,7	3,3	20,7

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

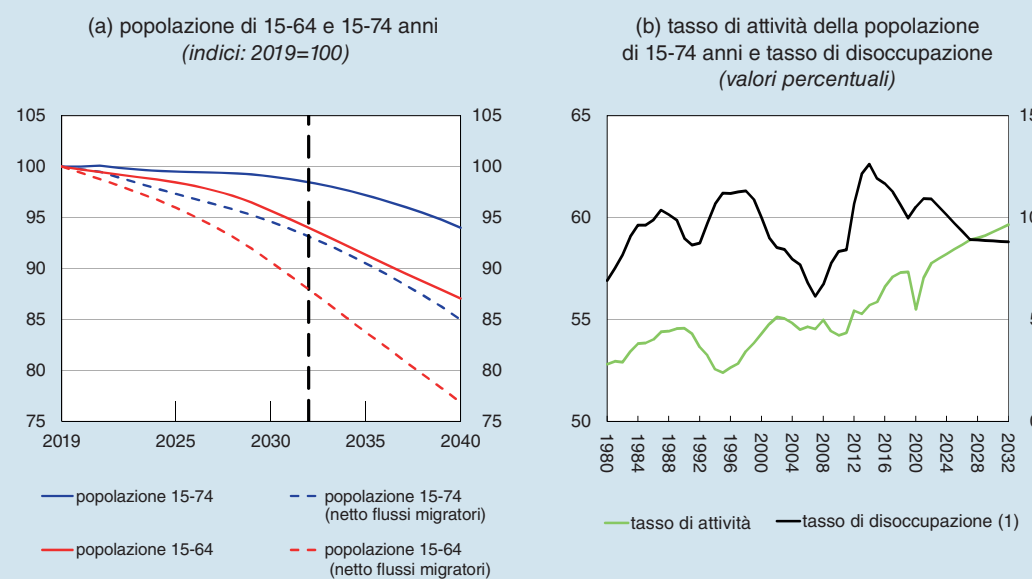
(1) Le ipotesi per il periodo 2020-22 sono basate sullo scenario centrale illustrato nel riquadro: *L'impatto della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana*.

anche a causa degli effetti persistenti della doppia recessione, l'attività economica è diminuita in media dello 0,3 per cento; vi hanno inciso l'apporto negativo dell'occupazione e quello pressoché nullo della produttività del lavoro.

Nel prossimo decennio l'economia italiana dovrà fronteggiare una notevole riduzione della popolazione in età da lavoro. Secondo le ultime proiezioni dell'Eurostat, entro il 2032 il numero di persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni diminuirà del 6 per cento; la popolazione tra i 15 e i 74 anni scenderà in misura meno marcata (-1,5 per cento; -700.000; figura, pannello a), per il forte aumento

Figura

Tendenze demografiche e input di lavoro nel lungo periodo



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat. Per i tassi di attività e di disoccupazione negli anni successivi al 2019, stime Banca d'Italia.
(1) Scala di destra.

nella classe di età compresa tra il 65 e i 74 anni (24 per cento)¹. Il calo proseguirà, accentuandosi, nei decenni successivi. Alla contrazione della popolazione in età da lavoro si assocerà il progressivo aumento della sua età media.

L'impatto sfavorevole della demografia sull'input di lavoro potrà essere contrastato, oltre che da un riassorbimento della disoccupazione, dalla prosecuzione delle tendenze positive di recente osservate nell'offerta di lavoro dei diversi gruppi demografici (distinti per età, genere, livelli di istruzione e cittadinanza) e da un ulteriore progressivo allungamento della vita lavorativa. Questi andamenti potrebbero permettere al tasso di partecipazione della popolazione di età compresa tra i 15 e i 74 anni di raggiungere il 60 per cento nel 2032², dal 57,3 dello scorso anno (figura, pannello b). L'aumento dell'età di pensionamento previsto dalla legislazione vigente dovrebbe contribuire per circa la metà.

Assumendo che le ore per addetto ritornino sui livelli del 2019 e che il tasso di disoccupazione scenda gradualmente su valori di poco inferiori al 9 per cento, nel decennio 2023-2032 il monte ore lavorate apporterebbe un contributo apprezzabile alla crescita del PIL italiano, nell'ordine di 0,7 punti percentuali in media all'anno (tavola).

In questo quadro, per riportare nel decennio considerato il tasso medio di espansione del PIL all'1,5 per cento registrato nei dieci anni precedenti la crisi finanziaria globale, la produttività del lavoro dovrebbe aumentare di circa lo 0,8 per cento all'anno tra il 2023 e il 2032. Tale risultato sarebbe conseguibile con un incremento medio annuo della produttività totale dei fattori (PTF) dello 0,7 per cento circa, unito a una ripresa dell'accumulazione che, innalzando l'intensità del capitale, riportasse il rapporto tra investimenti e PIL sui livelli del decennio 1996-2007 (attorno al 21 per cento nella media del periodo).

L'incremento della PTF prospettato si colloca in una posizione intermedia tra la dinamica molto positiva osservata in media negli anni 1986-1995 e quella, assai più modesta, dei dieci anni successivi (tavola). L'effettivo conseguimento di una crescita più sostenuta della PTF, anche oltre quanto qui ipotizzato, potrebbe essere più agevole se il rafforzamento dell'accumulazione privilegiasse le voci di investimento che hanno un impatto più diretto sulla qualità e sull'efficienza del contesto operativo, stimolando ad esempio il recupero dei ritardi nel campo della digitalizzazione e il rilancio della spesa nella scuola e nella ricerca³.

¹ Queste proiezioni incorporano flussi netti migratori con l'estero di circa 230.000 persone all'anno fino al 2032 (270.000 nei sette anni successivi).

² F. D'Amuri, M. De Philippis, E. Guglielminetti, S. Lo Bello, *A unified approach to NAIRU and trend activity estimation: the role of demographics and labour market flows*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Le interdipendenze tra accumulazione e PTF non sono direttamente considerate nello scenario prospettato, che è basato su un modello standard in cui il progresso tecnico evolve indipendentemente dalle condizioni del sistema produttivo. Un approfondimento della relazione tra accumulazione e PTF in Italia è svolto in A. Mistretta e F. Zollino, *Recent trends in economic activity and TFP in Italy with a focus on embodied technical progress*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1204, 2018.

Ritmi di crescita dell'attività economica come quelli prospettati permetterebbero anche di accelerare la riduzione del peso del debito pubblico sul prodotto rispetto agli elevati livelli che verranno raggiunti quest'anno per le conseguenze della crisi epidemica; l'effetto sarebbe più accentuato se al contempo si verificasse un ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo di politica monetaria.

Si può valutare che con una crescita media dell'attività economica attorno all'1,5 per cento, un'inflazione che si riporti progressivamente poco al di sotto del 2 per cento, un graduale ritorno dell'avanzo primario dalla metà del periodo all'1,5 per cento del prodotto e con una riduzione del differenziale di rendimento tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi su valori attorno a 100 punti base a dieci anni⁴ (un livello che appare in linea con le determinanti fondamentali; cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*), il peso del debito potrebbe ridursi in media di circa due punti percentuali all'anno nel decennio considerato.

⁴ La riduzione del differenziale si tradurrebbe in un calo dell'onere medio del debito nell'ordine di 0,5 punti percentuali anche tenendo conto del possibile, graduale aumento dei tassi di interesse in connessione con il prospettato recupero dell'inflazione.

5. LE FAMIGLIE

Il reddito disponibile delle famiglie è cresciuto dell'1,1 per cento nel 2019, decelerando rispetto all'anno precedente. Il rallentamento ha rispecchiato quello dei redditi da lavoro dipendente; in senso opposto ha operato l'aumento delle prestazioni sociali, a seguito dell'erogazione del Reddito di cittadinanza.

La crescita dei consumi delle famiglie si è attenuata a causa dell'andamento del reddito disponibile oltre che di un progressivo indebolimento degli indici di fiducia, su cui hanno influito le valutazioni meno favorevoli sulla situazione economica e sulla dinamica del mercato del lavoro. La propensione al risparmio è lievemente salita, pur restando su valori bassi nel confronto storico e internazionale.

Nell'anno in corso i redditi da lavoro risentiranno pesantemente dell'emergenza sanitaria. La contrazione dovrebbe essere più marcata per le famiglie con redditi da lavoro più bassi, tra le quali è più ampia l'incidenza di nuclei con una ridotta disponibilità di risorse finanziarie impiegabili per sostenere i consumi. Questi effetti dovrebbero essere attenuati dagli ammortizzatori sociali e dai provvedimenti che ne hanno previsto il rafforzamento e l'estensione a categorie non coperte.

Nella prima parte del 2020, principalmente a seguito della sospensione delle attività, gli indicatori disponibili segnalano una notevole contrazione della spesa, in particolare in alcuni comparti dei servizi e per l'acquisto di autoveicoli, di beni destinati alla casa e alla cura della persona; si è invece ampliata la spesa per i beni alimentari. Indicazioni di un deciso calo dei consumi provengono anche dall'andamento dei prelievi e dei pagamenti effettuati attraverso POS.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2019 il reddito disponibile delle famiglie consumatrici, valutato a prezzi correnti, è cresciuto a un tasso inferiore rispetto all'anno precedente (tav. 5.1) a causa sia del rallentamento dei redditi da lavoro, soprattutto per la minore crescita dell'occupazione dipendente, sia per la contrazione di quelli da proprietà. L'erogazione del Reddito di cittadinanza e l'adozione delle misure che hanno introdotto maggiore flessibilità nell'età di pensionamento ("quota 100") hanno determinato un cospicuo aumento delle prestazioni sociali; è proseguito il graduale calo della disuguaglianza dei redditi da lavoro familiari iniziato nel 2014.

Nel primo trimestre del 2020 il reddito disponibile ha risentito della flessione dei redditi da lavoro determinata dall'emergenza sanitaria. Secondo nostre valutazioni – coerenti con l'andamento atteso dell'attività economica nei diversi settori (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel primo trimestre del 2020*, in *Bollettino economico*, 2, 2020) e basate su ipotesi circa la sensibilità al ciclo delle diverse tipologie di impiego – la diminuzione

Tavola 5.1

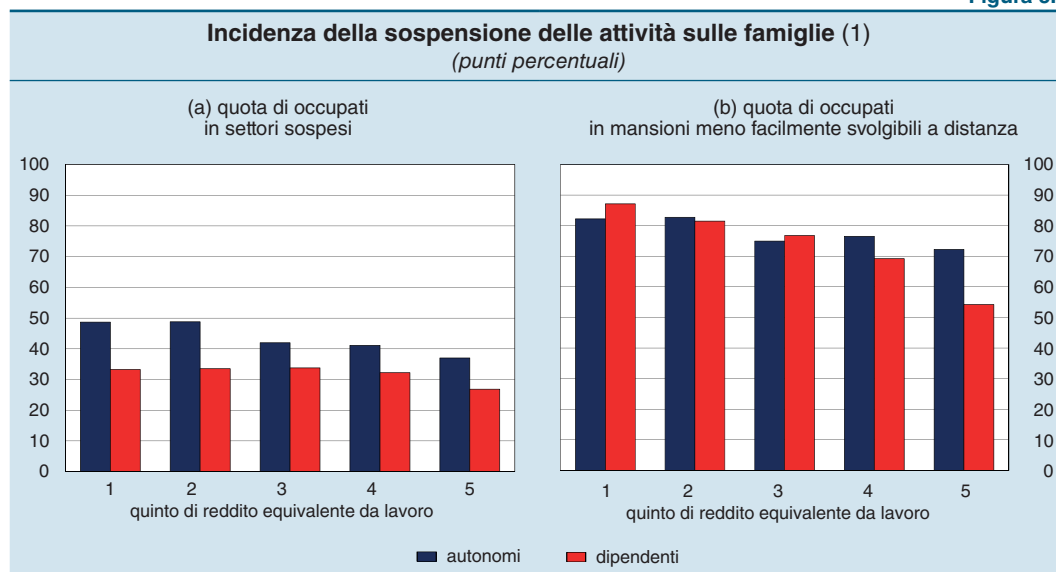
Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio delle famiglie (1) (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in % del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2019	2017	2018	2019
Variazioni percentuali				
Redditi da lavoro dipendente	62,9	2,5	3,3	2,1
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	0,6	2,1	1,7
Redditi da lavoro autonomo (2)	25,4	0,9	1,3	0,9
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	2,7	1,5	0,9
Redditi netti da proprietà (3)	21,6	2,8	-0,5	-1,1
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	32,9	1,6	1,9	3,6
di cui: prestazioni sociali nette	–	1,6	2,1	3,5
Contributi sociali netti (-)	24,0	2,5	4,0	3,0
di cui: a carico del datore di lavoro	–	2,6	4,7	2,8
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,7	1,1	0,7	3,2
Reddito lordo disponibile	100,0	2,1	1,8	1,1
in termini reali (4)	–	1,0	0,8	0,6
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	0,0	0,3	1,8
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	0,6	0,7	1,2
Rapporti percentuali				
Propensione media al risparmio (7)	–	7,5	7,5	7,7
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	6,4	5,8	7,1
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	6,8	6,6	7,4

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

dovrebbe essere stata rilevante per i lavoratori dipendenti e ancora più marcata per gli autonomi¹, anche se con forti differenze che riflettono la diversa incidenza dei provvedimenti restrittivi sulle attività. In generale, gli autonomi sono più concentrati nei settori interessati dai provvedimenti di sospensione adottati in marzo e che potrebbero risentire di una persistente debolezza della domanda nei mesi futuri (cfr. il riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria*). La quota di occupati in settori oggetto di restrizioni, o impegnati in mansioni che possono meno facilmente essere svolte a distanza, sarebbe stata maggiore per i nuclei familiari con i livelli più

¹ Le proiezioni si basano sui dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat relativi al quarto trimestre del 2019. L'indagine non contiene i redditi da lavoro autonomo, imputati secondo la metodologia descritta in F. Carta, *Timely indicators for labour income inequality and poverty using the Italian labour force survey*, "Social Indicators Research", dicembre 2019, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 503, 2019. L'evoluzione dei redditi da lavoro è stimata ipotizzando un calo delle ore lavorate complessivamente coerente con quello atteso del valore aggiunto al livello settoriale e più forte tra i dipendenti a termine il cui contratto è in scadenza. Nella stima dell'evoluzione del reddito da lavoro autonomo si considera inoltre la presenza dei costi fissi, attribuiti a ciascun lavoratore secondo la loro distribuzione nei diversi settori di attività.

Figura 5.1



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

(1) Le elaborazioni sono effettuate sulle famiglie con capofamiglia di età inferiore ai 64 anni, in cui ci sia almeno un lavoratore e in cui non siano percepiti redditi da pensione. La distinzione tra dipendenti e autonomi è basata sul reddito prevalente nel nucleo familiare. La definizione dei lavoratori occupati in settori sospesi segue le disposizioni del DPCM dell'11 marzo 2020. Gli occupati in mansioni non facilmente svolgibili a distanza sono individuati secondo le definizioni elaborate in T. Barbieri, G. Basso e S. Scicchitano, *Italian workers at risk during the Covid-19 epidemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

bassi di reddito equivalente da lavoro² (fig. 5.1). Nel complesso, per le famiglie che prima dell'emergenza sanitaria erano nel quinto più basso della distribuzione, la riduzione del reddito sarebbe stata due volte più ampia di quella subita dalle famiglie appartenenti al quinto più elevato.

Nel primo trimestre del 2020 la disuguaglianza della distribuzione del reddito netto equivalente da lavoro, misurata dall'indice di Gini per i nuclei con capofamiglia di età inferiore ai 64 anni e in cui non si percepiscono redditi da pensione (il 58 per cento del totale), sarebbe aumentata di circa due punti percentuali al 37 per cento, toccando il valore massimo dal 2009, anno di inizio della serie storica utilizzata (cfr. il riquadro: *La disuguaglianza del reddito da lavoro tra le famiglie* del capitolo 5 nella *Relazione annuale* sul 2018). Gli effetti sul totale delle famiglie sarebbero mitigati dall'inclusione dei nuclei che percepiscono redditi da pensione, sostanzialmente stabili³.

Per attutire la caduta del reddito, gli ammortizzatori sociali sono stati potenziati in misura significativa. In marzo il DL 18/2020 (decreto "cura Italia") ha esteso gli strumenti di integrazione salariale in costanza di rapporto di lavoro alla quasi totalità dei lavoratori dipendenti del settore privato (i beneficiari potenziali sono passati da circa 11 a 13,5 milioni). Con lo stesso provvedimento è stato introdotto un bonus temporaneo di 600 euro netti, assegnato ai lavoratori stagionali del turismo e, a prescindere dalla sospensione o riduzione dell'attività, ai dipendenti a tempo determinato dell'agricoltura e ai lavoratori autonomi e parasubordinati (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Tali misure sono state

² Il reddito equivalente da lavoro è ottenuto dividendo il reddito da lavoro complessivamente percepito da un nucleo familiare per un coefficiente che tiene conto del numero di componenti, nel quale si attribuiscono valori pari a 1 al capofamiglia, 0,5 ai familiari con almeno 14 anni e 0,3 a quelli con meno di 14 anni.

³ I redditi da pensione non sono presenti nella *Rilevazione sulle forze di lavoro* (cfr. F. Carta, 2019, op. cit.).

estese dal DL 34/2020 (decreto “rilancio”), che ha introdotto un ulteriore strumento temporaneo di sostegno (Reddito di emergenza) destinato alle famiglie in condizioni di disagio non beneficiarie di altri sussidi. In aprile un milione di nuclei ha ricevuto il Reddito o la Pensione di cittadinanza, per un importo medio pari a 540 euro.

Secondo nostre valutazioni gli ammortizzatori dovrebbero essere in grado di ridurre in misura rilevante l'incremento della disuguaglianza nella distribuzione dei redditi da lavoro dovuto all'emergenza sanitaria: l'indice di Gini, calcolato considerando anche i trasferimenti, scenderebbe al 35 per cento nell'ipotesi che tutti i potenziali beneficiari degli ammortizzatori ne abbiano effettivamente usufruito. Nel medio termine sussiste però il rischio che l'emergenza Covid-19 accentui le disuguaglianze, sia per la maggiore presenza di lavoratori a basso reddito nei settori con più elevato rischio di contagio e con minore possibilità di lavoro a distanza, sia perché gli ammortizzatori sociali offrono un sostegno di natura temporanea, a fronte di ripercussioni potenzialmente durature sulla capacità reddituale dei lavoratori più coinvolti (cfr. il riquadro: *Gli effetti sui lavoratori di una caduta della domanda o di una riduzione del credito: l'evidenza dalla recessione del 2008-09* del capitolo 8).

I consumi

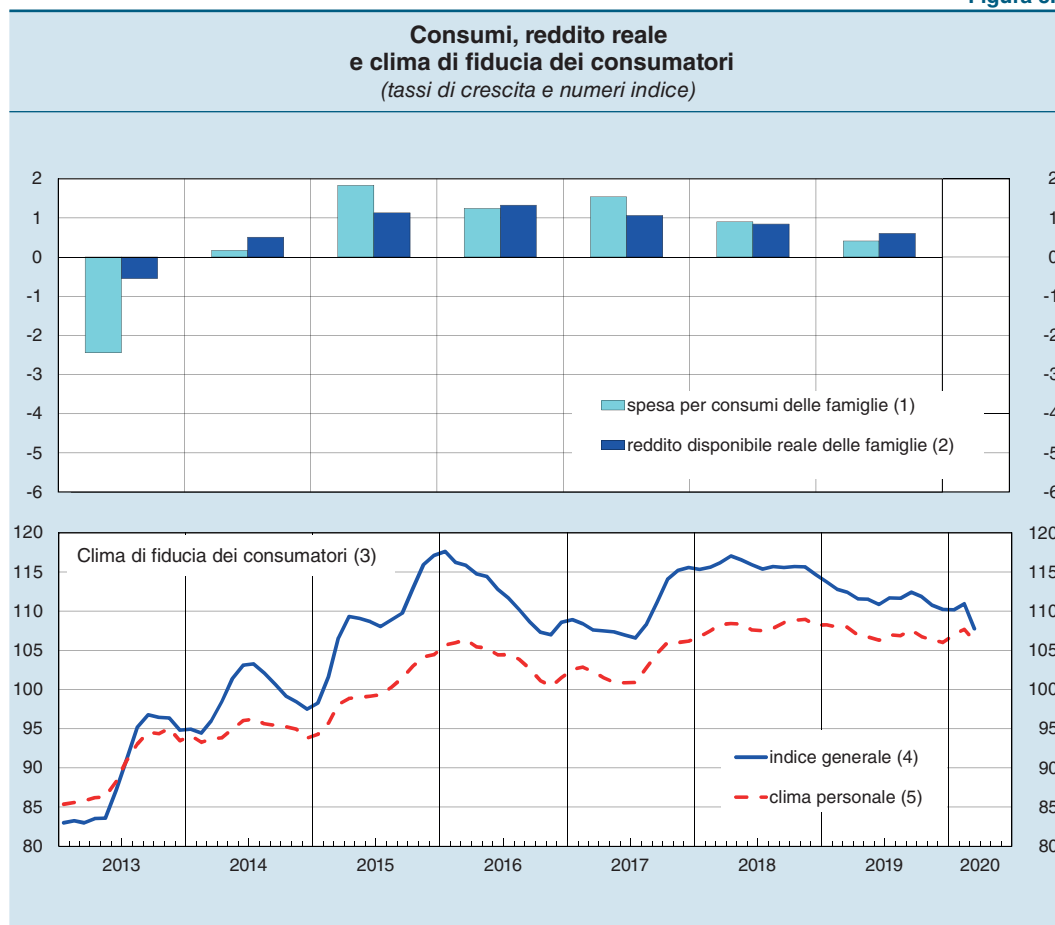
Nel 2019 la crescita dei consumi è stata pari allo 0,5 per cento, riflettendo una stagnazione degli acquisti di beni e un incremento di quelli di servizi (0,9 per cento; tav. 5.2). Il rallentamento della spesa delle famiglie rispetto all'anno precedente, superiore a quello del reddito disponibile, ha verosimilmente risentito anche di una graduale flessione degli indici di fiducia dei consumatori dovuta a valutazioni meno favorevoli sulla situazione economica dell'Italia e sull'andamento del mercato del lavoro (fig. 5.2).

Tavola 5.2

Spesa delle famiglie italiane (1) (valori e variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2019 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2016	2017	2018	2019
Beni	47,4	1,3	1,8	1,1	0,1
Beni non durevoli	30,5	0,5	0,5	0,1	0,1
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	14,2	1,2	1,0	- 0,1	0,4
Beni semidurevoli	8,7	1,0	1,8	2,0	- 2,3
di cui: vestiario e calzature	5,9	0,1	1,4	2,3	- 2,7
Beni durevoli	8,2	5,1	7,0	3,5	2,7
Servizi	52,6	1,2	1,3	0,9	0,9
di cui: alberghi e ristoranti	10,3	1,7	2,9	0,5	1,0
istruzione	0,9	2,6	1,0	4,2	0,5
Totale spesa interna	100,0	1,2	1,5	1,0	0,5
Spesa all'estero dei residenti in Italia (2)	..	4,5	10,0	4,8	4,8
Spesa in Italia dei non residenti (2)	..	2,4	6,4	5,3	6,0
Totale spesa nazionale	..	1,3	1,5	0,9	0,4
<i>per memoria:</i>					
deflatore della spesa nazionale	..	0,1	1,1	0,9	0,5

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce: *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) Valori concatenati. – (2) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2019 rispettivamente al 2,0 e al 4,1 per cento.

Figura 5.2



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

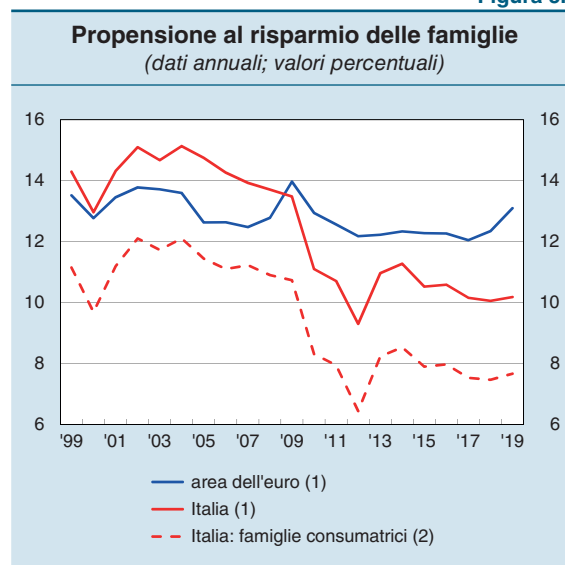
(1) Spesa delle famiglie consumatrici e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp); valori concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Reddito disponibile delle famiglie consumatrici e delle Isp, deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle 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) nei passati e (b) nei prossimi 12 mesi; situazione economica personale (c) nei passati e (d) nei prossimi 12 mesi; (e) convenienza all'acquisto di beni durevoli; (f) tendenza della disoccupazione; (g) possibilità e (h) convenienza a risparmiare; (i) bilancio finanziario della famiglia. – (5) Media dei saldi relativi ai quesiti (c), (d), (e), (g), (h) e (i).

La propensione al risparmio è lievemente salita, al 7,7 per cento (fig. 5.3), restando su valori bassi nel confronto storico e internazionale. Secondo le indagini dell'Istat è rimasta prevalente la quota di famiglie (circa il 90 per cento) che ha ritenuto opportuno risparmiare.

Nella prima parte dell'anno in corso l'evoluzione dei consumi è stata condizionata dall'epidemia di Covid-19. Gli indicatori congiunturali più recenti prefigurano una significativa contrazione della spesa. Nel primo trimestre l'indice delle vendite al dettaglio diffuso dall'Istat è diminuito del 5,9 per cento; è invece cresciuta la componente relativa ai beni alimentari, come è segnalato anche dai dati di fonte Nielsen sull'acquisto di generi di largo consumo (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*). Secondo l'indicatore dei consumi elaborato da Confcommercio, nella media dei tre mesi da febbraio ad aprile, la spesa per beni e servizi si è ridotta del 25,5 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2019; la flessione è stata particolarmente pronunciata in aprile (-47,6 per cento; fig. 5.4). La domanda è diminuita in misura più accentuata per i servizi alberghieri (-50,3 per cento tra febbraio e aprile e -92,6 in aprile) e

rimarrebbe molto debole sino alla fine dell'estate, una previsione confermata dal forte calo delle prenotazioni sulla piattaforma Airbnb fra aprile e agosto. Secondo un'indagine straordinaria condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di aprile e l'inizio di maggio, la metà delle famiglie intende ridurre le spese per attività ricreative anche una volta terminate le restrizioni (cfr. il riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria*). Nei primi tre mesi di quest'anno le immatricolazioni di automobili sono scese di circa il 32 per cento rispetto a un anno prima; in aprile la contrazione ha raggiunto il 97,5 per cento. Anche i dati sui prelievi da ATM e sui pagamenti effettuati attraverso POS indicano una decisa flessione dei consumi nel bimestre marzo-aprile (fig. 5.4).

Figura 5.3



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.

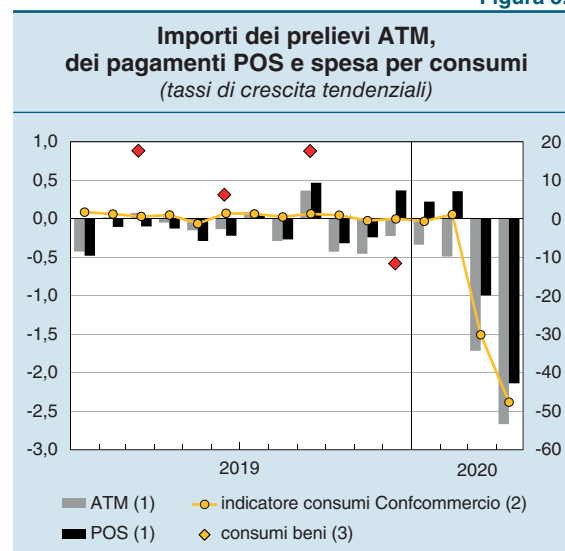
(1) Include oltre alle famiglie consumatrici quelle produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita e unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (cfr. nella sezione Glossario dell'Appendice le voci *Famiglie* e *Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie*). – (2) Il risparmio è calcolato al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione.

La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

Secondo nostre stime la ricchezza detenuta dalle famiglie consumatrici sotto forma di attività reali (quasi esclusivamente abitazioni) si era ridotta dello 0,5 per cento nel 2018 e avrebbe registrato una nuova lieve diminuzione nel 2019. La ricchezza totale, che include anche le attività finanziarie nette ed è riferita al complesso delle famiglie consumatrici e produttrici, sarebbe cresciuta dell'1,9 per cento (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

L'anno scorso si è attenuata la contrazione dei prezzi delle abitazioni (-0,1 per cento; fig. 5.5); sulla base dei dati dell'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate, nella media del 2019 le compravendite di abitazioni sono salite del 4,3 per cento.

Figura 5.4

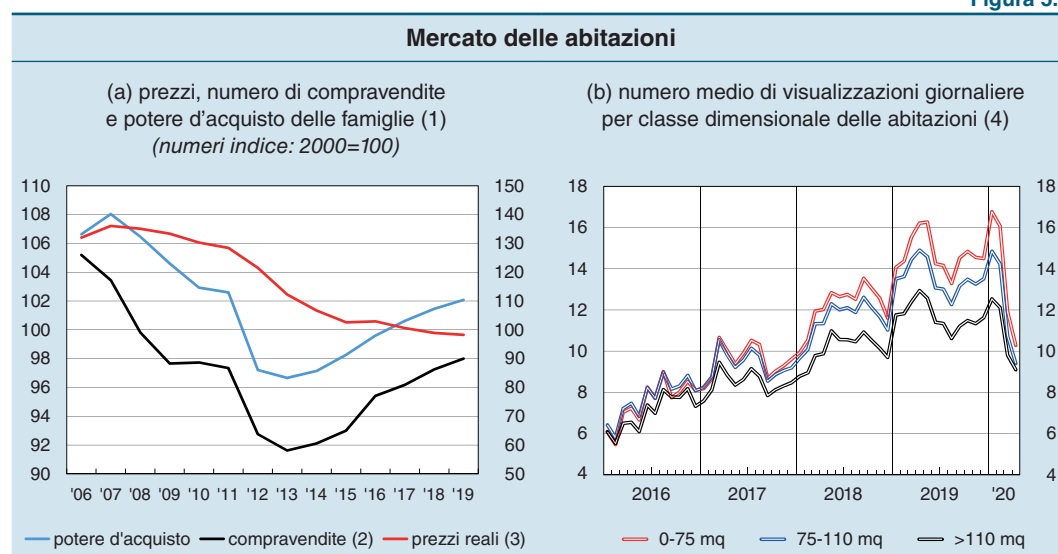


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Confcommercio.

(1) Dati tratti dal sistema di compensazione multilaterale BI-COMP; scala di destra. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *BI-COMP e CABI: i sistemi di pagamenti al dettaglio*. – (2) Scala di destra. – (3) Spesa per consumi finali sul territorio economico delle famiglie residenti e non residenti; prezzi correnti; serie corrette per il numero di giorni lavorativi.

Vi sono prime evidenze degli effetti dell'epidemia di Covid-19 sul mercato immobiliare. Le misure restrittive adottate dal Governo e le conseguenti limitazioni alla mobilità, nonché l'incertezza sulle prospettive future, hanno avuto una ricaduta immediata sul volume delle compravendite. Secondo nostre elaborazioni su un ampio insieme di dati relativi agli annunci di vendita di abitazioni sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, nel bimestre marzo-aprile il numero di nuove inserzioni è sceso di oltre il 50 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019; l'attività di ricerca online da parte dei potenziali acquirenti, misurata dal numero medio di visualizzazioni giornaliere, si è notevolmente ridotta, soprattutto per le abitazioni di minore dimensione (fig. 5.5), per quelle meno costose e per quelle situate al Nord.

Figura 5.5



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

(1) Dati trimestrali. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario; scala di destra. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo; scala di destra. – (4) Dati mensili.

VALUTAZIONI E ASPETTATIVE DELLE FAMIGLIE ITALIANE NELL'ATTUALE FASE DI EMERGENZA SANITARIA

Tra la fine di aprile e l'inizio di maggio di quest'anno la Banca d'Italia ha svolto un'indagine straordinaria su un campione di oltre 3.000 individui al fine di rilevare un ampio spettro di informazioni qualitative sulla loro situazione economica e sulle loro aspettative¹.

L'emergenza sanitaria e i provvedimenti di sospensione delle attività produttive adottati per contenerla hanno determinato un marcato deterioramento della condizione economica per l'insieme delle famiglie. Circa i due terzi dei nuclei familiari con almeno un componente precedentemente occupato hanno registrato episodi di riduzione dell'attività lavorativa; la quota supera l'80 per cento quando il capofamiglia è lavoratore autonomo o dipendente a tempo determinato (cfr. il capitolo 8: *Il mercato*

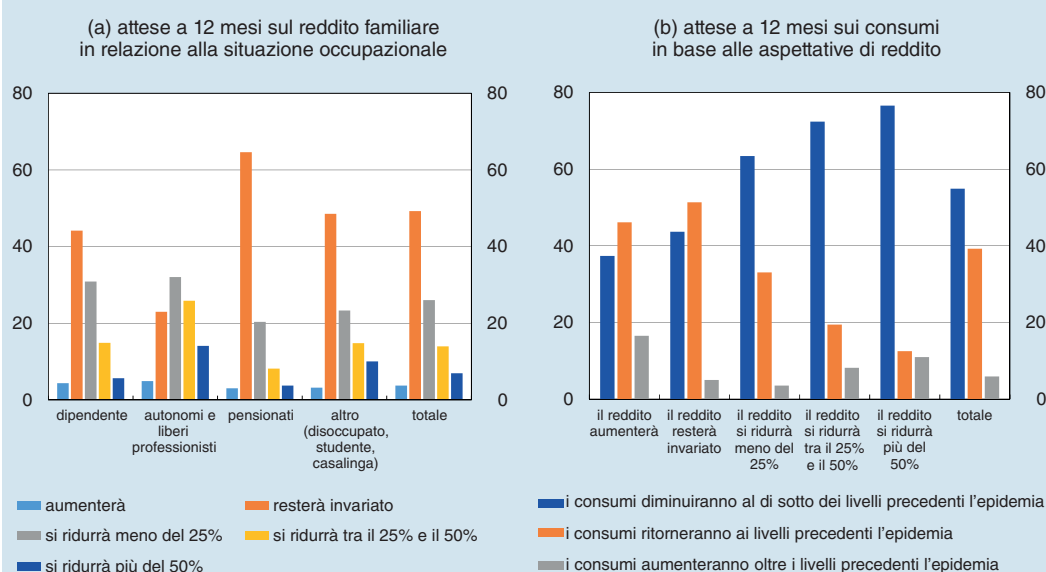
¹ L'indagine è stata condotta sottoponendo lo stesso questionario, attraverso tre diverse tecniche di rilevazione, ciascuna su circa un terzo del campione: interviste personali realizzate al telefono, compilazione via internet, somministrazione mediante un dispositivo di collegamento a distanza (dialogatore).

del lavoro). Nonostante i trasferimenti e i sussidi del Governo, ciò si è tradotto in un calo dei redditi familiari complessivi che ha interessato metà dei nuclei.

La metà degli intervistati si attende un peggioramento della condizione reddituale della propria famiglia a un anno dall'intervista; la quota sale a oltre il 70 per cento tra i lavoratori autonomi (figura A, pannello a), rispecchiando verosimilmente le preoccupazioni per gli effetti della pandemia sull'attività dei settori più colpiti (in particolare il commercio al dettaglio non alimentare, le attività turistiche e i servizi alla persona), caratterizzati da una maggiore incidenza di piccole e medie imprese.

Figura A

Attese di reddito e consumi (1)
(valori percentuali)



L'85 per cento delle famiglie intervistate valuta, nei prossimi dodici mesi, di poter fare fronte alle spese con il proprio reddito; tuttavia i nuclei più colpiti dall'emergenza sanitaria dichiarano di avere difficoltà nel pagare le rate dei debiti esistenti e temono di doverne contrarre di nuovi o di intaccare pesantemente il proprio risparmio per sostenere le spese (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*).

Dalle risposte emerge che, una volta terminate l'epidemia di Covid-19 e le connesse limitazioni imposte dal Governo, le famiglie prevedono una ricomposizione dei propri consumi, con una riduzione particolarmente marcata degli acquisti considerati comprimibili, come viaggi, vacanze, ristoranti, cinema e teatro, che rappresentano il 22 per cento del paniere di spesa. Ben il 70 per cento dei nuclei in maggiore difficoltà economica intende diminuire tali spese al di sotto dei livelli precedenti l'epidemia; la percentuale rimane elevata (superiore al 40 per cento) anche per le famiglie più abbienti, per quelle che non hanno subito perdite di reddito

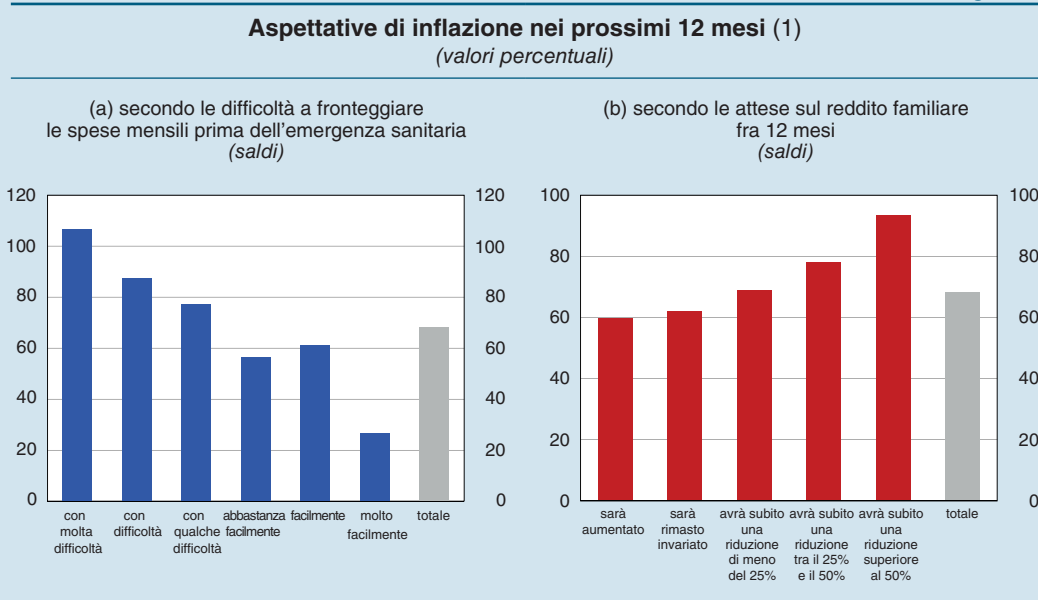
ingenti, né si aspettano di doverle fronteggiare in futuro (figura A, pannello b). Ciò induce a ritenere che su tali valutazioni pesi pertanto non solo la dinamica attuale dei redditi, ma anche l'incertezza su quella futura.

L'emergenza sanitaria si ripercuote anche sulle valutazioni relative all'evoluzione dei prezzi. I giudizi sull'inflazione attuale e su quella attesa nei prossimi mesi segnalano una dinamica dei prezzi superiore a quella desumibile, sulla base di quesiti analoghi, dall'ultima rilevazione dell'Istat sul clima di fiducia dei consumatori che si è svolta in marzo. Il rialzo delle aspettative di inflazione è coerente con quanto rilevato nelle inchieste coordinate dalla Commissione europea per i consumatori nel complesso dell'area dell'euro in aprile, quando il saldo fra le attese di accelerazione e quelle di decelerazione dei prezzi si è portato sul livello più alto dalla fine del 2012, pure a fronte di un tasso di variazione dei prezzi molto basso.

È plausibile che, a causa delle restrizioni ai consumi imposte dall'emergenza sanitaria, le famiglie abbiano osservato o dato rilievo solo ai prezzi del sottoinsieme di beni e servizi che hanno potuto acquistare, il cui aumento, in particolare per i beni alimentari, è risultato in aprile nettamente più cospicuo che per l'indice generale, sia nell'area sia in Italia (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*). Tale interpretazione sembra trovare conferma nel fatto che le famiglie intervistate indicano soprattutto nei beni alimentari e nei servizi connessi con la salute le componenti che spingerebbero al rialzo l'inflazione nei prossimi mesi.

Le attese di inflazione sono più elevate fra le famiglie che già prima della pandemia dichiaravano maggiori difficoltà nel fronteggiare le spese mensili (figura B, pannello a) e fra quelle che prevedono una consistente riduzione del reddito nei

Figura B



Fonte: elaborazioni su dati dell'indagine straordinaria presso le famiglie condotta dalla Banca d'Italia.

(1) Saldo fra le quote percentuali di quanti ritengono che l'inflazione crescerà o rimarrà stabile e quanti si aspettano che diminuirà; le classi estreme hanno peso doppio, pertanto il saldo può superare i 100 punti percentuali.

prossimi mesi (figura B, pannello b). Queste aspettative, se dovessero protrarsi, sarebbero associate all'attesa di un'erosione del potere di acquisto, che a sua volta potrebbe indurre un aumento del risparmio precauzionale².

² C. Rondinelli e R. Zizza, *Spend today or spend tomorrow? The role of inflation expectations in consumer behaviour*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1276, 2020.

6. LE IMPRESE

L'attività economica nel 2019 ha rallentato, risentendo degli andamenti sfavorevoli dell'economia globale e delle tensioni protezionistiche che hanno interessato soprattutto la manifattura.

All'inizio dell'anno in corso il sistema produttivo è stato colpito dalla diffusione dell'epidemia di Covid-19; ne è conseguita già nel primo trimestre una forte contrazione del prodotto. Il calo è stato più marcato per i servizi turistici, della ristorazione, di trasporto, ricreativi e culturali, ma la flessione è stata diffusa. È diminuita anche la natalità di impresa: nel primo trimestre il saldo tra le iscrizioni e le cessazioni di aziende è stato ampiamente negativo, collocandosi al livello più basso degli ultimi sette anni.

Nelle indagini condotte dalla Banca d'Italia, le imprese valutano che gli effetti dell'epidemia si siano trasmessi soprattutto attraverso la riduzione della domanda interna, mentre il canale estero è stato particolarmente rilevante solo per il comparto del commercio, alberghi e ristorazione. I piani di investimento sono stati rivisti al ribasso già per il semestre in corso.

Le conseguenze della pandemia ripropongono le sfide strutturali cui devono rispondere le imprese italiane. Alla fine dello scorso anno l'impiego delle nuove tecnologie restava basso rispetto ai principali paesi europei; la quota di fatturato realizzata con il commercio elettronico, pur se in aumento, era ancora largamente inferiore ai livelli registrati in Francia e in Germania.

Gli andamenti economici nel 2019

Produzione, redditività e demografia di impresa. – Lo scorso anno il valore aggiunto dell'intera economia è appena cresciuto (0,2 per cento da 0,9 nel 2018). La produzione industriale è diminuita (-1,0 per cento), risentendo della flessione della domanda interna e della decelerazione delle vendite all'estero (cfr. il capitolo 4: *Il quadro di insieme*). È proseguito il recupero del valore aggiunto nelle costruzioni (2,6 per cento), che tuttavia si colloca ancora 35 punti percentuali al di sotto del picco del 2007; sulla base dei dati relativi ai primi nove mesi dell'anno i permessi di costruire, che forniscono indicazioni prospettiche sull'evoluzione dell'attività, hanno rallentato notevolmente. L'attività è aumentata, sebbene a un ritmo inferiore a quello del 2018, nella maggior parte dei servizi, il cui valore aggiunto è salito dello 0,3 per cento.

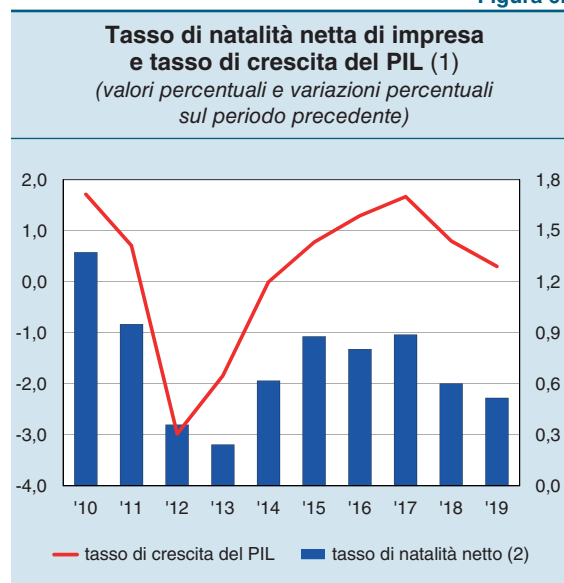
La redditività operativa, pari al rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto, è scesa, rispecchiando un aumento del costo del lavoro più rapido di quello del valore aggiunto stesso. È invece rimasto stabile il rapporto tra il MOL e l'attivo totale (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). A causa dell'emergenza Covid-19, l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) – condotta all'inizio del 2020 dalle Filiali della Banca d'Italia sulle imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in

senso stretto e nei servizi privati non finanziari – ha interessato il 76 per cento del campione normalmente raggiunto (circa 3.200 imprese). Dall'indagine è emerso che la quota di imprese in utile è rimasta pressoché invariata (al 72,9 per cento del totale). All'incremento per le imprese dei servizi si è contrapposta una diminuzione, la seconda negli ultimi due anni, nell'industria in senso stretto. Tale calo è stato particolarmente marcato tra le aziende che realizzano almeno un terzo dei ricavi all'estero. Secondo l'indagine nel 2019 la crescita del fatturato ha ristagnato risentendo della forte contrazione nell'industria in senso stretto (- 2,2 per cento, da 0,2 nel 2018).

Il tasso di natalità netta delle imprese è stato pari allo 0,5 per cento (quasi 27.000 aziende in più), all'incirca invariato rispetto all'anno precedente (fig. 6.1). La quota delle società di capitali sul totale delle imprese attive ha continuato a crescere (al 24 per cento, dal 14 nel 2007) a fronte di una riduzione della quota di società di persone e ditte individuali, la cui natalità netta è negativa dal 2012.

Gli investimenti. – Nel 2019 l'accumulazione di capitale è aumentata dell'1,4 per cento, un ritmo notevolmente inferiore rispetto al biennio precedente (tav. 6.1), a causa dell'indebolimento dell'attività economica e della diffusa incertezza.

Figura 6.1



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*. Il tasso di natalità netta è calcolato come differenza tra il tasso di natalità e quello di mortalità.
(1) PIL a valori concatenati con anno di riferimento 2015. – (2) Scala di destra.

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia (valori concatenati; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2019 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2017	2018	2019	2007	2019
Costruzioni	44,9	1,5	2,8	2,6	11,4	8,1
abitazioni (2)	23,6	1,1	2,9	3,2	5,7	4,3
altre costruzioni (2)	21,3	1,9	2,7	2,0	5,7	3,8
costi per trasferimento di proprietà	4,4	2,5	5,8	4,6	1,1	0,8
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	38,1	6,3	4,0	0,3	7,6	6,9
di cui: mezzi di trasporto	7,6	13,7	8,4	0,4	1,5	1,4
Prodotti di proprietà intellettuale	17,0	1,1	2,1	0,8	2,5	3,1
Totale investimenti fissi lordi	100,0	3,2	3,1	1,4	21,6	18,0
Totale escluse le abitazioni	–	3,9	3,2	0,9	15,9	13,8
Totale escluse le costruzioni	–	4,6	3,4	0,4	10,1	9,9

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 discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti. –
(2) Inclusi i costi per trasferimento di proprietà.

La spesa per beni strumentali, dopo un quinquennio di robusta crescita, ha decelerato marcatamente, risentendo sia della riduzione della capacità produttiva utilizzata – legata all’evoluzione dell’economia globale – sia dell’affievolimento dell’effetto degli incentivi fiscali registrato negli anni precedenti.

Gli investimenti in costruzioni hanno avuto un incremento del 2,6 per cento: a una leggera accelerazione della componente residenziale, connessa anche con l’interruzione della flessione dei prezzi delle case (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*), si è contrapposto un rallentamento della spesa in immobili non residenziali. La rilevazione condotta dalla Banca d’Italia su un campione di circa 420 imprese edili indica per il 2020 un rallentamento della realizzazione di opere pubbliche.

La quota degli investimenti sul PIL è salita per il quarto anno consecutivo, raggiungendo il 18,0 per cento, un valore però ancora inferiore di oltre tre punti percentuali rispetto a quello toccato prima della crisi finanziaria globale; il dato risente soprattutto del livello ancora basso degli investimenti in costruzioni, mentre quelli in macchinari e attrezzature sono tornati quasi sui livelli precedenti il 2008.

Gli investimenti nell’indagine Invind. – Secondo l’indagine Invind nel 2019 gli investimenti nel settore privato non finanziario delle aziende con almeno 20 addetti sono cresciuti del 7,6 per cento (1,4 secondo i conti nazionali, riferiti al complesso dell’economia): a una contrazione nella manifattura si è contrapposto un forte aumento nel settore dei servizi, particolarmente accentuato per le imprese di grande dimensione; in entrambi i comparti la spesa effettiva è risultata superiore ai piani precedentemente formulati (tav. 6.2).

Tavola 6.2

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (1) (variazioni percentuali a prezzi 2019)										
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 2019	1,3	2,3	-0,1	-1,2	2,9	5,0	-2,1	-2,7	4,9	
Tasso di realizzo (4)	102,3	119,1	102,6	103,0	96,7	104,0	100,6	101,0	103,3	
Programmi per il 2020	-7,8	-18,8	-15,7	-10,9	2,7	-7,9	-7,7	-12,3	-4,4	
<i>di cui: manifattura</i>										
consuntivo per il 2019	-1,2	1,2	-1,4	-1,2	-2,5	1,5	-2,8	-5,7	3,1	
tasso di realizzo (4)	103,9	118,5	104,5	110,4	92,5	105,9	102,7	102,1	105,5	
programmi per il 2020	-12,8	-18,9	-20,0	-18,4	2,0	-7,9	-14,6	-14,5	-11,0	
Servizi (5)										
Consuntivo per il 2019	14,6	5,6	13,7	7,6	20,7	....	....	11,6	19,9	
Tasso di realizzo (4)	106,5	111,4	115,5	102,4	102,9	....	....	101,0	117,7	
Programmi per il 2020	-8,6	-15,4	-12,1	-5,0	-5,4	....	....	-15,5	-4,8	
Totale										
Consuntivo per il 2019	7,6	4,2	5,6	2,2	12,0	....	....	5,2	10,7	
Programmi per il 2020	-8,2	-16,9	-14,0	-8,4	-1,8	....	....	-13,8	-4,6	

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 2019; per i programmi sul 2020. – (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 2019. – (5) Servizi privati non finanziari.

L'innovazione. – Gli investimenti nei prodotti della proprietà intellettuale sono saliti dello 0,8 per cento; il rallentamento rispetto al 2018 (tav. 6.1) è stato comune anche agli altri principali paesi europei, come Francia e Germania, dove tuttavia il ritmo di crescita resta più sostenuto (4,5 e 2,8 per cento, rispettivamente).

La spesa per ricerca e sviluppo è aumentata dell'1,0 per cento; ha subito anch'essa una decelerazione rispetto ai due anni precedenti. In rapporto al PIL è rimasta stabile all'1,5 per cento. Secondo nostre elaborazioni sui dati dell'indagine Invind, nel 2019 la spesa in ricerca e sviluppo ha continuato a diminuire nelle imprese dei servizi e ad aumentare in quelle della manifattura, anche a parità di classe dimensionale, confermando una tendenza già in atto nel 2018.

Lo scorso anno il numero di brevetti italiani depositati presso il competente ufficio europeo (European Patent Office) è salito per il quinto anno consecutivo; l'aumento è stato dell'1,6 per cento. Gli incrementi maggiori si sono verificati nei settori legati alla strumentazione (10,0 per cento), in particolare quella di controllo. Come negli anni precedenti, l'ingegneria meccanica resta il comparto con il più alto numero di brevetti depositati. Nonostante la crescita progressiva, l'ammontare dei brevetti rimane contenuto nel confronto internazionale.

Anche l'impiego delle nuove tecnologie è basso rispetto ai principali paesi europei (cfr. il riquadro: *Il ritardo digitale dell'Italia* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2018). Nel 2019 la quota di fatturato realizzata con il commercio elettronico dalle aziende con più di dieci dipendenti del settore privato non agricolo e non finanziario è ulteriormente aumentata (all'11,5 per cento). La quota di imprese che ha realizzato almeno l'1 per cento del fatturato attraverso tale modalità è tuttavia rimasta stabile (10,0 per cento) e si colloca su valori largamente inferiori a quelli di Francia e Germania (16,0 e 18,0 per cento, rispettivamente).

La domanda di lavoro. – Lo scorso anno il monte ore lavorate dai dipendenti del settore privato non agricolo è salito dello 0,8 per cento, in netto rallentamento rispetto ai due anni precedenti. Vi hanno contribuito sia il debole incremento nel numero di occupati (1,2 per cento), sia la contrazione delle ore per occupato (-0,4 per cento); queste ultime rimangono inferiori del 5,2 per cento rispetto ai livelli pre-crisi. La decelerazione del monte ore si è manifestata, in misura simile, sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi privati. Le ore lavorate sono invece notevolmente cresciute nelle costruzioni (3,5 per cento), soprattutto a causa dell'aumento degli occupati (2,7 per cento).

La produttività. – Nel 2019 la produttività oraria del lavoro nel settore privato non agricolo è rimasta sostanzialmente stabile (fig. 6.2), riflettendo soprattutto l'andamento ciclico sfavorevole. La sua dinamica è stata nettamente diversa tra settori: è diminuita, per la prima volta dal 2010, nell'industria in senso stretto (-0,2 per cento); ha decelerato nelle costruzioni (0,3 per cento, da 1,7 nel 2018); è aumentata dopo alcuni anni di calo nei servizi privati (0,2 per cento).

Con riferimento all'industria in senso stretto, la produttività ha ristagnato nella manifattura dopo diversi anni di crescita sostenuta. Tra i servizi privati, si è ridotta la crescita

nel commercio mentre è proseguito il calo nelle attività professionali e nei servizi di supporto alle imprese.

Secondo l'indagine Invind, la produttività è diminuita nelle imprese più grandi e – a parità di dimensione, settore e localizzazione – in quelle con minore propensione alle esportazioni.

Le tendenze nel 2020

Gli andamenti nel primo semestre. – Nella prima parte del 2020 il propagarsi dell'epidemia di Covid-19 ha avuto pesanti ripercussioni sull'attività delle imprese, soprattutto nei servizi (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese*). Secondo la stima preliminare dell'Istat, nel primo trimestre del 2020 il prodotto interno lordo si è ridotto del 4,7 per cento, rispecchiando la contrazione dell'attività in tutti i settori. La produzione industriale – scesa già in febbraio, quando l'emergenza sanitaria aveva cominciato a interessare le aree a forte vocazione manifatturiera – è diminuita nettamente in marzo. La flessione nel complesso del primo trimestre, pari all'8,4 per cento, è stata la più forte dalla crisi finanziaria globale (fig. 6.3.b). Il decremento è stato diffuso: secondo le informazioni attualmente disponibili, la quota dei settori in espansione si è ridotta al 17 per cento nella media del primo trimestre (12 nel mese di marzo), il dato più basso dal 2012 (fig. 6.3.a).

Figura 6.2

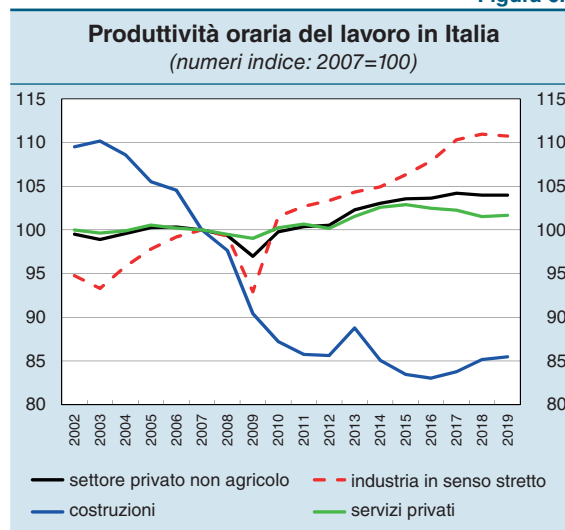
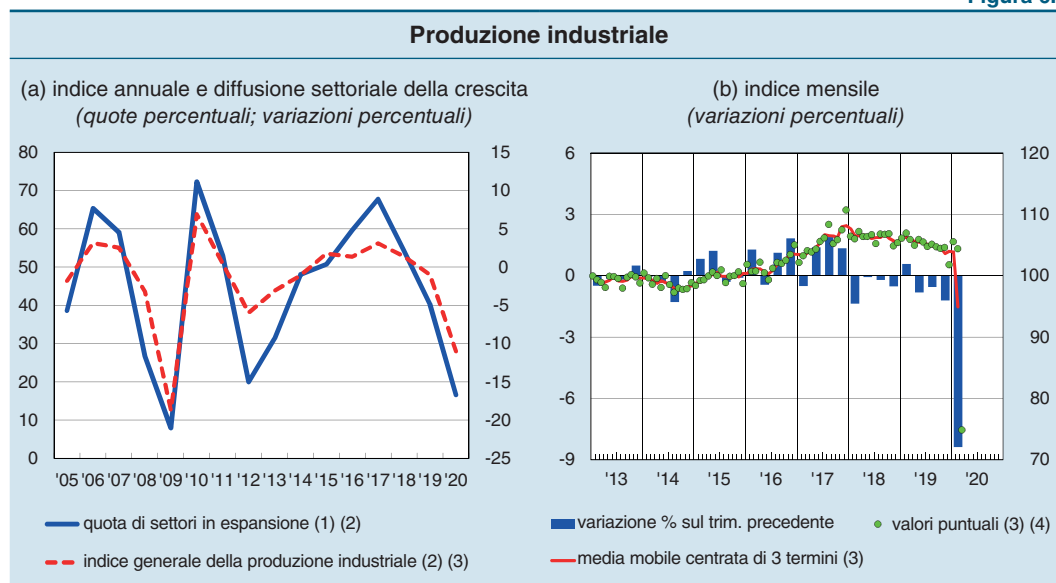


Figura 6.3



Sulla base di nostre valutazioni – che tengono conto sia delle informazioni desumibili dagli andamenti degli input energetici e del trasporto su autostrada (cfr. il riquadro: *L'impatto della pandemia di Covid-19 sull'economia italiana* del capitolo 4), sia del protrarsi delle chiusure delle attività definite “non essenziali” disposte dal Governo con il DPCM del 22 marzo 2020 e i successivi provvedimenti normativi (cfr. il capitolo 15: *L'epidemia di Covid-19 e l'economia*) – la produzione industriale si contrarrebbe anche nel secondo trimestre, soprattutto con riferimento ai beni di investimento e intermedi. In prospettiva il recupero dell'attività dipenderà anche dall'efficacia delle misure varate a sostegno dell'occupazione e della liquidità delle imprese (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia* del capitolo 7 e il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Nel settore dei servizi, le valutazioni dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' index*, PMI) indicano una forte flessione nella prima parte dell'anno. La riduzione risulta più rilevante per i servizi turistici, della ristorazione, di trasporto, ricreativi e culturali. Nel commercio l'attività avrebbe mostrato nel complesso una maggiore tenuta, grazie al buon andamento della domanda di beni alimentari e di prima necessità e alla notevole accelerazione della vendita di prodotti online (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie* e il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

Il comparto edile è stato interessato sino alla fine di aprile dalle interruzioni dell'attività disposte dai decreti governativi, che hanno consentito la prosecuzione delle sole opere pubbliche. Per le imprese di costruzione l'indicatore PMI ha raggiunto il suo minimo storico in aprile, mentre le indagini condotte dalla Banca d'Italia prefigurano un calo della produzione per l'anno in corso.

Secondo l'indagine Invind, le imprese prevedono per il 2020 un calo del fatturato di oltre il 7 per cento. La contrazione sarebbe più marcata nei servizi e tra le imprese più piccole. I programmi per il 2020 indicano una forte contrazione anche dell'accumulazione, la prima dal 2014. La diminuzione sarebbe di entità pressoché analoga nell'industria e nei servizi, e a tassi più che doppi rispetto alla media tra le imprese di minore dimensione (tav. 6.2). Le aziende partecipanti all'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in marzo dalla Banca d'Italia, riferiscono di avere deciso, a fronte dell'emergenza Covid-19, una netta revisione al ribasso della spesa per investimenti già nel semestre in corso (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese*).

GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA DI COVID-19 SECONDO LE INDAGINI PRESSO LE IMPRESE

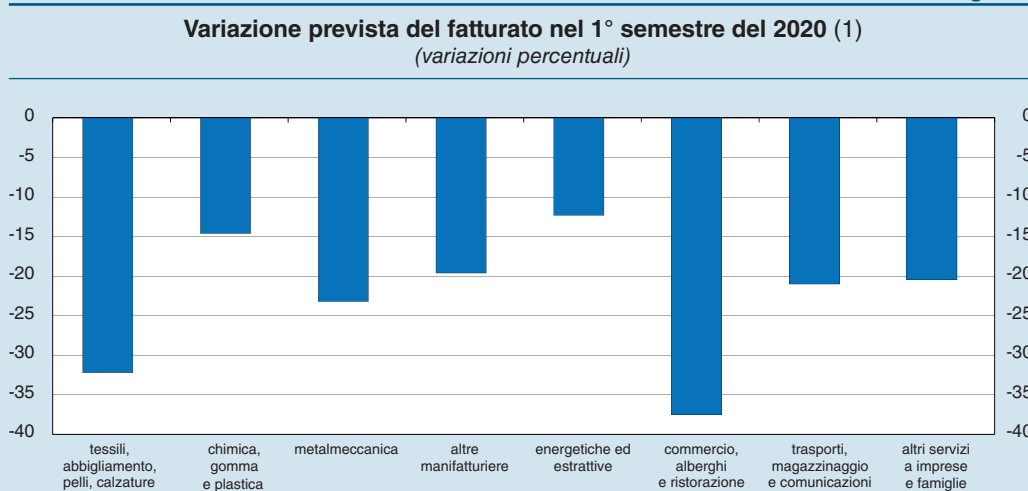
Tra il 29 gennaio e il 14 maggio le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto la consueta *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) sulle imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari; 3.189 imprese (circa un quarto in meno rispetto agli anni scorsi) hanno partecipato alla rilevazione, nonostante la situazione di emergenza. Dal 16 marzo all'indagine è stato affiancato un questionario straordinario (cfr. *Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus*, Iseco), cui hanno risposto circa 3.500 imprese, finalizzato a raccogliere informazioni riguardo gli effetti della pandemia sull'attività economica. Nel complesso i risultati delineano una situazione di forte

difficoltà, caratterizzata da una caduta delle vendite concentrata nella prima parte dell'anno e da un deciso calo degli investimenti previsti per il 2020.

Per il primo semestre dell'anno in corso le imprese prevedono in media una diminuzione del fatturato di circa il 26 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2019. La contrazione attesa sarebbe omogenea tra le aree del Paese; risulterebbe più forte per le imprese con meno di 50 addetti (-29 per cento) e meno marcata per quelle con oltre 500 addetti (-18). L'eterogeneità delle prospettive sul fatturato è complessivamente superiore a quella rilevata negli scorsi anni ed è risultata considerevolmente maggiore per le imprese che hanno risposto dalla seconda metà di marzo.

I settori più colpiti nella prima parte dell'anno sono stati quelli dei servizi, soprattutto il comparto del commercio, alberghi e ristorazione; nell'industria il calo è stato più deciso per le imprese del tessile e dell'abbigliamento (figura A).

Figura A



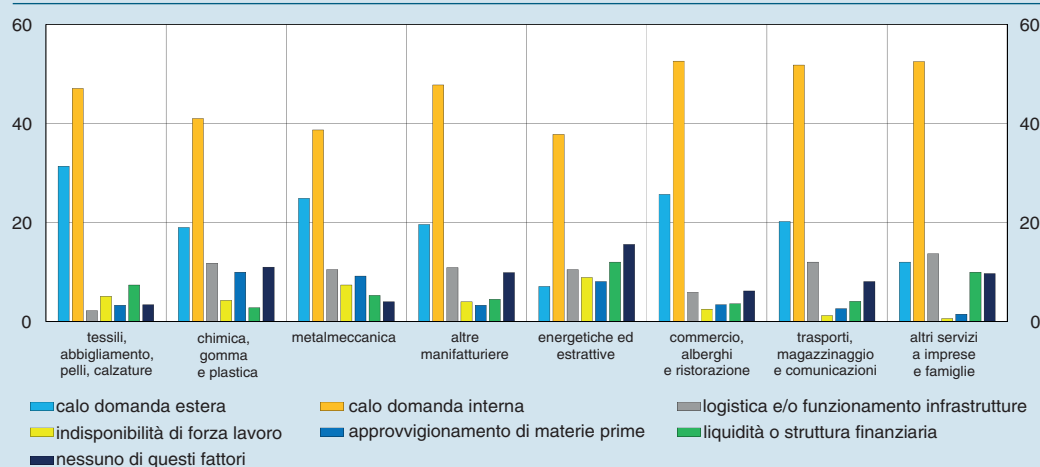
Fonte: Banca d'Italia, Iseco; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus (Iseco).

(1) Variazione attesa rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Statistiche ponderate per i pesi di riporto al numero delle imprese dell'universo.

In tutti i settori lo shock si è manifestato principalmente attraverso le componenti interne della domanda, plausibilmente riflettendo anche le interdipendenze con le produzioni interessate più direttamente dalle misure di contenimento; il canale estero è stato particolarmente rilevante per i comparti del tessile, del commercio, alberghi e ristorazione e della metalmeccanica (figura B). Per il 10 per cento delle imprese lo shock si sarebbe trasmesso soprattutto attraverso problemi legati alla logistica e al funzionamento delle infrastrutture; meno del 10 per cento ha segnalato come maggiori criticità quelle legate all'approvvigionamento di materie prime o all'indisponibilità di forza lavoro. Solo per il 5 per cento delle imprese lo shock si è propagato principalmente mediante fattori di natura finanziaria; il canale finanziario è stato tuttavia ritenuto rilevante da quasi un terzo delle aziende intervistate e si è manifestato soprattutto attraverso maggiori ritardi di pagamento da parte dei clienti.

Figura B

Principale canale di trasmissione degli effetti della pandemia all'attività di impresa (1) (quote percentuali)



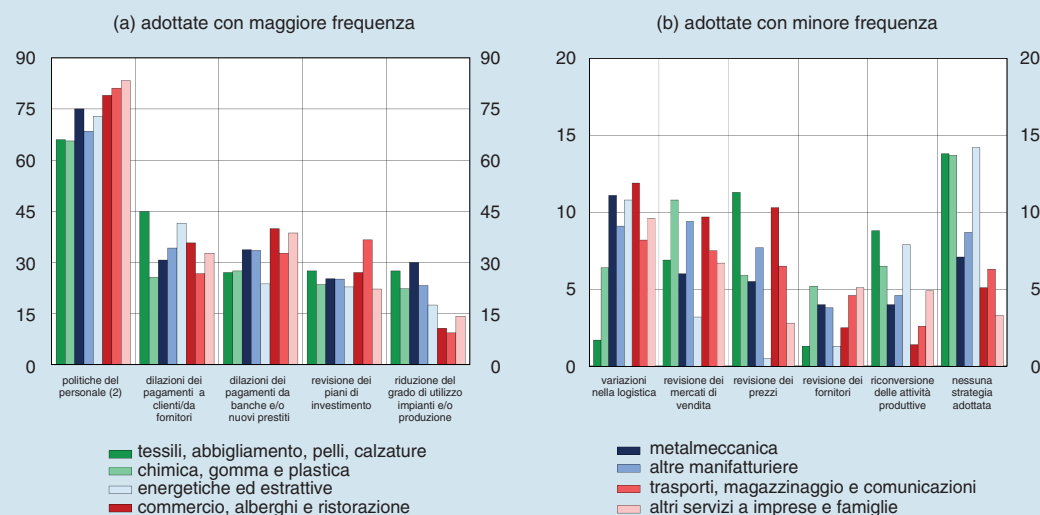
Fonte: Banca d'Italia, Iseco; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus (*Iseco*).

(1) Alle imprese è stato richiesto di indicare il principale fattore attraverso cui la pandemia di Covid-19 sta influenzando negativamente la propria attività in Italia. I valori sull'asse delle ordinate rappresentano la percentuale di imprese che hanno segnalato un determinato fattore. Statistiche ponderate per i pesi di riporto al numero delle imprese dell'universo.

Oltre tre quarti delle imprese hanno adottato misure di gestione del personale per fronteggiare l'emergenza (figura C, pannello a), soprattutto facendo ricorso

Figura C

Strategie delle imprese per contenere gli effetti negativi della pandemia di Covid-19 (1) (quote percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Iseco; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus (*Iseco*).

(1) Alle imprese è stato richiesto di indicare le 3 principali strategie che sono state adottate, o che si pensa di adottare, per contenere gli effetti negativi della diffusione del coronavirus sulla propria attività in Italia. I valori sull'asse delle ordinate rappresentano la percentuale di imprese che hanno segnalato una determinata strategia. Statistiche ponderate per i pesi di riporto al numero delle imprese dell'universo. – (2) Nel questionario la voce "politiche del personale" comprende diverse strategie, tra cui la variazione del numero di dipendenti o dell'orario di lavoro, la rotazione del personale, il ricorso agli ammortizzatori sociali, l'utilizzo del lavoro a distanza.

ad ammortizzatori sociali. Circa un terzo delle aziende ha gestito le tensioni di liquidità attraverso dilazioni di pagamenti commerciali; una quota simile ha beneficiato di differimenti di pagamenti da parte di banche o di nuove linee di credito. Solo l'8 per cento è riuscito a modificare i propri mercati di sbocco; la riconversione delle attività produttive ha interessato appena il 4 per cento delle imprese, risultando più frequente tra quelle del tessile e dell'abbigliamento (figura C, pannello b).

Anche in conseguenza dell'aumento dell'incertezza, gran parte delle imprese ha ridotto i piani di investimento per il 2020. Secondo l'indagine condotta in marzo (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020) le aziende hanno reagito rapidamente allo shock connesso con la pandemia, programmando una netta riduzione della spesa per investimenti già nella prima metà dell'anno. La revisione, anche se diffusa fra le imprese, sarebbe più marcata nel comparto edile e in quello dei servizi non commerciali, per le aziende del Nord Ovest e del Centro, e per quelle di grande dimensione. Il ridimensionamento dei piani di investimento sarebbe stato inoltre più ampio tra le aziende che in occasione della precedente rilevazione si attendevano un peggioramento della disponibilità e del costo del credito e tra quelle che ritenevano di possedere una liquidità sufficiente solo nel breve termine.

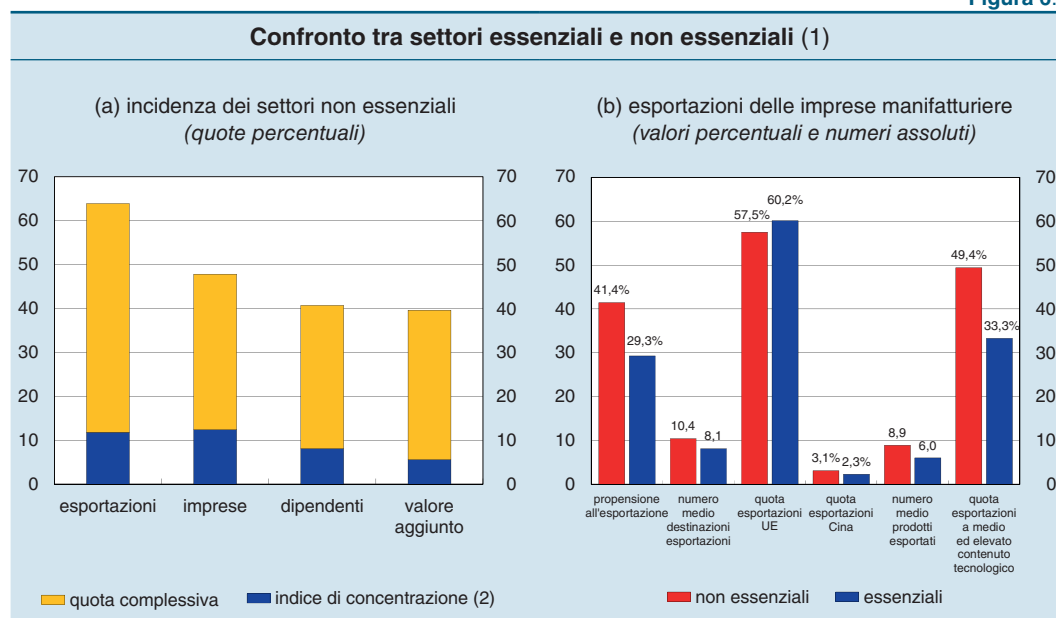
Le attività economiche non essenziali sospese in marzo e aprile con i provvedimenti governativi rappresentavano circa il 28 per cento del valore aggiunto totale (calcolato in base ai pesi del 2017); intorno al 34 includendo gli effetti indiretti dovuti alle interdipendenze tra le attività sospese e quelle non sospese. Nostre valutazioni indicano che ogni settimana di blocco dell'attività economica avrebbe comportato, senza considerare gli effetti indiretti, una riduzione del PIL annuale di circa lo 0,5 per cento. I decreti governativi hanno tuttavia concesso, laddove possibile, lo svolgimento di queste attività secondo le modalità del lavoro agile (*smart working*); sulla base di nostre stime ciò avrebbe contenuto la perdita di valore aggiunto, riducendola rispetto a quanto sopra indicato, di un ammontare fino a sette punti percentuali.

Analizzando le sole imprese private del settore non agricolo e non finanziario, la sospensione delle produzioni non essenziali ha riguardato circa 400 categorie di attività economica. Alle imprese appartenenti a queste categorie (circa il 50 per cento del totale) erano riconducibili il 41 per cento dei dipendenti e il 64 per cento delle esportazioni complessive (fig. 6.4.a), con un'elevata concentrazione: tra le attività sospese, le prime quattro per volume di vendite all'estero (legate al settore automobilistico, alla siderurgia e alle calzature) rappresentavano da sole il 12 per cento delle esportazioni complessive.

La forte vocazione all'esportazione delle attività non essenziali potrebbe determinare effetti di più lungo periodo se la sospensione della produzione si traducesse in una perdita di quote di mercato e comportasse l'impossibilità di mantenere la posizione all'interno delle catene globali del valore. Con riferimento alle sole imprese manifatturiere (fig. 6.4.b), rispetto alle aziende attive nelle produzioni essenziali, quelle che svolgono attività non essenziali avevano nel 2017 una maggiore propensione all'esportazione (41,4 per cento, contro il 29,3) ed erano rivolte a un

numero più ampio di mercati esteri (10,4 in media, contro 8,1), in particolare a quelli esterni all'Unione europea. Queste imprese sono anche quelle mediamente più competitive: trattavano un numero maggiore di prodotti (8,9, contro 6) con un contenuto tecnologico più elevato.

Figura 6.4



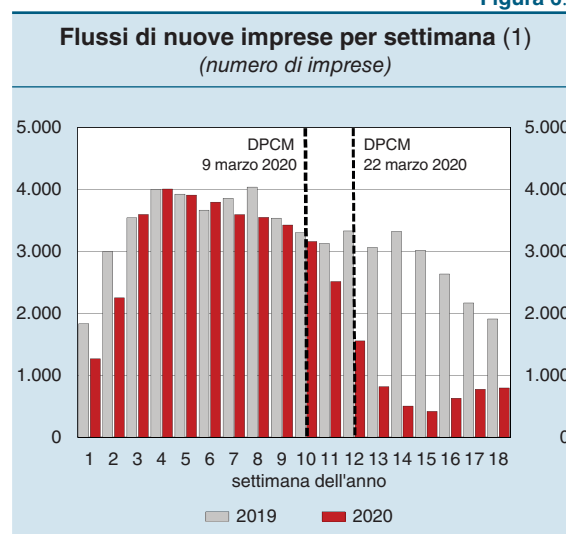
Fonte: Istat, Frame-SBS; Istat e ICE, COE TEC-Frame-SBS.

(1) I dati si riferiscono al 2017 per l'universo delle sole imprese private del settore non agricolo e non finanziario. – (2) L'indice di concentrazione (CR4) è dato dalla somma delle 4 quote maggiori: un valore più alto indica una concentrazione maggiore.

Nel primo trimestre del 2020 il saldo tra le iscrizioni e le cessazioni di imprese è stato ampiamente negativo, collocandosi al livello più basso degli ultimi sette anni (-30.283 imprese, -21.659 nello stesso trimestre del 2019), soprattutto per la diminuzione della natalità. Il tasso di natalità lordo, corretto per la stagionalità, è sceso al 6,0 per cento in ragione d'anno (dal 7,0 nell'ultimo trimestre del 2019); la minore natalità delle imprese si è concentrata nella parte finale del trimestre, a seguito della progressiva chiusura delle attività economiche non essenziali, ed è proseguita nel mese di aprile (fig. 6.5).

Secondo dati provvisori relativi alle sole società di persone e di capitali, tra l'11 marzo e il 5 maggio 2020 sono nate circa 14.600 imprese in meno rispetto allo stesso periodo del 2019 (-64,6 per cento). Il calo maggiore si è registrato nel Nord Ovest (-68,9 per cento), quello minore nel Sud e nelle Isole (-60,7 per cento).

Figura 6.5



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

(1) Il dato si riferisce alle sole società di capitali e di persone.

7. LE CONDIZIONI FINANZIARIE DI FAMIGLIE E IMPRESE

Le famiglie e le imprese affrontano la difficile fase congiunturale con una struttura finanziaria più equilibrata di quella che avevano alla vigilia della doppia recessione del 2008-2013. Nel 2019 la ricchezza finanziaria delle famiglie è aumentata a un ritmo sostenuto, prevalentemente per effetto del rialzo dei corsi dei titoli; la crescita dell'indebitamento ha riguardato, come negli anni più recenti, soprattutto i debitori meno rischiosi. Il calo dei tassi di interesse sui mutui, scesi ai minimi storici, ha agevolato il servizio del debito. La redditività e le attività liquide nei bilanci delle imprese sono rimaste su livelli elevati rispetto al passato e la leva finanziaria ha continuato a ridursi; i bassi tassi di interesse hanno favorito la capacità di rimborso dei debiti finanziari.

Nei primi mesi del 2020 le famiglie hanno risentito della contrazione del reddito seguita alle misure di contenimento della pandemia e della caduta dei corsi dei titoli, che ha ridotto la ricchezza finanziaria; sono cresciute l'avversione al rischio e la preferenza per strumenti finanziari più sicuri. La capacità di fare fronte agli effetti della crisi, sostenuta dal basso indebitamento e dal livello contenuto dei tassi di interesse, beneficerà delle misure adottate dal Governo per il sostegno dei redditi e delle moratorie sui debiti. Il fabbisogno di liquidità delle imprese è rapidamente aumentato in connessione con il calo delle vendite. Nel breve termine gli interventi varati per alleggerire l'onere dei rimborsi e facilitare l'accesso a nuovi prestiti contribuiscono in modo significativo a contenere il rischio che le tensioni di liquidità si traducano in crisi aziendali durature. Nel lungo periodo, tuttavia, gli interventi potrebbero determinare squilibri nella struttura finanziaria; i recenti provvedimenti del Governo volti a favorire un maggiore apporto di capitale di rischio al sistema produttivo concorrono a contrastare questa tendenza.

GLI ANDAMENTI DEL 2019

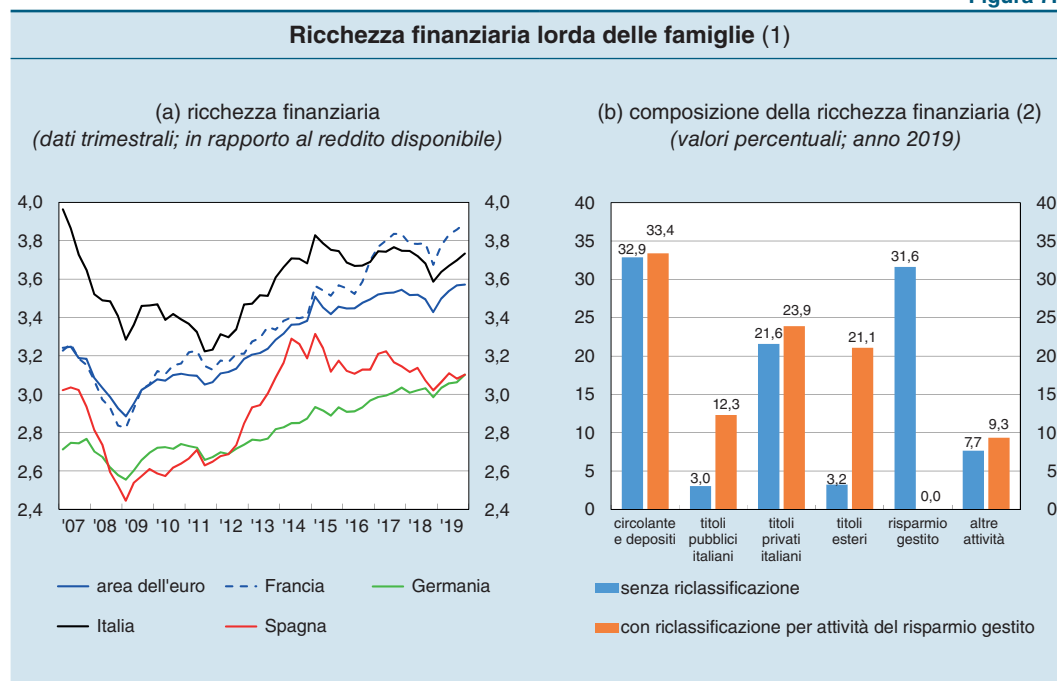
LE FAMIGLIE

La ricchezza e gli investimenti finanziari

Secondo nostre stime nel 2019 la ricchezza netta delle famiglie, ossia il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività, è cresciuta dell'1,9 per cento, a 8,1 volte il reddito disponibile. L'incremento è stato determinato prevalentemente dalla variazione della ricchezza finanziaria (aumentata del 5,2 per cento) connessa con il rialzo dei prezzi dei titoli. Alla fine del 2019 le attività finanziarie avevano raggiunto il 42 per cento della ricchezza totale lorda ed erano pari a 3,7 volte il reddito disponibile, un valore elevato nel confronto con i principali paesi europei; il divario

positivo rispetto alla media dell'area dell'euro si è tuttavia più che dimezzato dal periodo precedente lo scoppio della crisi finanziaria globale (fig. 7.1.a).

Figura 7.1



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

(1) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) “Senza riclassificazione” si riferisce all'esposizione diretta alle attività finanziarie; “con riclassificazione per attività del risparmio gestito” indica l'esposizione complessiva, diretta e indiretta, tenendo conto degli strumenti sottostanti ai prodotti del risparmio gestito. La voce “circolante e depositi” include i depositi esteri, il cui peso sulle attività finanziarie è comunque contenuto (circa l'1 per cento). La voce “titoli esteri” include azioni, obbligazioni e titoli pubblici esteri. La voce “altre attività” comprende i prestiti, i crediti commerciali, il TFR, le attività residuali e le discrepanze tra i conti finanziari e le altre fonti.

Nel 2019 le famiglie italiane hanno continuato a mostrare cautela nel selezionare i propri investimenti di portafoglio: le vendite nette di obbligazioni bancarie, titoli di Stato e azioni sono state ingenti e i depositi sono cresciuti (tav. 7.1). Alla fine dell'anno poco meno di un terzo della ricchezza finanziaria era detenuta in depositi e circolante, una frazione in rialzo di oltre sette punti percentuali rispetto al 2007. La quota allocata in prodotti del risparmio gestito è ancora salita, raggiungendo il 31,6 per cento (19,8 per cento nel 2007). Questi strumenti migliorano il profilo di rischio-rendimento del portafoglio finanziario aumentando la diversificazione, anche geografica, degli investimenti: secondo nostre stime¹ nel 2019 l'esposizione complessiva, diretta e indiretta, delle famiglie verso titoli esteri sarebbe stata pari al 21,1 per cento delle attività finanziarie e quella verso i titoli pubblici italiani al 12,3 per cento (fig. 7.1.b).

¹ Le stime sono basate sul metodo del *look-through*, che consiste nel riclassificare le attività sottostanti ai prodotti del risparmio gestito; cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito* del capitolo 7 nella *Relazione annuale* sul 2018. Rispetto all'analisi descritta nel riquadro, le stime attuali considerano anche gli investimenti sottostanti alle quote di fondi comuni esteri detenute direttamente dalle famiglie e quelli connessi con le quote di fondi comuni acquistati dagli intermediari per conto delle famiglie.

Tavola 7.1

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2019	Composizione percentuale		2018	2019
		2018	2019		
ATTIVITÀ (2)					
Biglietti e circolante	165.890	3,8	3,7	6.668	3.469
Depositi (3)	1.294.966	29,3	29,1	22.570	58.182
Italiani	1.254.446	28,3	28,2	24.123	57.160
depositi a vista	813.243	18,0	18,3	36.683	52.446
altri depositi	441.203	10,3	9,9	-12.560	4.714
Esteri	40.520	0,9	0,9	-1.553	1.022
Titoli obbligazionari	271.082	6,8	6,1	-9.294	-33.126
Italiani	203.255	5,1	4,6	-11.601	-28.145
di cui: pubblici	135.017	3,4	3,0	10.318	-15.885
bancari	62.020	1,5	1,4	-21.071	-11.517
Esteri	67.827	1,6	1,5	2.307	-4.982
Quote di fondi comuni	480.281	10,7	10,8	1.366	26
Italiani	207.143	4,9	4,7	-9.416	-15.812
Esteri	273.138	5,8	6,1	10.781	15.838
Azioni e partecipazioni	966.950	22,1	21,8	-19.032	-16.080
Italiane	890.880	20,1	20,0	-21.742	-15.181
Estere	76.069	2,0	1,7	2.710	-899
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.122.968	24,1	25,3	38.956	25.425
di cui: riserve ramo vita	808.255	17,1	18,2	30.461	17.016
Altre attività emesse dai residenti (4)	143.257	3,2	3,2	5.756	7.395
Totale attività	4.445.394	100,0	100,0	46.992	45.290
per memoria: risparmio gestito (5)	1.403.933	30,2	31,6	36.643	21.590
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (6)	48.096	5,2	5,0	-1.077	-141
di cui: bancari	43.579	4,7	4,5	-3.281	-275
Debiti a medio e a lungo termine (7)	688.922	71,0	71,2	21.226	16.829
di cui: bancari	586.948	61,4	60,6	5.586	6.552
Altre passività (8)	231.079	23,8	23,9	1.861	5.747
Totale passività	968.097	100,0	100,0	22.011	22.435
SALDO	3.477.297			24.981	22.855

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le gestioni patrimoniali non sono evidenziate. Le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include i conti correnti Bancoposta e le passività della Cassa di Risparmio di Roma e dei suoi istituti di diritto. – (4) Include i crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (5) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative, escluso il TFR. – (6) Inclondono anche i finanziamenti da società di factoring. – (7) Inclondono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e prestiti da altri residenti. – (8) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

L'indebitamento

Nel 2019 i debiti delle famiglie verso banche e società finanziarie sono cresciuti del 3,5 per cento (tav. 7.2); alla fine dell'anno in rapporto al reddito disponibile erano pari al 61,9 per cento, un valore nettamente inferiore rispetto a quello medio dell'area dell'euro (95,0 per cento), soprattutto in ragione del volume più basso dei finanziamenti per l'acquisto di abitazioni (fig. 7.2.a).

Tavola 7.2

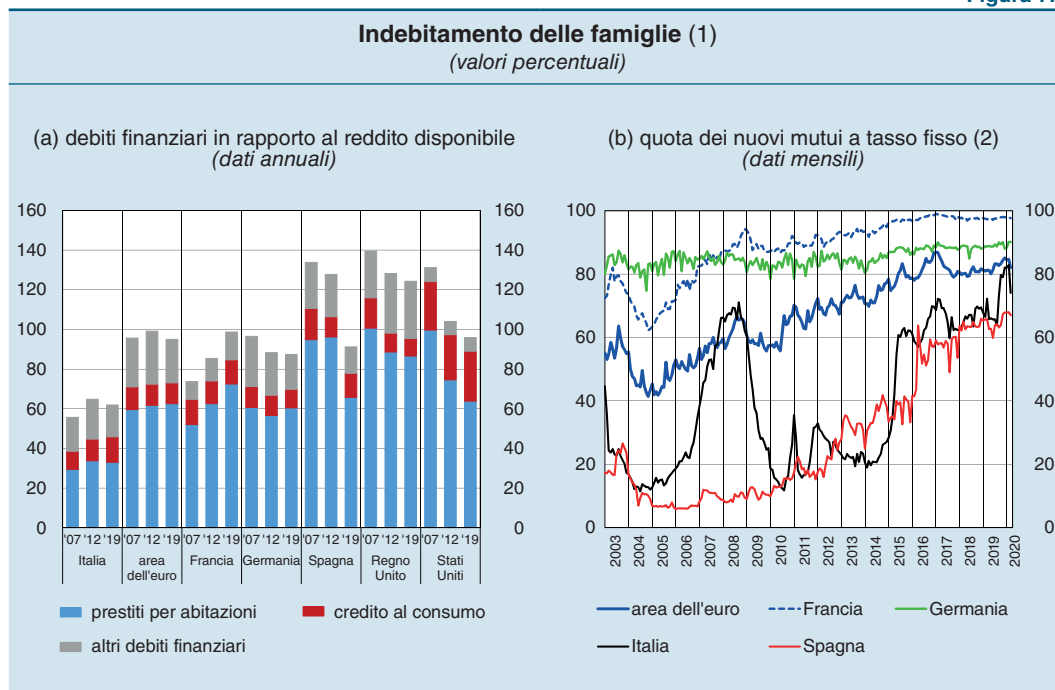
Credito alle famiglie consumatrici (1) (dati di fine periodo; valori percentuali e milioni di euro)						
VOCI	Variazioni sui 12 mesi					Consistenze marzo 2020 (2)
	2016	2017	2018	2019	marzo 2020	
Prestiti per l'acquisto di abitazioni						
Banche	2,0	2,3	2,5	2,5	2,1	371.863
Credito al consumo						
Banche	8,6	9,2	9,1	8,6	5,6	111.336
Società finanziarie	1,2	3,2	4,0	8,6	6,4	37.252
Totale banche e società finanziarie	6,4	7,6	7,7	8,6	5,8	148.588
Altri prestiti (3)						
Banche	-0,5	0,8	1,0	0,2	-0,9	101.184
Prestiti totali						
Totale banche e società finanziarie	2,4	3,1	3,4	3,5	2,5	621.635

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.

L'espansione dei mutui è proseguita a ritmi moderati (2,5 per cento). La domanda è stata sostenuta dalle condizioni del mercato immobiliare, rimaste favorevoli da aprile a dicembre, e dai bassi tassi di interesse, che hanno toccato i minimi storici (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2020). Dallo scorso autunno il divario di costo tra i finanziamenti a tasso fisso e quelli a tasso variabile si è pressoché annullato. Le famiglie ne hanno beneficiato stipulando finanziamenti a tasso fisso o ricontrattando le condizioni dei mutui esistenti. La quota delle nuove erogazioni a tasso fisso sul totale (82 per cento in dicembre) è tornata su livelli prossimi a quelli della media dell'area dell'euro (fig. 7.2.b).

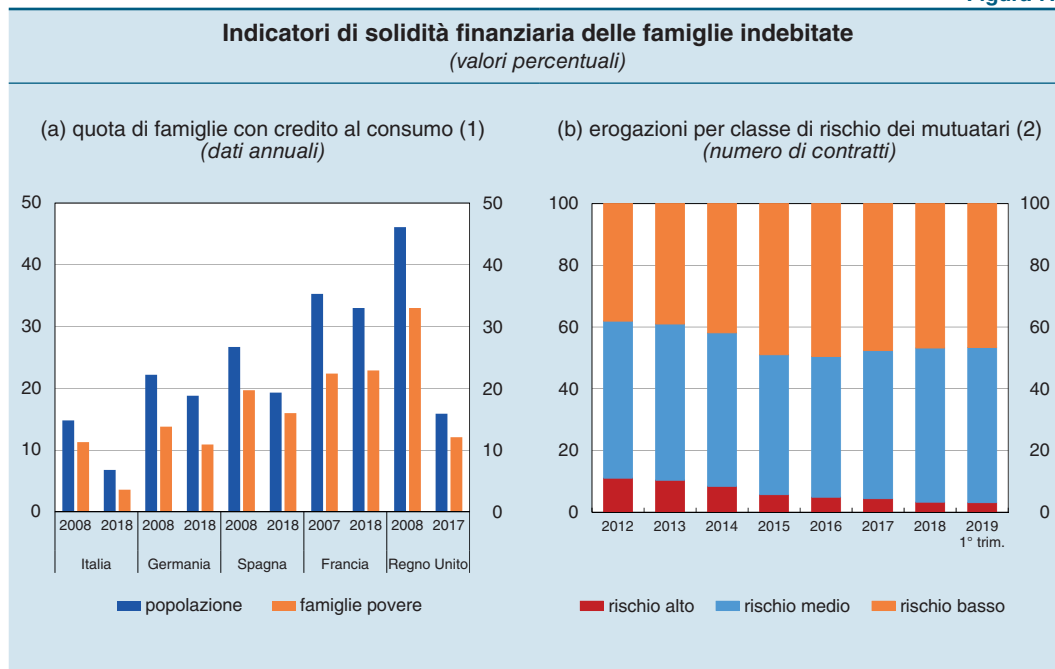
L'indebitamento per finalità di consumo è aumentato dell'8,6 per cento. La sua crescita sostenuta continua dal 2015; anche se lo stesso è avvenuto nelle altre principali economie dell'area dell'euro, nel 2019 l'incidenza di questi debiti sul reddito disponibile è stata superiore in Italia rispetto alla media dell'area (12,9 e 10,5 per cento da 9,2 e 11,4 nel 2007, rispettivamente). Nel confronto con gli anni della crisi finanziaria globale la quota di questi finanziamenti riferita alle famiglie con reddito basso è diminuita. Sulla base dell'ultima indagine EU-SILC per il 2018, fra i nuclei familiari che rientrano nella definizione di povertà relativa, la quota di quelli con credito al consumo è in netta riduzione dal 2008 e inferiore rispetto alle percentuali di Francia, Germania, Regno Unito e Spagna (fig. 7.3.a).

Figura 7.2



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia, BCE per i paesi dell'area dell'euro, Office for National Statistics e Banca d'Inghilterra per il Regno Unito. Per il pannello (a), cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*; per il pannello (b), cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Tassi di interesse sui prestiti e sui depositi bancari*. (1) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Quota dei contratti a tasso fisso sul totale delle erogazioni di mutui. I mutui a tasso fisso includono quelli con durata superiore all'anno.

Figura 7.3



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati EU-SILC; per il pannello (b), Crif spa.

(1) La figura riporta la quota di famiglie con credito al consumo sul totale della popolazione (barre blu) e sul totale delle famiglie povere (barre arancioni); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: European Union statistics on income and living conditions (EU-SILC)*. La definizione di povertà relativa della Commissione europea include le famiglie con reddito equivalente inferiore al 60 per cento della mediana della popolazione. Gli ultimi dati disponibili per il Regno Unito si riferiscono al 2017. – (2) Per la definizione di classe di rischio, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: erogazioni per classe di rischio*.

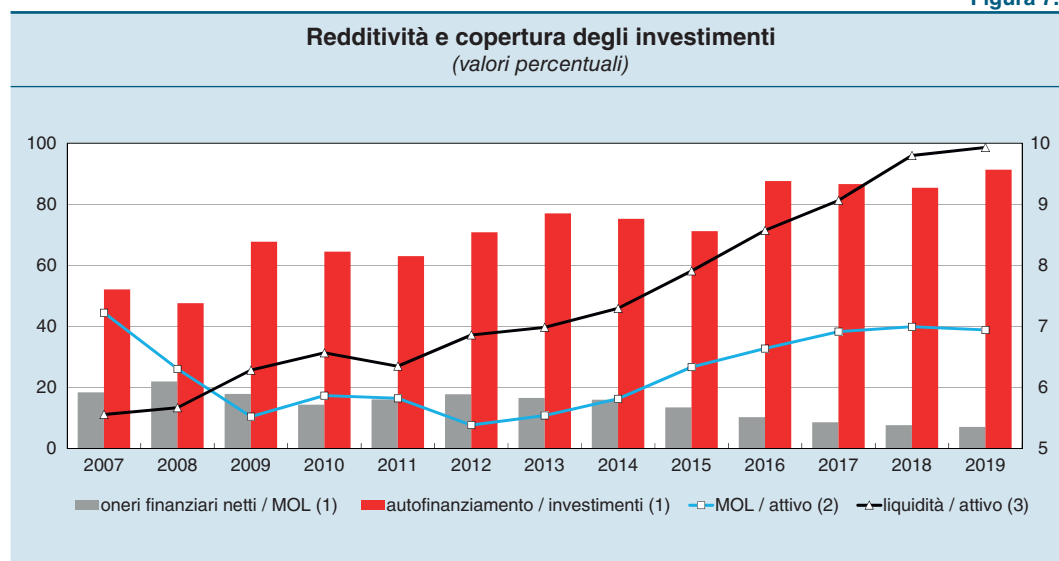
La quota dei nuovi prestiti concessi a famiglie con un'elevata capacità di sostenerne gli oneri è in aumento dal 2012. Questo fenomeno riflette sia l'attenta selezione degli intermediari, sia un incremento della domanda da parte dei nuclei familiari con reddito elevato. Nel primo trimestre del 2019 la quota dei nuovi prestiti concessi a debitori classificati a basso rischio era circa la metà del totale; quella relativa a debitori classificati ad alto rischio aveva raggiunto valori minimi (per i nuovi mutui, fig. 7.3.b; per i nuovi debiti con scopo di consumo, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

LE IMPRESE

La redditività e il saldo finanziario

Nel 2019 si è interrotto il recupero della redditività delle imprese in atto dal 2012. Il margine operativo lordo (MOL) delle società non finanziarie è rimasto pressoché invariato al 7 per cento dell'attivo, un livello di poco inferiore a quello osservato nel 2007 (fig. 7.4). L'ulteriore calo dei tassi di interesse ha contribuito a ridurre al 7,1 per cento l'incidenza degli oneri finanziari netti sul reddito operativo.

Figura 7.4



Fonte: elaborazioni su dati Cerved e 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) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati Istat. – (2) Il rapporto MOL/attivo al 2019 è stimato sulla base della serie MOL/attivo disponibile fino al 2018 (dati Cerved) e della variazione nell'anno del rapporto tra MOL e passività finanziarie, al netto dell'effetto dei prezzi di mercato (dati Istat e Conti finanziari). Scala di destra. – (3) L'attivo è approssimato dalle passività finanziarie. Scala di destra.

L'accumulazione di capitale, in rallentamento rispetto al 2018 (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*), è stata sostenuta attingendo in misura crescente a risorse interne; il rapporto tra autofinanziamento e investimenti ha raggiunto il valore più elevato da oltre vent'anni (91 per cento). Il saldo finanziario del settore, in attivo per oltre 16 miliardi (tav. 7.3), è salito all'1,0 per cento del PIL e le disponibilità liquide si sono mantenute stabili in rapporto all'attivo, dopo il significativo aumento degli anni precedenti.

Tavola 7.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2019	Composizione percentuale		2018	2019
		2018	2019		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	380.687	20,3	20,4	12.696	21.836
Titoli	47.162	3,2	2,5	-3.526	-14.582
di cui: pubblici italiani	37.327	2,7	2,0	-2.035	-14.760
Azioni e partecipazioni	724.924	37,2	38,9	29.811	41.084
Crediti commerciali	544.692	30,5	29,2	-61.124	3.769
Altre attività (2)	165.373	8,7	8,9	-2.207	6.372
Totale attività	1.862.837	100,0	100,0	-24.350	58.479
di cui: sull'estero	543.935	29,5	29,2	37.716	17.259
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.223.536	33,3	31,9	15.710	-4.556
Prestiti bancari	631.239	18,3	16,5	-38.624	-35.989
Altri prestiti (3)	443.288	11,0	11,6	58.484	35.234
Titoli	149.008	4,0	3,9	-4.150	-3.801
Azioni e partecipazioni	1.888.859	47,7	49,3	12.823	35.663
Debiti commerciali	494.378	13,2	12,9	-64.347	1.877
Altre passività (4)	225.412	5,7	5,9	3.242	8.648
Totale passività	3.832.185	100,0	100,0	-32.572	41.632
di cui: sull'estero	749.456	18,8	19,6	24.959	24.386
SALDO	-1.969.348			8.221	16.847

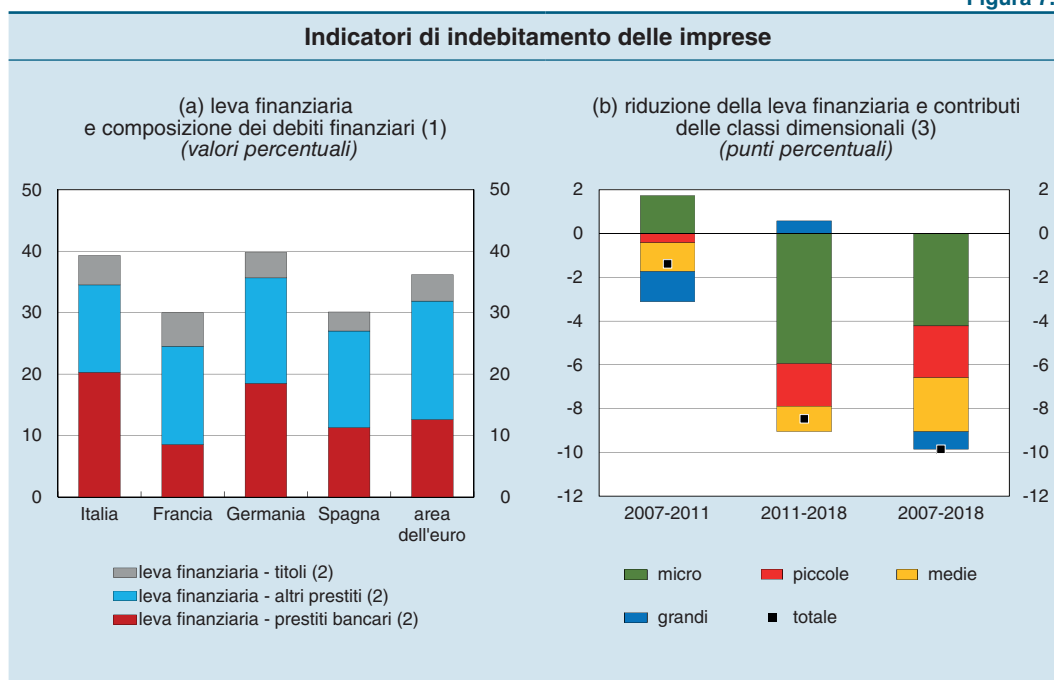
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

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

Le fonti di finanziamento

La struttura finanziaria. – La riduzione dell'indebitamento, pressoché ininterrotta dal 2011, è proseguita anche nel 2019. Nel corso dell'anno i debiti finanziari delle imprese sono scesi al 68 per cento del PIL; la leva finanziaria, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto, è diminuita di quasi due punti percentuali, al 39 per cento. Al miglioramento hanno contribuito un maggiore apporto di capitale e un calo dei prestiti delle banche. Rispetto alla media dell'area dell'euro, le imprese italiane rimangono soprattutto caratterizzate da una maggiore incidenza dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari (fig. 7.5.a).

Figura 7.5



Fonte: Banca d'Italia, BCE e Cerved.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. – (2) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato ai prezzi di mercato. – (3) Le elaborazioni sono basate su campioni annuali che includono in media circa 550.000 società di capitale. La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato ai valori di bilancio. Per la definizione delle modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: leva finanziaria e contributi delle classi dimensionali alla sua variazione*.

Negli ultimi anni la diminuzione della leva è stata ampia per le microimprese, cui sono ascrivibili oltre due terzi del calo osservato tra il 2011 e il 2018 (circa otto punti percentuali; fig. 7.5.b). La contrazione per queste aziende è attribuibile soprattutto all'uscita dal mercato di quelle più indebitate. Una graduale ricomposizione dei debiti a favore di quelli a lungo termine ha contribuito al riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

Il credito. – Nel 2019 i prestiti concessi da banche e società finanziarie alle imprese sono diminuiti dell'1,7 per cento (tav. 7.4). Il calo è stato marcato nel comparto immobiliare e ha interessato anche aziende di grande dimensione.

Il rafforzamento delle condizioni finanziarie delle imprese e i criteri piuttosto selettivi di offerta del credito da parte degli intermediari² si sono riflessi in una notevole riduzione della quota dei prestiti erogati alle aziende classificate come più rischiose (dal 38 al 14 per cento tra il 2007 e il 2019; fig. 7.6). Anche a parità di rischio, tra il 2012 e il 2019 l'andamento dei finanziamenti alle piccole imprese è stato peggiore di quello complessivo, riflettendo un irrigidimento delle politiche di offerta del credito nei loro confronti (cfr. il riquadro: *Il credito alle piccole imprese prima e dopo la crisi finanziaria*).

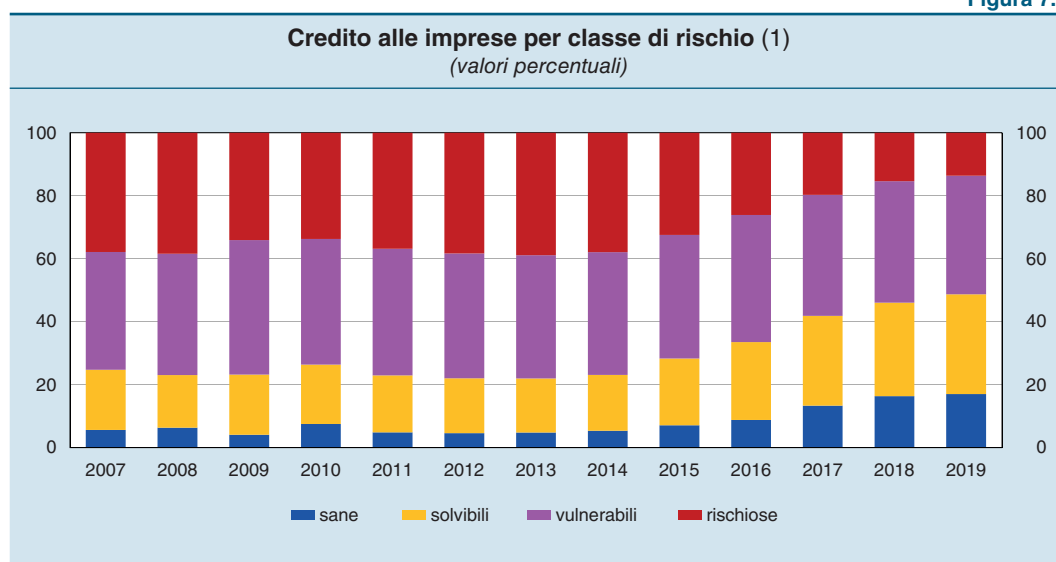
² G. Eramo, R. Felici, P. Finaldi Russo e F.M. Signoretti, *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Questioni di economia e finanza, 469, 2018.

Tavola 7.4

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo; valori percentuali)						
VOCI	Variazioni sui 12 mesi					Composizione percentuale
	2016	2017	2018	2019	marzo 2020	marzo 2020
Banche						
Attività economica						
Manifattura	-0,6	2,6	2,7	-0,2	2,6	23,1
Costruzioni	-5,2	-3,5	-2,1	-4,0	-2,7	11,8
Servizi	3,4	1,7	4,3	-1,0	3,6	37,7
Attività immobiliari	1,0	-3,1	-3,5	-4,4	-3,9	9,8
Altro	-1,8	-0,8	-2,8	-3,2	-1,5	9,0
Dimensione						
Imprese piccole (2)	-2,1	-0,9	-1,0	-2,2	-1,7	16,0
Imprese medio-grandi	0,7	0,5	1,8	-1,7	1,8	75,4
Totale	0,2	0,2	1,3	-1,8	1,1	91,4
Società finanziarie						
Leasing	-2,7	-4,0	-3,4	-3,1	-3,5	5,4
Factoring	11,0	4,3	8,5	-1,0	-2,0	2,4
Altri finanziamenti	-4,6	7,5	0,8	27,3	22,0	0,8
Totale	0,6	-1,2	0,3	-0,8	-1,5	8,6
Banche e società finanziarie						
Totale	0,2	0,1	1,2	-1,7	0,9	100,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
 (1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I dati di marzo 2020 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 numero di addetti inferiore a 20.

Figura 7.6



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

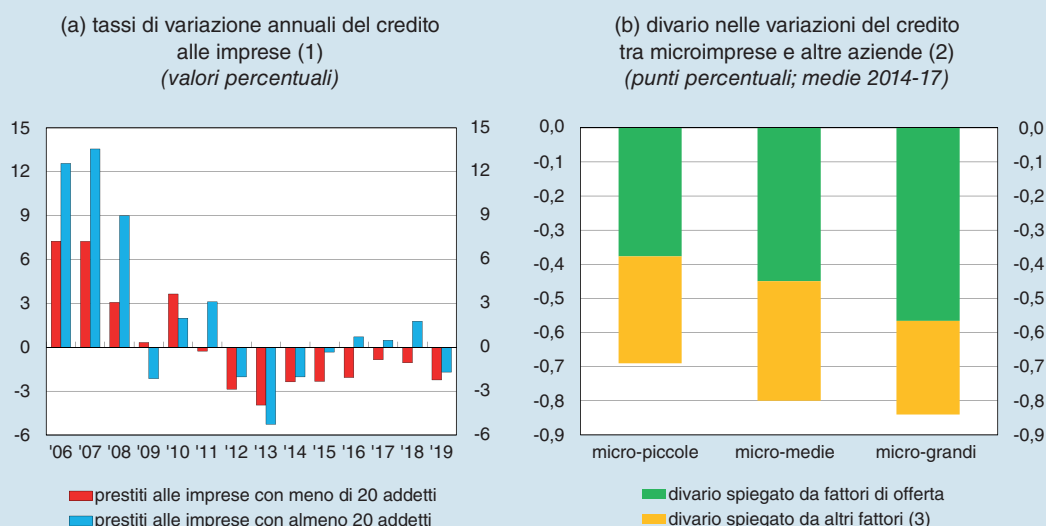
(1) Dati riferiti a un campione di oltre 430.000 società di capitale. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Per la definizione delle classi di rischio, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: suddivisione per classe di rischio*.

IL CREDITO ALLE PICCOLE IMPRESE PRIMA E DOPO LA CRISI FINANZIARIA

La ripresa economica seguita alla lunga fase recessiva avviatasi con la crisi finanziaria globale e alimentata da quella dei debiti sovrani nell'area dell'euro è stata accompagnata da una crescita del credito bancario molto debole e fortemente differenziata per classi dimensionali di impresa. In particolare i prestiti alle aziende di minore dimensione (con meno di 20 addetti) si sono ridotti ininterrottamente dal 2011 (figura, pannello a). L'andamento negativo riflette fattori sia di domanda, connessi con l'uscita dal mercato di aziende marginali e con la forte flessione degli investimenti, sia di offerta, legati all'accresciuta avversione al rischio degli intermediari, che ha reso più difficile l'accesso al credito da parte delle piccole imprese, di norma finanziariamente più fragili.

Figura

Dinamica creditizia e contributo dei fattori di offerta



Fonte: segnalazioni di vigilanza ed elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved.

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici; includono i prestiti cartolarizzati. – (2) Differenze medie nelle variazioni del credito accordato tra le microimprese e le altre aziende (piccole, medie e grandi). Le variazioni sono calcolate annualmente in rapporto al totale dell'attivo nell'anno precedente. La componente di offerta è stimata attraverso un modello lineare a effetti fissi, in linea con la metodologia proposta da H. Degryse et al., *Identifying credit supply shocks with bank-firm data: methods and applications*, "Journal of Financial Intermediation", 40, 2019. – (3) Gli altri fattori includono la domanda di credito e una componente residuale dell'offerta comune a tutti gli intermediari.

Uno studio su dati a livello di singola impresa¹, che mette a confronto l'andamento dei prestiti nel periodo 2004-07 con quello degli anni 2014-17, mostra che, a parità di domanda di credito e rischiosità dei debitori, dopo la crisi gli intermediari hanno

¹ P. Finaldi Russo, V. Nigro e S. Pastorelli, *Bank lending to small firms. Evolution of a financing model*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. Lo studio, condotto sulle relazioni creditizie di un ampio campione di società di capitale, identifica il contributo dei fattori di offerta nei due periodi analizzati assumendo shock alla variazione dei prestiti non omogenei tra debitori di diversa classe dimensionale della stessa banca. I risultati tengono conto delle differenze tra imprese nella domanda di credito e nelle condizioni economico-finanziarie attraverso l'utilizzo di indicatori di bilancio e di variabili che identificano il settore, la provincia di operatività, la dimensione e l'anno di riferimento dei dati.

adottato politiche di offerta dei prestiti più selettive nei confronti delle aziende di piccola e media dimensione².

La disponibilità di credito si è ridotta soprattutto per le microimprese, per le quali i fattori di offerta spiegano oltre i due terzi del divario nella variazione dei prestiti rispetto alle aziende di grande dimensione e più della metà di quello osservato nei confronti delle imprese piccole e medie (figura, pannello b). Di contro, prima della crisi le politiche creditizie avevano favorito un afflusso di finanziamenti alle microimprese relativamente più elevato rispetto alle altre categorie.

A parità di altre caratteristiche, sono soprattutto le banche di maggiore dimensione ad avere adottato politiche creditizie più selettive nei confronti delle imprese più piccole. Ciò potrebbe riflettere una più accentuata difficoltà da parte di questi intermediari a erogare finanziamenti ad aziende caratterizzate da un notevole grado di opacità informativa e da costi fissi elevati rispetto al volume unitario contenuto delle operazioni.

² La definizione delle classi dimensionali delle imprese utilizzata nello studio è in linea con quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361. Microimprese: meno di 10 addetti e fatturato (o attivo) non superiore a 2 milioni di euro; piccole imprese: meno di 50 addetti e fatturato (o attivo) non superiore a 10 milioni di euro; medie imprese: meno di 250 addetti e fatturato (o attivo) non superiore a 50 (o 43) milioni di euro; grandi imprese: classe residuale.

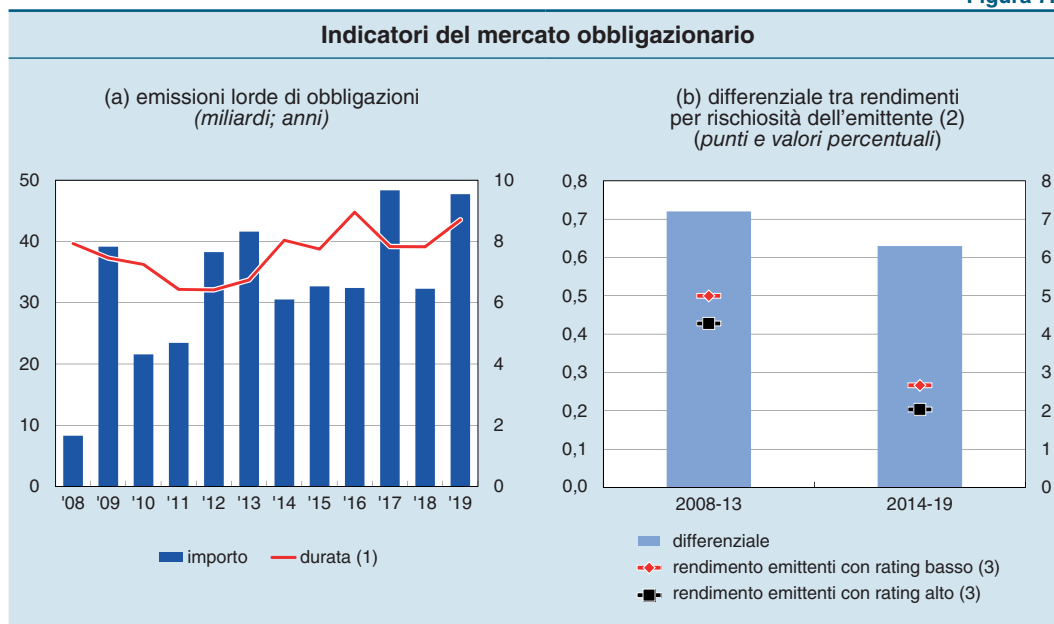
I canali di finanziamento alternativi al credito. – Nel 2019 è proseguita la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese italiane. Il ricorso ai prestiti obbligazionari è aumentato in modo sostenuto: nell'anno le emissioni lorde sono state complessivamente pari a 47,7 miliardi, un ammontare di 12,5 miliardi superiore ai collocamenti medi degli anni 2014-18 (fig. 7.7.a). La durata media dei titoli all'emissione si è allungata a circa nove anni, in linea con la tendenza osservata per i principali paesi europei.

La partecipazione al mercato obbligazionario è cresciuta tra i nuovi emittenti e tra quelli più rischiosi, che hanno beneficiato di un calo relativamente più marcato dei rendimenti all'emissione. Tra il 2014 e il 2019 il differenziale di rendimento tra i titoli di imprese con diverso merito di credito si è ridotto rispetto al quinquennio precedente (fig. 7.7.b).

L'utilizzo di canali di finanziamento innovativi è in espansione, seppure partendo da livelli iniziali minimi. La cessione di fatture commerciali tramite un portale digitale (*invoice trading*) ha registrato i tassi di crescita più elevati. Sulla base dei dati del Politecnico di Milano³, il valore delle risorse smobilizzate attraverso le nuove piattaforme di *invoice trading*, pari a 940 milioni nei dodici mesi terminati a giugno del 2019, è quasi raddoppiato su base annua. Il ricorso a prestiti diretti da parte di fondi specializzati (*direct lending*), sia pure in graduale aumento, è ancora limitato. Nel complesso il volume dei finanziamenti raccolti attraverso canali innovativi resta piuttosto contenuto.

³ Politecnico di Milano, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2, novembre 2019.

Figura 7.7



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Cerved e Anagrafe titoli.

(1) La durata è calcolata come la media, ponderata per gli importi, delle scadenze dei prestiti obbligazionari a tasso fisso denominati in euro. Scala di destra. – (2) Prestiti obbligazionari a tasso fisso. I costi di emissione sono ponderati per l'ammontare emesso; le classi di rischio sono definite sulla base dell'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Per la definizione delle classi di rischio, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Imprese: suddivisione per classe di rischio. – (3) Scala di destra.

Il numero delle nuove quotazioni di società non finanziarie è cresciuto: nel 2019 sono state realizzate 33 operazioni, molte di più della media del periodo 2013-18 (pari a 22). La dimensione media delle società ammesse in borsa si è ridotta, in linea con una tendenza osservata negli ultimi anni⁴; ciò si è riflesso in una riduzione dell'ammontare totale del capitale raccolto, più che dimezzato rispetto al 2018.

Secondo i dati diffusi da Invest Europe/EDC, nel 2019 le risorse investite da società di venture capital in imprese italiane sono state pari a 244 milioni, un valore doppio rispetto alla media del triennio precedente. Gli investimenti destinati a finanziare la crescita di aziende nelle fasi più avanzate di attività (*later stage*) sono saliti a oltre un terzo di quelli complessivi, un volume notevolmente superiore a quello medio degli anni 2016-18 (41 milioni). L'ammontare investito per singola operazione è cresciuto a quasi 2,7 milioni, in conseguenza dell'aumento della dimensione media delle imprese finanziate.

I PRIMI MESI DEL 2020 E LE PROSPETTIVE DI MEDIO TERMINE

LE FAMIGLIE

Nei primi mesi del 2020 gli effetti della pandemia di Covid-19 si sono trasmessi al settore delle famiglie attraverso il calo del reddito conseguente alle misure di

⁴ P. Finaldi Russo, F. Parlapiano, D. Pianeselli e I. Supino, *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*, Questioni di economia e finanza, 555, 2020.

contenimento (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*) e la diminuzione del valore di mercato della ricchezza finanziaria determinata dalla caduta dei corsi azionari e obbligazionari (cfr. il riquadro: *Le reazioni dei mercati finanziari al diffondersi dell'epidemia* del capitolo 14).

Alla fine di aprile il valore delle attività finanziarie delle famiglie italiane era più basso di circa 130 miliardi (e del 2,9 per cento) rispetto alla fine del 2019. Gli strumenti finanziari il cui valore è più esposto alle tensioni sui mercati sono detenuti prevalentemente dai nuclei familiari che appartengono alle classi di reddito più elevate (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). Il peggioramento delle prospettive di crescita e l'incremento dell'incertezza hanno comportato una maggiore avversione al rischio e una preferenza verso strumenti liquidi. Secondo i risultati di un recente sondaggio⁵, nel mese di marzo oltre la metà dei nuclei familiari con più di 25.000 euro di attività finanziarie ha dichiarato di non volere investire in attività rischiose, una quota in netto aumento rispetto ai due anni precedenti (42 e 39 per cento all'inizio del 2019 e del 2018, rispettivamente).

Le prime evidenze sul numero delle compravendite immobiliari indicano una contrazione delle transazioni (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*), che si rifletterebbe in un calo delle erogazioni di mutui residenziali. L'espansione del credito al consumo potrebbe risentire di una minore spesa per beni durevoli. Nel mese di marzo i debiti bancari delle famiglie⁶ si sono ridotti del 6,9 per cento rispetto a febbraio.

La capacità delle famiglie di fronteggiare la crisi, favorita dal livello contenuto dell'indebitamento e dai bassi tassi di interesse, dipende anche dalla loro disponibilità di risorse finanziarie per compensare la caduta del reddito. Secondo i dati dell'indagine straordinaria presso le famiglie condotta dalla Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria* del capitolo 5), ad aprile il 38 per cento dei mutuatari ha affermato di avere difficoltà nel pagare le rate a causa dell'epidemia di Covid-19; la percentuale è più elevata tra i lavoratori autonomi e tra quelli impiegati nel settore del commercio e della ristorazione (52 e 64 per cento, rispettivamente). Tra gli indebitati per finalità di consumo, la quota di quelli in difficoltà nel pagamento delle rate è, in media, lievemente più contenuta (34 per cento). Gli individui che hanno dichiarato di avere accumulato risparmi sufficienti per i consumi essenziali (cibo, riscaldamento, igiene, ecc.) e, se indebitati, per il pagamento delle rate per non più di tre mesi, sono il 38 per cento del totale; la percentuale sale a oltre il 50 per cento nel caso in cui il soggetto sia un lavoratore con un contratto a termine o il reddito familiare si sia più che dimezzato in conseguenza della pandemia. Gli individui finanziariamente più solidi, con risorse sufficienti per fare fronte a queste spese almeno sino alla fine dell'anno, sono circa un terzo del totale.

Le famiglie indebitate che si trovano in una condizione di temporanea difficoltà nel pagamento delle rate possono fare ricorso al Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa (Fondo Gasparrini), la cui dotazione è stata recentemente

⁵ Prometeia e Ipsos, *Wealth Insights*, aprile 2020.

⁶ Il dato si riferisce a famiglie produttrici e consumatrici; non sono incluse le società finanziarie.

ampliata dal Governo⁷ (cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2020). Per una parte dei nuclei familiari è anche possibile ottenere la sospensione dei pagamenti o l'allungamento della durata dei prestiti attraverso l'attivazione delle clausole già previste dai contratti: nel 2019 la quota delle erogazioni che includevano tali clausole era circa il 36 per cento (inferiore al 20 in media nel periodo della doppia recessione). Contribuiscono ad alleviare l'onere del debito delle famiglie anche alcune iniziative di carattere privato, quali la moratoria per il credito ai consumatori⁸ promossa da Assofin e l'accordo raggiunto tra l'Associazione bancaria italiana (ABI) e le associazioni dei consumatori⁹.

Sulla base di una specifica rilevazione avviata dalla Banca d'Italia¹⁰, all'8 maggio si stima che fossero pervenute alle banche poco più di 105.000 domande di sospensione delle rate del mutuo per la prima casa collegate al Fondo Gasparrini, per un debito residuo di poco superiore a 9 miliardi; le domande accolte erano oltre 32.000, quelle rigettate poco più di 5.500, le rimanenti in corso di lavorazione. Considerando le risorse del Fondo non ancora utilizzate, si stima che sarebbe possibile concedere circa 300.000 ulteriori sospensioni¹¹. Le domande di sospensione delle rate dei finanziamenti con scopo di consumo erano quasi 400.000, per un ammontare superiore a 6,5 miliardi; la maggior parte delle domande esaminate sono state accolte.

Le moratorie hanno offerto in passato un valido sostegno alle famiglie in temporanea difficoltà. Secondo i dati più recenti dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, oltre il 70 per cento dei nuclei familiari che hanno fatto ricorso a forme di sospensione delle rate negli anni 2015-16 ha ripreso i pagamenti regolarmente alla scadenza dell'interruzione.

⁷ Il Fondo Gasparrini, istituito nel 2007, prevede la possibilità per i titolari di un mutuo contratto per l'acquisto della prima casa di beneficiare della sospensione del pagamento delle rate al verificarsi di situazioni di temporanea difficoltà destinate a incidere negativamente sul reddito complessivo del nucleo familiare. L'ambito di operatività e le risorse del Fondo sono state ampliate con il DL 18/2020 (decreto "cura Italia") e con il DL 23/2020 (decreto "liquidità"). La durata massima della sospensione è pari a 18 mesi. Metà degli interessi maturati durante il periodo della sospensione è versata dal Fondo; l'altra metà sarà rimborsata ratealmente dal mutuatario al termine dell'interruzione insieme al debito residuo, secondo il nuovo piano di ammortamento.

⁸ La moratoria prevede la possibilità di sospendere il pagamento delle rate di finanziamenti di importo superiore a 1.000 euro e durata originaria superiore a sei mesi. I beneficiari sono i consumatori che si trovano in temporanea difficoltà a causa di cessazione del rapporto di lavoro subordinato o atipico, sospensione o riduzione dell'orario di lavoro e, per lavoratori autonomi e professionisti, riduzione del fatturato di oltre il 33 per cento rispetto a quello dell'ultimo trimestre del 2019. La durata massima della sospensione è pari a sei mesi.

⁹ L'accordo raggiunto tra l'ABI e le associazioni dei consumatori prevede la possibilità di sospendere fino a dodici mesi la quota capitale delle rate dei mutui diversi da quelli ammessi ai benefici previsti dal Fondo Gasparrini e dei finanziamenti senza garanzia reale a rimborso rateale. Vi rientrano i mutui garantiti da ipoteche su immobili non di lusso per ristrutturazione, liquidità o acquisto di immobili non adibiti ad abitazione principale o che, pur essendo connessi con l'acquisto dell'abitazione principale, non presentano le caratteristiche idonee all'accesso del Fondo Gasparrini, i prestiti finalizzati o personali e i prestiti di consolidamento. Sono escluse le cessioni del quinto e le delegazioni di pagamento. La durata massima della sospensione è pari a dodici mesi.

¹⁰ La Banca d'Italia raccoglie informazioni nell'ambito della task force costituita con il Ministero dell'Economia e delle finanze, il Ministero dello Sviluppo economico, l'ABI, il Mediocredito Centrale e la SACE.

¹¹ Per ciascuna domanda accolta si assume che il Fondo sostenga il 50 per cento degli interessi che maturerebbero nel periodo massimo della sospensione (pari a 18 mesi). Gli interessi annuali sono stimati moltiplicando il debito residuo medio delle domande già approvate (circa 93.000 euro) per il tasso di interesse sulle consistenze dei mutui a marzo.

LE IMPRESE

Il crollo delle vendite connesso con la diffusione della pandemia ha eroso i margini di redditività delle imprese. Circa il 46 per cento delle 3.500 aziende intervistate nell'ambito dell'*Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus* (Iseco) conclusa nel mese di maggio, prevede per il primo semestre del 2020 una riduzione del fatturato pari o superiore al 30 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019; la quota è più elevata tra le imprese di minore dimensione (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese* del capitolo 6).

Il calo delle entrate, a cui non ha corrisposto una riduzione delle uscite altrettanto marcata per l'incomprimibilità di alcune voci di spesa, ha comportato una crescita del fabbisogno di liquidità. Secondo stime della Banca d'Italia che tengono conto dei margini disponibili sulle linee di credito e della moratoria sui prestiti bancari, nel periodo marzo-luglio 2020 il fabbisogno complessivo ammonterebbe a circa 50 miliardi; in percentuale del fatturato, il deficit di liquidità sarebbe più alto per le grandi imprese (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità delle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). Larga parte di questo fabbisogno potrebbe essere coperto con il ricorso agli schemi di garanzia pubblica introdotti a partire dal mese di marzo (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia*).

LE MISURE DI SOSTEGNO FINANZIARIO ALLE IMPRESE IN RISPOSTA ALLA PANDEMIA

Per limitare gli effetti della pandemia sull'attività produttiva, il Governo ha varato a partire da marzo un ampio novero di iniziative a sostegno della situazione finanziaria delle imprese prevedendo, in particolare, sgravi fiscali e contributivi, un'estensione della Cassa integrazione guadagni, contributi a fondo perduto, incentivi alla ricapitalizzazione e misure per l'accesso al credito¹. Con riferimento a queste ultime, i provvedimenti già attivi includono una moratoria dei debiti per le piccole e medie imprese (PMI), mirata a ridurre gli esborsi verso il sistema bancario, e il rafforzamento del sistema delle garanzie pubbliche "a prima richiesta", volto a sostenere il flusso di nuovi finanziamenti. Le misure sono temporanee, salvo rari casi non prevedono una valutazione del merito di credito dei beneficiari da parte delle strutture pubbliche e sono dirette ad aziende che prima della crisi non avevano debiti classificati come deteriorati.

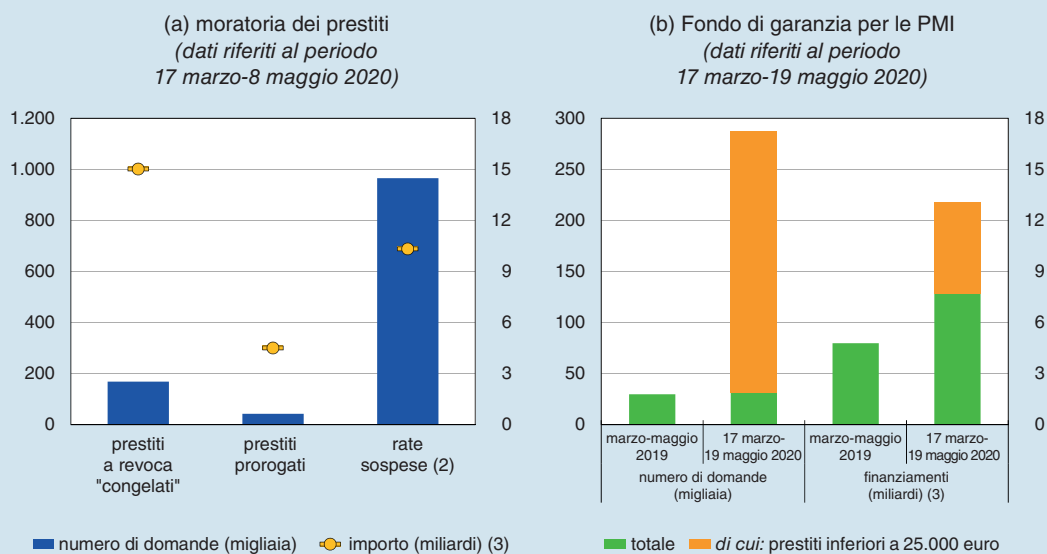
La moratoria consente alle PMI di ottenere, sino alla fine di settembre 2020, la proroga dei prestiti in scadenza, la sospensione del pagamento delle rate e il congelamento dei finanziamenti revocabili, come le aperture di credito in conto corrente. Si stima che i prestiti e le rate in scadenza potenzialmente interessati dall'intervento siano pari a oltre 60 miliardi; le linee di credito e gli altri finanziamenti a revoca che rimarranno nella piena disponibilità delle imprese per l'intero periodo ammontano a circa 160 miliardi, un terzo dei quali risultava ancora non utilizzato alla fine dello scorso gennaio.

¹ Le misure sono state introdotte con i DD.LL. 18/2020, 23/2020 e 34/2020. Per una descrizione più dettagliata dei provvedimenti riguardanti il credito, cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese*, in *Bollettino economico*, 2, 2020 e il riquadro: *L'intervento pubblico sul credito alle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020.

Sulla base della rilevazione avviata dalla Banca d'Italia per il monitoraggio dell'accesso alla moratoria, fino all'8 maggio le domande pervenute agli intermediari erano circa 1,2 milioni, per un valore complessivo di 30 miliardi; le richieste sono state quasi sempre accolte (la quota di quelle respinte è inferiore all'1 per cento) e hanno riguardato in larga parte la sospensione delle rate dei mutui (figura, pannello a).

Figura

Adesione delle imprese alle misure di sostegno all'accesso al credito (1)



Fonte: Banca d'Italia, Ministero dello Sviluppo economico e Mediocredito Centrale.

(1) Dati riferiti alle domande pervenute. – (2) L'ammontare delle rate sospese, riferito a un debito residuo di circa 120 miliardi, è stimato ipotizzando un ammortamento a rata costante, una durata residua del debito prossima a 6 anni e un tasso di interesse medio pari all'1,9 per cento. – (3) Scala di destra.

L'ampliamento delle garanzie pubbliche per le PMI è stato realizzato facendo leva sul Fondo centrale di garanzia (FCG), attraverso l'allargamento della platea dei potenziali beneficiari, l'innalzamento delle quote di copertura dei prestiti, l'aumento della dotazione patrimoniale e la semplificazione delle procedure. Il Consiglio di gestione del Fondo ha reso operativi i cambiamenti nei giorni immediatamente successivi all'emanazione dei provvedimenti. Fino al 19 maggio le richieste di ammissione alla garanzia, quasi tutte accolte dal Consiglio, sono state circa 300.000, dieci volte quelle arrivate nell'intero trimestre marzo-maggio del 2019. L'incremento è interamente dovuto alle domande per prestiti inferiori a 25.000 euro che, secondo quanto previsto dalla normativa, possono essere erogati senza attendere l'approvazione del Consiglio. L'importo dei finanziamenti relativi alle domande pervenute, pari a 13,1 miliardi, è stato più elevato di quasi tre volte rispetto al corrispondente trimestre dello scorso anno (figura, pannello b)².

² I confronti con l'anno precedente risentono del calo di operatività del Fondo osservato dall'aprile 2019 a seguito dell'entrata in vigore di una riforma che ha innovato i criteri di accesso alla garanzia. Anche al netto di tale modifica tuttavia l'aumento delle domande e dei finanziamenti successivo al 17 marzo 2020 rimarrebbe molto elevato.

Anche per le grandi imprese il sostegno governativo ha assunto la forma di garanzie statali a prima richiesta. SACE, società del gruppo CDP finora specializzata nel sostegno all'internazionalizzazione delle imprese, è stata abilitata al rilascio di garanzie per un valore di 200 miliardi su prestiti ad aziende di qualunque dimensione. La nuova operatività della SACE ha preso avvio negli ultimi giorni di aprile e fino al 19 maggio sono state concesse garanzie per poco più di 150 milioni; alla stessa data risultavano in fase di istruttoria presso le banche circa 250 operazioni di finanziamento per un valore prossimo a 18,5 miliardi.

Le azioni intraprese dal Governo possono contribuire efficacemente ad arginare la crisi di liquidità delle imprese; i volumi dei prestiti potenzialmente interessati dagli interventi sono considerevoli, anche nel confronto internazionale (cfr. il riquadro: *Le politiche di bilancio discrezionali nei principali paesi dell'area dell'euro in risposta all'emergenza Covid-19* del capitolo 2).

Nelle prime settimane di attuazione delle misure, i tempi occorsi per l'accoglimento delle richieste di adesione hanno risentito dell'elevato numero di domande e della necessità, in alcuni casi, di adottare procedure operative completamente nuove; la situazione è andata progressivamente migliorando nel mese di maggio, soprattutto con riferimento ai prestiti di minore importo. Sui tempi di erogazione dei finanziamenti garantiti incide anche la valutazione del merito di credito dei beneficiari da parte delle banche. A questo proposito gli intermediari impiegano prassi eterogenee, che riflettono la difficoltà di contemperare l'esigenza di fornire rapidamente le risorse alle imprese che ne hanno bisogno e quella di evitare che le garanzie coprano prestiti con un rischio molto elevato³. Si tratta di un processo importante per preservare la capacità delle banche di sostenere la ripresa economica e di assicurare un'efficiente allocazione dei fondi pubblici.

Al fine di garantire un efficiente e rapido utilizzo dei provvedimenti, è stata istituita una task force a cui la Banca d'Italia partecipa insieme al Ministero dell'Economia e delle finanze, al Ministero dello Sviluppo economico, all'Associazione bancaria italiana, al Mediocredito Centrale e alla SACE⁴. La Banca d'Italia ha inoltre raccomandato alle banche di intensificare gli sforzi per ridurre al minimo i disagi per la clientela e per agevolare l'accesso alle misure di sostegno previste affinché queste producano pienamente gli effetti attesi⁵.

³ *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.

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito del MEF: *La task force per l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto alla liquidità*.

⁵ Banca d'Italia, *Raccomandazione della Banca d'Italia su tematiche afferenti alle misure di sostegno economico predisposte dal Governo per l'emergenza Covid-19*, 10 aprile 2020.

Le aziende di maggiore dimensione hanno fatto fronte alle esigenze di finanziamento ricorrendo all'indebitamento presso le banche, che ha ripreso a espandersi (1,8 per cento a marzo la variazione sui dodici mesi; cfr. tav. 7.4). Sebbene i prestiti alle piccole imprese abbiano continuato a ridursi su base annua (-1,7 per cento), nel mese di marzo si è

osservato un aumento, invece della flessione dei mesi precedenti. L'indagine semestrale sull'accesso al credito delle imprese nell'area dell'euro (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*), terminata a marzo del 2020, mostra che il saldo tra le PMI italiane che si aspettavano nei sei mesi successivi un miglioramento nella disponibilità di prestiti bancari e quelle che prevedevano un peggioramento è sostanzialmente analogo al picco negativo del 2012 (-13 e -12 punti percentuali, rispettivamente).

Le imprese si sono rivolte in misura crescente a prestatori di fondi diversi da quelli tradizionali. Sulla base dei dati della Centrale dei rischi finanziari (Crif) relativi a un campione di dieci operatori che utilizzano tecnologie innovative nell'offerta di servizi finanziari (FinTech), nel primo trimestre dell'anno il numero delle domande di finanziamento e il loro importo sono cresciuti, rispettivamente, del 30 e del 60 per cento nel confronto con lo stesso periodo del 2019.

La caduta dei corsi dei titoli nei primi mesi dell'anno ha determinato un rapido deterioramento nelle condizioni di accesso al mercato obbligazionario: tra gennaio e aprile le emissioni obbligazionarie si sono dimezzate rispetto alla media dello stesso periodo dei tre anni precedenti (6 e 12 miliardi, rispettivamente). I collocamenti, riconducibili in prevalenza ad aziende di grande dimensione, sono divenuti più costosi; per gli emittenti con rating basso l'aumento dei premi per il rischio è stato marcato. Anche il ricorso al mercato azionario da parte delle società non finanziarie è stato molto limitato: fino al mese di aprile era stata realizzata una sola quotazione in borsa, un numero decisamente inferiore rispetto alle sei operazioni concluse nello stesso periodo del 2019 e a quelle programmate all'inizio dell'anno.

I provvedimenti adottati dal Governo per prevenire, attraverso la concessione delle garanzie pubbliche, una interruzione del credito e del circuito dei pagamenti contribuiscono in modo significativo ad alleviare le tensioni di liquidità delle imprese; nel lungo termine, poiché parte delle perdite subite non sarà verosimilmente recuperabile, potrebbero tuttavia determinare squilibri nella loro struttura finanziaria¹². I recenti interventi finalizzati a favorire un maggiore afflusso di mezzi propri al sistema produttivo¹³ concorrono a contrastare questa tendenza.

¹² G. Gobbi, F. Palazzo e A. Segura, *Le misure di sostegno finanziario alle imprese post-Covid-19 e le loro implicazioni di medio termine*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 15 aprile 2020; apparso anche con il titolo *Unintended effects of loan guarantees during the Covid-19 crisis* su "VoxEU.org".

¹³ DL 34/2020 (decreto "rilancio").

8. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2019 l'espansione dell'occupazione è proseguita a ritmi ridotti; la crescita ha interessato la componente a tempo parziale, mentre è rimasta stabile quella a tempo pieno. Il tasso di disoccupazione è sceso al 10,0 per cento, il livello più basso dal 2012. Nel corso dell'anno si è interrotto l'aumento della partecipazione al mercato del lavoro che aveva caratterizzato gli anni precedenti: vi hanno inciso l'evoluzione demografica e i pensionamenti favoriti dall'introduzione della "quota 100" (L. 26/2019).

Nei primi mesi del 2020 l'emergenza sanitaria ha determinato un rapido deterioramento del mercato del lavoro. Secondo i dati amministrativi delle comunicazioni obbligatorie sui contratti avviati e su quelli cessati, già dai primi giorni di marzo il numero di nuovi rapporti alle dipendenze ha cominciato a ridursi, soprattutto nella componente a termine: tra gennaio e la fine di aprile di quest'anno sono state create quasi 600.000 posizioni in meno rispetto allo stesso periodo del 2019. Il calo degli occupati è stato contenuto dal blocco dei licenziamenti e dal potenziamento della Cassa integrazione guadagni (CIG), che hanno sostenuto i rapporti a tempo indeterminato: i datori di lavoro hanno richiesto l'accesso a strumenti di integrazione salariale per oltre 7 milioni di dipendenti. Sono state introdotte sia forme di indennizzo per il lavoro indipendente, parasubordinato e stagionale, sia nuove misure di sostegno al reddito delle famiglie.

In alcuni settori, tra cui i servizi ricettivi e di ristorazione, le conseguenze dell'epidemia di Covid-19 potrebbero protrarsi anche dopo l'allentamento delle misure di sospensione delle attività a causa della flessione dei flussi turistici, dell'aggravio di costi connessi con l'adozione dei protocolli per la tutela della salute e di possibili variazioni della domanda dei consumatori.

Il tasso di disoccupazione si è ridotto nel mese di marzo di quasi un punto percentuale rispetto a febbraio, collocandosi all'8,4 per cento, per effetto del significativo calo della partecipazione al mercato del lavoro: le restrizioni alla mobilità, il deterioramento delle prospettive occupazionali e la chiusura delle scuole hanno scoraggiato la ricerca di un impiego.

Le retribuzioni minime stabilite dalla contrattazione nazionale continuano a crescere molto lentamente, risentendo dell'elevata quota di dipendenti in attesa di rinnovo (oltre l'80 per cento). La dinamica potrebbe ulteriormente rallentare qualora l'incertezza sull'evoluzione della congiuntura dovesse ritardare i processi negoziali.

Il mercato del lavoro nel 2019

Nel corso del 2019 la crescita del numero di occupati, dopo oltre un triennio di marcata espansione, si è progressivamente indebolita: la dinamica positiva del primo semestre,

sostenuta dall'aumento delle posizioni lavorative dipendenti a tempo indeterminato, si è interrotta nei mesi estivi e ha cambiato segno nel quarto trimestre. Nella media dell'anno, l'incremento moderato del numero di occupati (0,6 per cento; tav. 8.1) ha interessato quasi esclusivamente la componente a tempo parziale (3,0 per cento), a fronte di una sostanziale stabilità di quella a tempo pieno; la riduzione dell'orario medio di lavoro, particolarmente marcata nella manifattura, ha frenato l'aumento delle ore lavorate (0,4 per cento).

Tavola 8.1

Principali indicatori del mercato del lavoro (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente; tassi)						
VOCI	1° trim. 2019	2° trim. 2019	3° trim. 2019	4° trim. 2019	2019	1° trim. 2020
Occupati (2)	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,4
Dipendenti (2)	0,3	0,4	0,2	0,0	0,8	—
Indipendenti (2)	-0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,1	—
Tasso di attività (3)	65,7	65,7	65,7	65,7	65,7	64,9
Tasso di disoccupazione (4)	10,3	9,9	9,8	9,7	10,0	9,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali* per gli occupati, i lavoratori dipendenti e indipendenti nel 2019, *Rilevazione sulle forze di lavoro* per tutte le altre voci; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e dati annuali. – (2) Variazioni percentuali sul periodo precedente. Il dato disaggregato per i lavoratori dipendenti e indipendenti non è disponibile per il 1° trimestre del 2020. – (3) Tassi calcolati sulla popolazione tra i 15 e i 64 anni. – (4) Tassi calcolati sulla popolazione tra i 15 e i 74 anni.

Il tasso di disoccupazione è sceso al 10,0 per cento, dal 10,6 nel 2018. Nel corso dell'anno si è arrestata la crescita del tasso di partecipazione, a seguito della progressiva uscita dal mercato del lavoro di coloro che, per effetto della riforma pensionistica del 2011, avevano subito un allungamento dell'orizzonte lavorativo. Vi ha contribuito, ancorché in misura più contenuta di quanto previsto dal Governo, l'introduzione della "quota 100" (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2018): nel corso del 2019 attraverso questo canale di pensionamento anticipato sono stati liquidati quasi 150.000 trattamenti, circa la metà di quelli previsti.

Nel 2019 la crescita annuale delle retribuzioni minime stabilite dalla contrattazione nazionale si è indebolita, all'1,1 per cento (dall'1,5 del 2018), per la dinamica moderata prevista dagli accordi ancora in vigore e per l'elevata quota di contratti in attesa di rinnovo, inclusa la totalità di quelli del pubblico impiego. Il 31 dicembre sono scaduti anche i contratti collettivi della metalmeccanica e del commercio, che interessano oltre il 30 per cento dei dipendenti.

L'impatto dell'emergenza Covid-19 sul mercato del lavoro

L'occupazione e le ore lavorate. – L'emergenza sanitaria iniziata alla fine di febbraio ha prodotto immediate ricadute sul mercato del lavoro. Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nella media del primo trimestre del 2020 il numero di occupati sarebbe sceso dello 0,4 per cento rispetto ai tre mesi precedenti. I dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie forniti dall'Agenzia nazionale per le politiche attive del lavoro (ANPAL) segnalano che l'andamento delle posizioni alle dipendenze nel settore privato è rimasto in linea con quello osservato nello stesso periodo del 2019

fino alla penultima settimana di febbraio, per poi subire un brusco peggioramento a partire dalla fine del mese. La dinamica negativa si è intensificata dalla fine di marzo: tra l'inizio dell'anno e il 23 aprile¹, al netto delle cessazioni, sono stati avviati quasi 600.000 contratti di lavoro in meno rispetto allo stesso periodo del 2019 (cfr. il riquadro: *L'andamento delle posizioni di lavoro dipendente nel settore privato durante l'emergenza sanitaria*).

L'ANDAMENTO DELLE POSIZIONI DI LAVORO DIPENDENTE NEL SETTORE PRIVATO DURANTE L'EMERGENZA SANITARIA

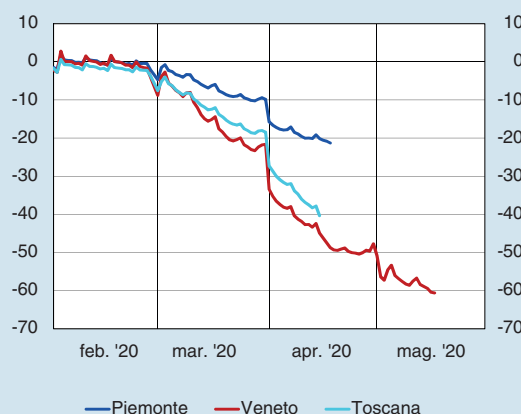
I dati delle comunicazioni obbligatorie sui contratti attivati e su quelli cessati attualmente a nostra disposizione per il Piemonte, il Veneto e la Toscana – pienamente comparabili con quelli pubblicati dall'ANPAL – permettono di analizzare in dettaglio le ricadute dell'emergenza sanitaria sull'andamento delle posizioni di lavoro dipendente nel settore privato non agricolo¹.

I dati relativi al Veneto, disponibili fino al 17 maggio scorso, indicano che tra il 1° febbraio e quella data vi sono state circa 60.600 attivazioni nette² in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (figura A), corrispondenti a 47 posizioni ogni 1.000 dipendenti. A metà aprile, nel confronto con la stessa data del 2019, il saldo tra attivazioni e cessazioni era inferiore di 21.300 unità in Piemonte e di 40.350 in Toscana (21 e 49 posizioni in meno ogni 1.000 dipendenti, rispettivamente).

Nelle Regioni considerate la diminuzione è stata particolarmente accentuata per le assunzioni, soprattutto a tempo determinato (figura B, pannelli a e b). Le cessazioni hanno invece registrato un andamento meno dissimile da quello del 2019, anche per

Figura A

Attivazioni nette cumulate di posizioni di lavoro in Piemonte, Veneto e Toscana (1)
(a partire dal 1° febbraio 2020 differenze rispetto alla stessa data del 2019; migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni su dati delle comunicazioni obbligatorie fornite dall'Osservatorio sul mercato del lavoro della Regione Piemonte, da Veneto Lavoro e dall'Istituto regionale programmazione economica della Toscana; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.

(1) Attivazioni al netto delle cessazioni. L'universo di riferimento è costituito dalle posizioni di lavoro dipendente nel settore privato non agricolo a tempo indeterminato, in apprendistato e a tempo determinato. Poiché il 2020 è un anno bisestile, le attivazioni e le cessazioni che hanno avuto luogo il 29 febbraio sono sommate a quelle del 28 febbraio.

¹ Nell'analisi sono inclusi i contratti a tempo indeterminato, in apprendistato e a tempo determinato. Sono esclusi i settori Ateco a due cifre dallo 01 allo 03, dall'84 all'88 e dal 97 al 99.

² Attivazioni al netto delle cessazioni.

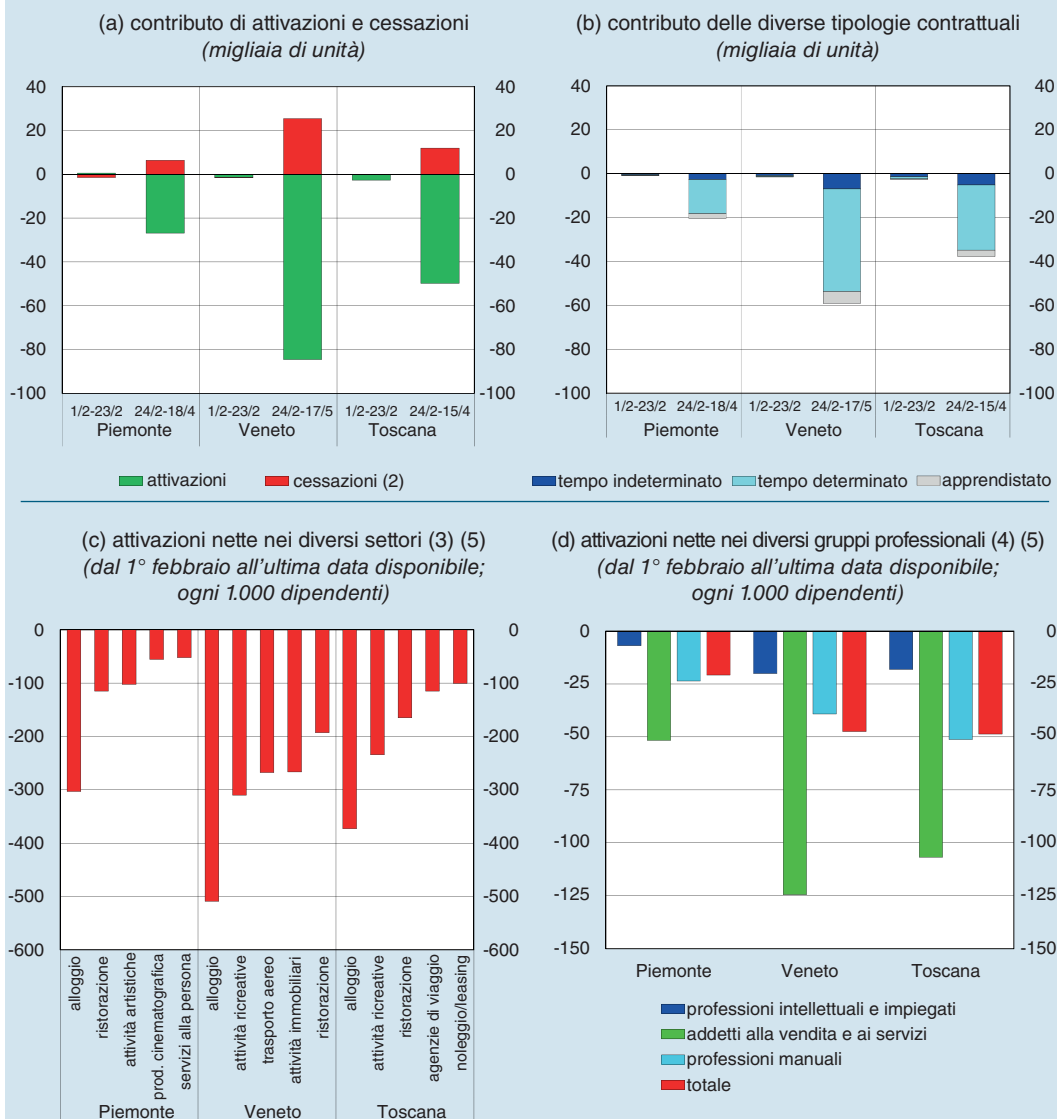
¹ Il 23 aprile rappresenta l'ultima data di aggiornamento delle comunicazioni obbligatorie relative all'intero territorio nazionale fornite dall'ANPAL.

effetto del blocco temporaneo dei licenziamenti collettivi e individuali per giustificato motivo oggettivo e dell'ampio ricorso agli strumenti di integrazione salariale.

Figura B

Attivazioni nette di posizioni di lavoro in Piemonte, Veneto e Toscana (1)

(differenze rispetto allo stesso periodo del 2019)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* e su dati delle comunicazioni obbligatorie fornite dall'Osservatorio sul mercato del lavoro della Regione Piemonte, da Veneto Lavoro e dall'Istituto regionale programmazione economica della Toscana; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro e Mercato del lavoro: comunicazioni obbligatorie*.

(1) Attivazioni al netto delle cessazioni. L'universo di riferimento è costituito dalle posizioni di lavoro dipendente nel settore privato non agricolo a tempo indeterminato, in apprendistato e a tempo determinato. La data dell'ultima rilevazione disponibile è il 18 aprile per il Piemonte, il 17 maggio per il Veneto e il 15 aprile per la Toscana. – (2) Le cessazioni sono rappresentate con il segno invertito. – (3) Il pannello riporta i 5 settori che hanno registrato le variazioni negative più ampie delle attivazioni nette. In ogni Regione sono esclusi i settori con meno di 1.000 dipendenti. – (4) La categoria "professioni intellettuali e impiegati" comprende: (a) legislatori, imprenditori e alta dirigenza; (b) professioni intellettuali, scientifiche e di elevata specializzazione; (c) professioni tecniche; (d) professioni esecutive nel lavoro di ufficio. La categoria "professioni manuali" include: (a) artigiani, operai specializzati e agricoltori; (b) conduttori di impianti, operai di macchinari fissi e mobili e conducenti di veicoli; (c) professioni non qualificate. – (5) Ciascuna colonna rappresenta il rapporto tra la differenza delle attivazioni nette avvenute nel 2020 rispetto al 2019 nel periodo dal 1° febbraio alla data dell'ultima rilevazione disponibile e il numero di dipendenti regionali nel settore o nel gruppo professionale.

Benché diffusa anche in settori non direttamente interessati dai provvedimenti di fermo, la riduzione del saldo tra attivazioni e cessazioni è stata particolarmente pronunciata nel comparto dei servizi turistici e per il tempo libero (figura B, pannello c), che fanno ampio ricorso a contratti a termine e stagionali. In prospettiva, nei mesi estivi le attivazioni nette potrebbero pertanto diminuire in misura maggiore nelle aree dove solitamente questi settori assorbono una quota più elevata di avviamenti.

Nelle tre Regioni la diffusione dell'epidemia di Covid-19 ha ridotto la domanda di lavoro per tutti i principali gruppi professionali (figura B, pannello d). In rapporto al numero di dipendenti, la flessione più netta riguarda le posizioni di addetti alla vendita e ai servizi; le professioni intellettuali e impiegate, che più frequentemente possono essere svolte a distanza, registrano un calo più contenuto.

Il calo è dovuto interamente alla marcata flessione delle assunzioni che ha interessato quasi tutti i settori²: vi hanno influito sia l'accresciuta incertezza circa l'evoluzione dell'epidemia di Covid-19, sia la sospensione di numerose attività economiche finalizzata al contenimento del contagio. Secondo nostre elaborazioni sui dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, i provvedimenti di sospensione delle attività “non essenziali” adottati dal Governo nel mese di marzo³ hanno coinvolto 7,9 milioni di lavoratori, circa il 34 per cento dell'occupazione totale (il 61,1 per cento nell'industria e il 25,4 nel terziario; tav. 8.2). Le misure di fermo hanno interessato in misura leggermente inferiore le donne, a causa della loro maggiore presenza nei servizi “essenziali”, ad esempio l'istruzione e la sanità. L'impatto delle restrizioni potrebbe essere stato mitigato dall'accesso a forme di lavoro agile (*smart working*)⁴; l'effettivo ricorso a tale modalità di lavoro potrebbe però scontare i ritardi nell'utilizzo delle nuove tecnologie (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*), soprattutto nelle imprese più piccole⁵.

A tutela dell'occupazione permanente è stata disposta la sospensione di tutte le procedure di licenziamento per giustificato motivo oggettivo per cinque mesi, a partire dal 17 marzo, secondo quanto stabilito dal DL 18/2020 (decreto “cura Italia”) e dal DL 34/2020 (decreto “rilancio”). Contestualmente, per alleviare il costo del

² Le attivazioni sono diminuite solo moderatamente nell'agricoltura e nella sanità. Il lieve aumento nel lavoro domestico potrebbe riflettere fenomeni di emersione del lavoro irregolare, in risposta alla necessità di giustificazione degli spostamenti.

³ Il DPCM del 9 marzo 2020, il DPCM dell'11 marzo 2020 e il DPCM del 22 marzo 2020 modificato il 25 marzo da un decreto del Ministero dello Sviluppo economico. Non sono stati oggetto dei decreti, in quanto forniscono beni e servizi essenziali: la produzione e il commercio di generi alimentari e di prodotti farmaceutici, la sanità, la Pubblica amministrazione, i servizi finanziari e assicurativi, il trasporto, la gestione dei rifiuti, la produzione e distribuzione di gas, acqua ed energia elettrica. In deroga ai decreti, potevano operare le imprese delle filiere dei settori sopra elencati, previa autorizzazione delle autorità prefettizie.

⁴ Le informazioni sulla possibilità di operare a distanza sono state elaborate a partire dall'*Indagine campionaria sulle professioni* dell'Istituto nazionale per l'analisi delle politiche pubbliche (INAPP). Per un'analisi dei profili di rischio per i lavoratori durante l'epidemia e un approfondimento sulle misure di sospensione delle attività, cfr. anche T. Barbieri, G. Basso e S. Scicchitano, *Italian workers at risk during the Covid-19 epidemic*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁵ Secondo i dati dell'Osservatorio Smart Working, curato dal Politecnico di Milano, quasi il 60 per cento delle imprese con oltre 250 addetti ha già avviato progetti per il lavoro a distanza; la percentuale scende al 12 per cento tra le aziende medie e piccole.

Tavola 8.2

Distribuzione degli occupati e delle retribuzioni mensili tra attività essenziali e attività sospese (valori percentuali; euro)		
VOCI	Attività essenziali	Attività sospese (non essenziali)
Occupati	66,1	33,9
Per settore:		
agricoltura	94,0	6,0
industria	38,9	61,1
servizi	74,6	25,4
Per tipologia di occupazione:		
dipendenti a termine	63,9	36,1
dipendenti permanenti	69,6	30,4
liberi professionisti	82,2	17,8
collaboratori e coadiuvanti	57,8	42,2
lavoratori in proprio, imprenditori e soci di cooperativa	47,0	53,0
Per residenza del lavoratore:		
Nord	63,0	37,0
Centro	68,1	31,9
Sud e Isole	70,8	29,2
Per caratteristiche demografiche del lavoratore:		
donne	72,2	27,8
uomini	61,7	38,3
cittadini italiani	67,0	33,0
cittadini stranieri	58,6	41,4
sotto i 35 anni	58,4	41,6
tra i 35 e i 54 anni	66,4	33,6
55 anni e più	73,3	26,7
Retribuzioni mensili	1.357	1.271
Fonte: elaborazioni su dati Istat, <i>Rilevazione sulle forze di lavoro</i> ; cfr. nella sezione <i>Note metodologiche</i> dell'Appendice la voce <i>Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro</i> .		

lavoro delle imprese a fronte del marcato calo dell'attività, il Governo ha introdotto nuove modalità di integrazione salariale che non richiedono la compartecipazione delle aziende al costo. Alle imprese che possono accedere alla CIG ordinaria e a quelle con un procedimento di CIG straordinaria in corso è stata destinata una CIG di emergenza con causale "Covid-19 nazionale"; un analogo strumento è previsto per i datori di lavoro aderenti al Fondo di integrazione salariale (FIS)⁶. Per tutte

⁶ Il FIS, introdotto nel 2015, è uno strumento di integrazione salariale molto simile alla CIG che si applica alle imprese con almeno cinque dipendenti operanti in settori non coperti dagli strumenti ordinari.

le altre aziende, indipendentemente dal settore economico e dalla dimensione, è stata reintrodotta la CIG in deroga. La durata massima di tutti questi trattamenti è di 18 settimane, di cui quattro attivabili solo nei mesi di settembre e ottobre⁷. Le restanti 14, fruibili entro agosto, risultano sufficienti a coprire la fase di sospensione delle attività, ma non l'intero periodo di blocco dei licenziamenti.

Le richieste per i trattamenti con causale "Covid-19 nazionale" e per la CIG in deroga hanno interessato oltre 7 milioni di lavoratori, pari a quasi la metà dei dipendenti del settore privato. Il ricorso agli strumenti di integrazione salariale ha raggiunto un massimo storico: nel 2009, durante la recessione, i lavoratori collocati mensilmente in CIG non avevano mai superato il numero di 700.000 e le ore lavorate pro capite si erano ridotte dell'1,7 per cento.

Questi interventi forniscono una copertura ridotta ai lavoratori temporanei, che rappresentano oltre il 17 per cento dei dipendenti, poiché non modificano la durata del rapporto a tempo determinato⁸. Inoltre, data la difficile congiuntura, le imprese potrebbero rinunciare all'attivazione di nuovi contratti, anche a carattere stagionale, e al rinnovo di quelli in scadenza. Per agevolare la prosecuzione dei rapporti a termine, il decreto "rilancio" ha sospeso l'obbligo di apposizione di una causale che ne giustifichi la proroga oltre i 12 mesi.

L'emergenza sanitaria ha interessato in maniera eterogenea i lavoratori indipendenti. L'82,2 per cento dei circa 1,4 milioni di liberi professionisti svolge attività non sottoposte a provvedimenti di sospensione; questa percentuale scende al 47,0 per cento per i 3 milioni di lavoratori in proprio. Il decreto "cura Italia" ha introdotto per il mese di marzo un'indennità pari a 600 euro destinata alla generalità dei lavoratori autonomi iscritti alle gestioni speciali dell'assicurazione generale obbligatoria e ai liberi professionisti titolari di partita IVA o collaboratori iscritti alla gestione separata dell'INPS, inclusi quelli la cui attività non è stata limitata da restrizioni. Alla data dell'8 maggio scorso l'INPS aveva accolto quasi 3 milioni di domande per il sussidio, a fronte di una platea potenziale stimata in circa 3,5 milioni di beneficiari, con un tasso di adesione intorno all'85 per cento⁹. La spesa complessiva è stata pari a quasi 1,8 miliardi di euro.

Il decreto "rilancio" ha rinnovato, negli stessi termini, l'indennità per il mese di aprile; per maggio ha invece previsto importi differenziati ed elementi di condizionalità legati all'effettivo calo dell'attività e dei ricavi o dei redditi da lavoro connessi. Inoltre ai lavoratori autonomi sono destinati benefici fiscali a parziale copertura dei costi fissi e, per le attività più piccole, dei mancati ricavi. I liberi professionisti iscritti a enti di previdenza di diritto privato possono richiedere un'indennità di 600 euro per i mesi

⁷ Il settore del turismo, delle fiere e degli spettacoli è esente da questa regola e potrà invece usufruire del periodo di 18 settimane in maniera continuativa.

⁸ L'articolo 19-bis del decreto "cura Italia", che sospende il divieto di avviamenti, rinnovi o proroghe di contratti a tempo determinato o in somministrazione per le imprese che ricorrono alla CIG, è stato introdotto soltanto in sede di conversione legislativa il 24 aprile 2020.

⁹ Il sussidio non è riconosciuto agli indipendenti titolari di pensione. Per maggiori dettagli, cfr. D. Checchi, F. Di Nicola, E. Di Porto, P. Naticchioni, G. Bovini e E. Viviano, *Prime evidenze sui pagamenti connessi al DL Cura Italia n. 18/2020*, INPS e Banca d'Italia, 27 aprile 2020.

di marzo, aprile e maggio; l'accesso alla misura è limitato però ai percettori di redditi medi o bassi¹⁰.

Nel corso del mese di maggio la riapertura delle attività, inizialmente circoscritta ai comparti manifatturieri, edili e del commercio all'ingrosso, è stata progressivamente estesa; i servizi ricettivi, di ristorazione e ricreativi, che impiegano il 7,0 per cento dei lavoratori dipendenti, rimangono comunque soggetti a forti limitazioni. In questi comparti, che hanno contribuito per quasi un quinto alla crescita occupazionale negli ultimi sette anni, vi è un'elevata incidenza di personale con contratti a tempo determinato (38,3 per cento, circa 500.000 lavoratori), spesso stagionali e di brevissima durata; tale categoria potrebbe avere difficoltà a trovare impiego in altri settori.

In un contesto di scarse prospettive occupazionali, il decreto "rilancio" ha esteso la durata del sussidio di disoccupazione (nuova assicurazione sociale per l'impiego, NASpI) per tutti coloro che ne hanno terminato il godimento a marzo o ad aprile. Ai lavoratori dipendenti domestici, stagionali, intermittenti o in somministrazione, che potrebbero avere un accesso limitato alla NASpI a causa della frammentarietà delle carriere, sono destinati sussidi di importo e durata variabili. Infine, per i nuclei familiari meno abbienti che hanno percepito redditi nulli o molto contenuti in aprile e che non accedono ad altri strumenti di sostegno, è stato introdotto un sussidio di due mesi denominato Reddito di emergenza, con requisiti di eleggibilità meno stringenti rispetto al Reddito di cittadinanza: in particolare vi possono accedere anche i cittadini stranieri residenti da meno di 10 anni.

Sebbene l'attuale crisi presenti caratteristiche differenti rispetto ai passati episodi recessivi, sia per la sua intensità sia per la sua incidenza tra i diversi settori, l'evidenza empirica relativa alla recessione del 2008-09 suggerisce che le possibili ricadute sui lavoratori di una forte contrazione dell'attività possono essere durature (cfr. il riquadro: *Gli effetti sui lavoratori di una caduta della domanda o di una riduzione del credito: l'evidenza dalla recessione del 2008-09*).

GLI EFFETTI SUI LAVORATORI DI UNA CADUTA DELLA DOMANDA O DI UNA RIDUZIONE DEL CREDITO: L'EVIDENZA DALLA RECESSIONE DEL 2008-09

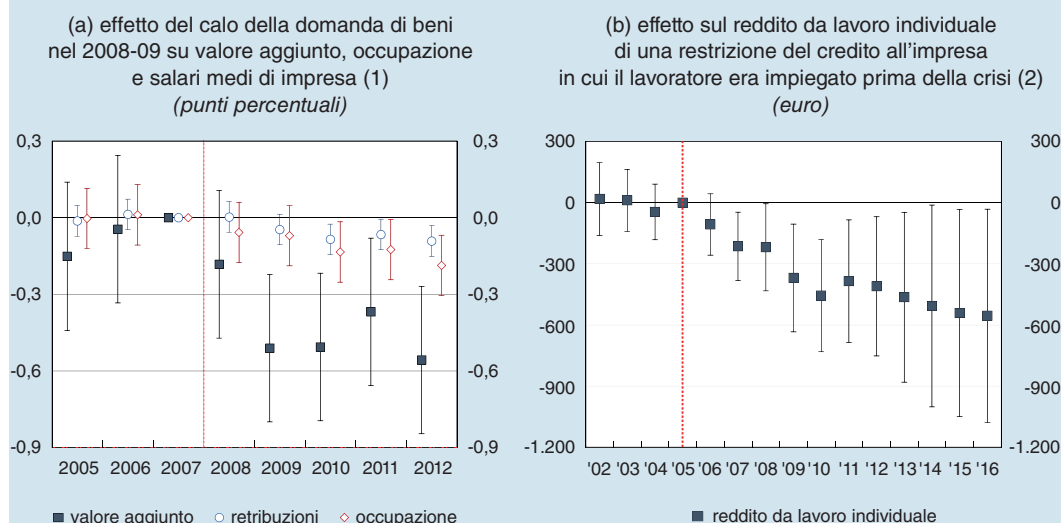
La pandemia di Covid-19 sta determinando una contrazione dell'attività economica le cui implicazioni di medio-lungo periodo sono difficili da prevedere a causa dell'incertezza circa la sua evoluzione in Italia e nel mondo (cfr. il capitolo 4: *Il quadro di insieme*). L'analisi delle ricadute sul mercato del lavoro della recessione del 2008-09 mostra che episodi di marcata contrazione dell'attività possono avere effetti persistenti sui lavoratori più colpiti.

¹⁰ Il decreto interministeriale del 28 marzo 2020, in attuazione del decreto "cura Italia", ha previsto che possano richiedere il sussidio: (a) i lavoratori che nel 2018 hanno percepito un reddito non superiore a 35.000 euro e la cui attività è stata limitata dai provvedimenti restrittivi emanati per contenere l'epidemia di Covid-19; (b) i lavoratori che nel 2018 hanno percepito un reddito compreso tra i 35.000 e i 50.000 euro e che, a causa dell'emergenza sanitaria, hanno subito nel primo trimestre del 2020 una riduzione del reddito rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente pari ad almeno il 33 per cento.

Per le imprese manifatturiere la flessione della domanda nei mercati di sbocco registrata nel 2008-09¹ – di intensità variabile a seconda delle preesistenti relazioni commerciali – ha determinato una diminuzione consistente e prolungata del loro valore aggiunto² (figura, pannello a). Gli effetti sull'occupazione e sui salari medi si sono manifestati gradualmente; la contrazione dell'occupazione ha avuto luogo attraverso un'iniziale riduzione delle assunzioni seguita da un aumento delle cessazioni e si è concentrata tra i lavoratori più giovani, per i quali periodi di disoccupazione comportano perdite maggiori in termini di accumulazione di capitale umano. Nel quinquennio 2008-2012 il calo del monte retributivo determinato dalla riduzione di salari e occupazione è stato comunque meno marcato di quello del valore aggiunto; ciò ha determinato un significativo incremento della quota dei redditi da lavoro sul prodotto, che ha toccato un livello massimo nel 2009 per poi stabilizzarsi negli anni successivi su valori più elevati rispetto agli anni precedenti la crisi.

Figura

Effetti di una caduta della domanda di beni e di una riduzione del credito alle imprese



Fonte: elaborazioni su dati INPS, Centrale dei bilanci, Banca d'Italia, Centrale dei rischi e *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese*: *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind). (1) Retribuzioni e occupazione sono definiti in termini di unità di lavoro equivalenti. Ciascun punto rappresenta la variazione in punti percentuali della variabile analizzata, rispetto al valore del 2007, attribuibile al calo di un punto percentuale della domanda di beni nel periodo 2008-09 dovuto alla variazione della domanda nei mercati esteri di sbocco (quindi non determinata dalle condizioni di domanda e offerta locali). Le stime dei coefficienti per ciascun anno del triennio 2005-07, non significativamente diverse da zero, dimostrano che le imprese più o meno colpite dallo shock analizzato non registravano andamenti divergenti prima che questo si verificasse. Le linee verticali rappresentano gli intervalli di confidenza al 95 per cento. La regressione include effetti fissi per impresa e anno. – (2) Ciascun punto indica la differenza nel reddito da lavoro tra individui occupati, prima della crisi (nel 2006), in imprese al 90° e al 10° percentile di esposizione allo shock all'offerta di credito, rispetto al valore della stessa differenza nell'anno base (2005), controllando per effetti fissi individuali e di provincia per anno. Le stime dei coefficienti per ciascun anno del periodo 2002-05, non significativamente diverse da zero, dimostrano che per i lavoratori più o meno colpiti dallo shock analizzato non si manifestavano andamenti divergenti prima che questo si verificasse. Le linee verticali rappresentano i relativi intervalli di confidenza al 95 per cento. Il reddito da lavoro medio annuo per i lavoratori nel campione era di circa 26.000 euro nel 2006.

¹ Nel biennio 2008-09 il valore aggiunto del comparto manifatturiero è diminuito del 18 per cento in Italia; nello stesso periodo il commercio mondiale ha segnato una flessione del 22 per cento.

² F. D'Amuri, S. Lattanzio e B. Smith, *The anatomy of labor cost adjustment during the Great Recession*, Temi di discussione, di prossima pubblicazione. La variazione della domanda di beni dell'impresa tra il biennio 2009-2010 e il biennio 2007-08 è quella attribuibile alla variazione delle esportazioni ottenuta aggregando, per ciascun settore Ateco a due cifre, la variazione delle esportazioni di tutti i paesi, ad eccezione dell'Italia, verso ciascun paese del mondo.

Ulteriori analisi confermano la persistenza degli effetti negativi di periodi di crisi sulle carriere dei lavoratori delle imprese più coinvolte. L'evidenza empirica³ mostra che gli individui occupati presso aziende esposte a maggiori difficoltà nel corso della crisi finanziaria del 2008-09 (poiché soggette a restrizioni più forti dell'offerta di credito)⁴ hanno percepito un reddito da lavoro che, ancora nel 2016, risultava inferiore del 2 per cento rispetto a quello degli occupati nelle imprese meno colpite (figura, pannello b); la perdita ammontava a circa il 20 per cento nel 2016 tra coloro che avevano attraversato periodi di non occupazione. Il calo persistente del reddito da lavoro è spiegato soprattutto da una riduzione permanente della probabilità di occupazione.

L'effetto di lungo termine pare dipendere dalle condizioni del mercato del lavoro locale in cui le persone erano occupate; l'impatto di lungo periodo di un episodio recessivo può quindi essere eterogeneo tra le aree del Paese, anche a parità di shock subito dalla singola azienda. Nel 2008-09 le imprese operanti in aree con livelli di disoccupazione più bassi hanno trattenuto i lavoratori più qualificati e licenziato quelli meno qualificati; nelle altre aree, invece, anche gli individui più qualificati hanno perso l'occupazione e hanno subito un calo persistente del reddito da lavoro.

³ E. Adamopoulou, M. De Philippis, E. Sette e E. Viviano, *The long run earnings effects of a credit market disruption*, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

⁴ Lo shock all'offerta di credito a livello di impresa è definito dalla somma delle esposizioni al mercato interbancario di ogni banca creditrice (valore medio tra il 2002 e il 2006), ponderate per il rispettivo peso sul credito totale accordato all'impresa nel 2006. Gli effetti sul reddito da lavoro si riferiscono alla differenza tra gli occupati delle imprese nel 90° e nel 10° percentile della distribuzione dello shock. A tale differenza corrispondono circa dieci punti percentuali in più di esposizione media al mercato interbancario delle banche che avevano relazioni di credito con l'impresa, una minore crescita del credito erogato all'azienda dopo il 2006 di circa tre punti percentuali all'anno e una riduzione permanente della dimensione di impresa.

L'offerta di lavoro e la disoccupazione. – Le conseguenze dell'epidemia di Covid-19 e i provvedimenti adottati per contrastarla hanno scoraggiato la partecipazione al mercato del lavoro, scesa dal 65,1 per cento di febbraio al 64,3 di marzo: nonostante le perdite occupazionali, comunque contenute dal blocco dei licenziamenti e dall'estensione della CIG, il tasso di disoccupazione è pertanto diminuito di quasi un punto percentuale, collocandosi all'8,4 per cento.

L'andamento delle ricerche di lavoro condotte attraverso il motore di ricerca Google, un indicatore che anticipa le variazioni del tasso di disoccupazione, ha mostrato un calo significativo in concomitanza con il varo di misure di sospensione delle attività (fig. 8.1).

Un impulso negativo alla partecipazione, in particolare quella femminile, potrebbe giungere anche dai provvedimenti di chiusura delle scuole. La necessità di cura dei figli in età scolare potrebbe precludere o limitare la regolare continuazione dell'attività lavorativa dei genitori nei nuclei con un solo adulto e nelle coppie in cui entrambi i componenti sono occupati: in quest'ultimo caso potrebbero abbandonare l'impiego o ridurre l'orario di lavoro soprattutto le madri, che tipicamente percepiscono un reddito

inferiore. Le famiglie con almeno un bambino di età minore di 14 anni e in cui entrambi i genitori lavorano¹¹ sono circa 3 milioni: in poco più del 40 per cento dei casi (1,3 milioni di nuclei) almeno un adulto potrebbe svolgere le proprie mansioni lavorative a distanza conciliandole con le esigenze familiari, seppure con difficoltà e con significativi rischi di perdita di produttività.

La contrattazione e le relazioni industriali. – L'incertezza derivante dall'emergenza sanitaria, associata ai livelli estremamente contenuti dell'inflazione (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*), potrebbe scoraggiare il rinnovo dei contratti collettivi scaduti che coinvolgono ormai oltre l'80 per cento dei dipendenti: con l'eccezione dell'industria alimentare¹², poco interessata sia dai provvedimenti di sospensione delle attività sia dalla caduta della domanda, nei primi mesi del 2020 non sono emerse evoluzioni significative nei processi negoziali. Ne scaturirebbe un ulteriore indebolimento della crescita, già moderata, delle retribuzioni minime stabilite dalla contrattazione nazionale (0,6 per cento nel primo trimestre dell'anno).

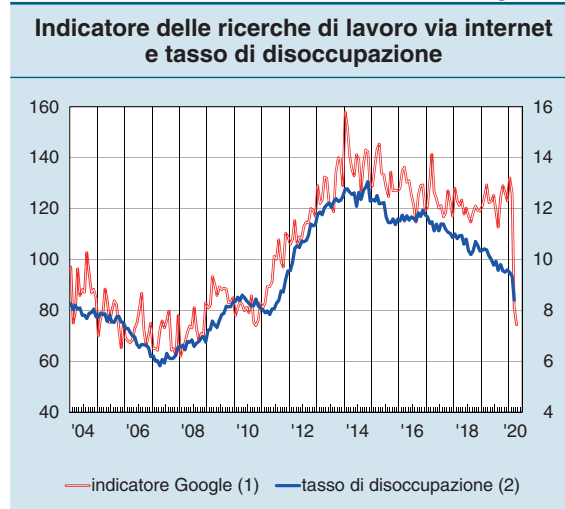
Per facilitare la progressiva ripresa dell'attività economica, il Governo ha agevolato il dialogo tra le associazioni datoriali e sindacali per la definizione di protocolli condivisi a tutela della salute negli ambienti di lavoro. Un primo accordo, siglato lo scorso 14 marzo e integrato il 24 aprile, ha disciplinato numerosi ambiti, prevedendo tra l'altro nuove modalità di controllo sanitario, la fornitura di dispositivi igienici e di protezione individuale, la sanificazione dei luoghi di lavoro, nonché la riorganizzazione delle linee produttive e dei piani di turnazione per facilitare il rispetto delle norme di distanziamento fisico¹³. Le imprese si sono inoltre impegnate a favorire il ricorso al lavoro agile per tutte le mansioni che possono essere svolte a distanza.

¹¹ Sono incluse anche le famiglie monogenitoriali.

¹² Il 6 maggio 2020 le organizzazioni sindacali hanno sottoscritto con alcune associazioni dell'industria alimentare, che comprendono anche le principali multinazionali del settore, un accordo collettivo nazionale che definisce un aumento economico, a decorrere da dicembre 2019, e fissa al 14 maggio la ripresa delle trattative di rinnovo del contratto collettivo nazionale di lavoro.

¹³ Il 9 aprile 2020 il gruppo Fiat Chrysler Automobiles e i rappresentanti dei lavoratori hanno concordato analoghe linee guida per la riapertura degli stabilimenti.

Figura 8.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* e Google Trends; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro: Rilevazione sulle forze di lavoro* e *Mercato del lavoro: Google Trends*.

(1) L'indicatore Google è composto dalla somma di tre sottoindicatori, relativi alle ricerche effettuate utilizzando le parole chiave "offerte di lavoro", "indeed" e "subito lavoro" (le ultime due chiavi di ricerca identificano due siti di offerte di lavoro molto popolari). Un sottoindicatore raggiunge un valore pari a 100 nel mese in cui l'incidenza delle ricerche per la relativa parola chiave su quelle totali effettuate attraverso Google tocca il livello massimo rispetto sia alla propria serie storica sia a quelle delle altre parole chiave selezionate. Tutti gli altri valori sono normalizzati facendo riferimento a questo livello. – (2) Valori percentuali; scala di destra.

9. I PREZZI E I COSTI

L'indebolimento delle condizioni cicliche ha pesato significativamente, come nel resto dell'area dell'euro, sull'andamento dei prezzi. Nel 2019 l'inflazione al consumo in Italia è stata pari allo 0,6 per cento; era stata dell'1,2 nell'anno precedente. Alla debolezza della componente di fondo si è affiancata la significativa decelerazione dei prezzi dell'energia. Sulla diminuzione dell'inflazione hanno inciso il ristagno dell'indice dei prezzi alla produzione, il ribasso dei prezzi dei beni importati, connesso con la riduzione della crescita globale, e l'affievolimento della dinamica salariale. Il trasferimento dei salari sui prezzi da parte delle imprese è stato molto contenuto, verosimilmente a causa delle più incerte condizioni della domanda.

L'inflazione è ulteriormente diminuita nei primi mesi del 2020, fino a risultare pressoché nulla in aprile. Vi ha contribuito la forte flessione dei prezzi dell'energia, dovuta alla caduta delle quotazioni del petrolio, accentuata dalla crisi pandemica (cfr. il capitolo 15: *L'epidemia di Covid-19 e l'economia*); a questo fattore si è aggiunto l'ampio incremento dei margini di capacità inutilizzata seguito all'emergenza sanitaria, che incide sui prezzi dei servizi e dei beni non energetici.

Le aspettative delle imprese circa la variazione dei propri prezzi di vendita nei prossimi dodici mesi sono scese su valori appena positivi, riflettendo il marcato peggioramento delle attese sulle condizioni della domanda.

L'andamento delle retribuzioni contrattuali prefigura un rallentamento dei salari nel corso dell'anno, che potrebbero risentire anche degli effetti negativi del deterioramento dell'economia.

I prezzi e i costi nel 2019

Lo scorso anno in Italia l'inflazione, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è diminuita allo 0,6 per cento (tav. 9.1). Sulla dinamica dei prezzi hanno inciso la netta decelerazione della componente energetica (allo 0,5 per cento) e quella, più contenuta, dei beni alimentari (all'1,0 per cento).

Al netto dei prodotti alimentari ed energetici, l'indice è cresciuto dello 0,5 per cento. I prezzi dei servizi sono aumentati dell'1,0 per cento, come nell'anno precedente; quelli dei beni industriali non energetici si sono lievemente ridotti (-0,2 per cento), dopo il ristagno nel 2018.

Su queste componenti dell'inflazione hanno continuato a influire le deboli condizioni cicliche. Una variazione metodologica, che ha posposto la rilevazione dei prezzi fino al giorno del mese di inizio dei saldi stagionali per i beni interessati, ha comportato in estate una riduzione dell'indice relativo ai prodotti di abbigliamento e calzature e ha moderato l'inflazione di fondo per circa un decimo.

Tavola 9.1

Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2018	2019	2019
IPCA	1,2	0,6	100,0
Alimentari freschi	1,3	1,5	6,4
Alimentari trasformati	1,5	0,7	14,2
Energetici	5,7	0,5	9,2
Beni non alimentari e non energetici	0,0	-0,2	26,9
Servizi	1,0	1,0	43,3
Beni e servizi a prezzo amministrato	3,0	0,4	10,7
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	0,6	0,5	70,2
Deflatore del PIL	0,9	0,9	100
Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	3,9	0,0	100

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

I prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno, che erano saliti quasi del 4 per cento nel 2018, nel complesso dell'anno sono rimasti stabili. La variazione sui dodici mesi, ancora positiva nel primo semestre, è divenuta negativa a partire da luglio, fino a segnare -3,6 per cento nell'ultimo trimestre. Anche al netto delle componenti alimentari ed energetiche, la dinamica dell'indice dei prezzi alla produzione si è progressivamente ridotta, risultando sostanzialmente nulla negli ultimi mesi (0,6 per cento nella media dell'anno). I prezzi all'importazione sono scesi dell'1,0 per cento nel confronto con l'anno precedente; vi pesa la flessione dell'indice relativo all'energia (-6,0 per cento).

Le retribuzioni nominali per ora lavorata nel complesso dell'economia sono aumentate dell'1,1 per cento, in misura lievemente inferiore rispetto al 2018 (1,3 per cento). L'andamento è stato frenato soprattutto dalla stagnazione registrata nel pubblico impiego, in attesa del rinnovo dei contratti scaduti nel dicembre 2018.

Nel settore privato non agricolo il ritmo di crescita è stato leggermente più sostenuto (1,4 per cento), nonostante il progressivo rallentamento delle remunerazioni orarie minime stabilite dai contratti collettivi (0,7 per cento); l'incremento delle componenti salariali eccedenti i minimi contrattuali è stato contenuto nella manifattura e più marcato nei servizi privati, in particolare nel settore del commercio. I contributi sociali medi per dipendente sono aumentati del 2,4 per cento, risentendo del venire meno degli sgravi previsti dalla L. 190/2014 e dalla L. 208/2015, ancora in vigore per una quota rilevante dei rapporti di lavoro nel 2018. Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è cresciuto dell'1,7 per cento (1,6 nel 2018; cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

La dinamica del deflatore del PIL si è mantenuta invariata rispetto al 2018, allo 0,9 per cento, a fronte di una riduzione dei margini delle imprese.

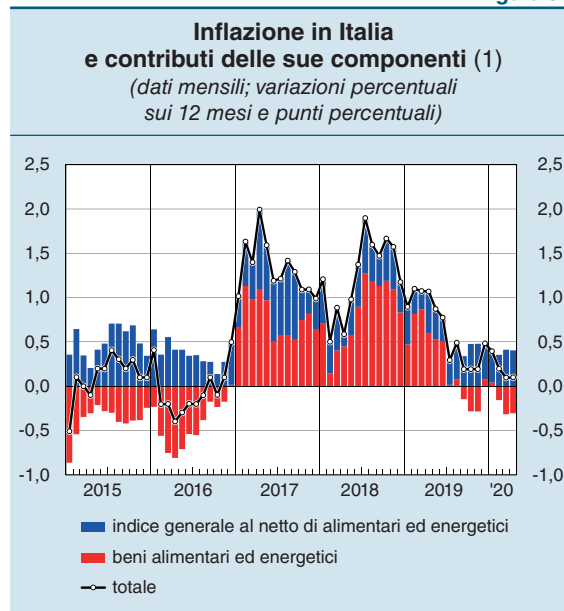
Le prospettive dell'inflazione nel 2020

Nei primi mesi di quest'anno l'inflazione si è ulteriormente indebolita: dopo essersi collocata allo 0,2 per cento sui dodici mesi nella media del primo trimestre (fig. 9.1), è rimasta appena positiva (0,1 per cento) in aprile¹. Alla sostanziale stabilità della componente di fondo, su livelli molto bassi, si è affiancata la forte flessione dei prezzi dell'energia, a seguito della caduta delle quotazioni del petrolio, resa più accentuata dalla crisi pandemica (cfr. il capitolo 1: *La congiuntura mondiale, le politiche economiche e il commercio internazionale*). Hanno invece accelerato i prezzi dei beni alimentari (al 2,9 per cento in aprile), che hanno riflesso l'incremento della domanda indotto da un maggiore consumo dei pasti in casa in conseguenza dell'emergenza sanitaria: la più intensa pressione sui prezzi al dettaglio è stata solo in parte bilanciata dalla minore richiesta proveniente dal comparto della ristorazione. Per i prodotti ortofrutticoli si è aggiunto inoltre l'aumento dei costi connesso con la carenza di manodopera.

Secondo nostre valutazioni, in prospettiva la dinamica dell'indice generale sarebbe pressoché nulla o lievemente negativa nella seconda parte dell'anno. L'eccezionale contrazione del prodotto (cfr. il capitolo 4: *Il quadro di insieme*) e della domanda pesa sulle componenti di fondo; la recessione internazionale comprime i prezzi delle materie prime energetiche e, per questa via, quelli applicati ai consumatori finali. Le misure di distanziamento sociale, obbligatorio o volontario, verosimilmente nei prossimi mesi continueranno a frenare la domanda in alcuni comparti dei servizi (ricettivi e di ristorazione) i cui prezzi hanno sostenuto l'inflazione nell'ultimo biennio.

I prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno in marzo sono risultati inferiori del 4,9 per cento rispetto a un anno prima; anche al netto della componente energetica, che è caduta di oltre il 15 per cento, l'indice è cresciuto debolmente (0,4 per cento). Gli impulsi provenienti dall'estero sono negativi: i prezzi all'importazione degli input intermedi e dei beni energetici in marzo sono diminuiti del 2,8 e del 29,0 per cento, rispettivamente.

Figura 9.1



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

¹ La sospensione dei servizi ricettivi e di ristorazione e dei trasporti ad ampio raggio, insieme con la temporanea interruzione a partire dall'11 marzo 2020 della rilevazione territoriale dell'Istat sull'inflazione, ha implicato che nei mesi di marzo e aprile per una parte delle voci i prezzi non siano stati rilevati, ma imputati. L'analisi delle variazioni dei relativi sottoindici nel bimestre marzo-aprile deve quindi essere interpretata con cautela.

Nel primo trimestre del 2020 la crescita delle retribuzioni minime stabilite dai contratti collettivi è rimasta moderata, anche nel confronto internazionale, sia nel totale dell'economia sia nel settore privato non agricolo (allo 0,6 per cento rispetto a un anno prima in entrambi i casi): vi ha contribuito soprattutto l'elevata quota di dipendenti in attesa di rinnovo, ormai superiore all'80 per cento (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Se la conclusione dei processi negoziali dovesse essere procrastinata, anche a causa delle incertezze sulle prospettive dell'attività economica, la dinamica salariale potrebbe ulteriormente flettere: nei primi mesi dell'anno sono riprese le trattative solo nel settore alimentare, che non ha sofferto delle ricadute negative connesse con l'emergenza sanitaria.

Nel corso dell'anno le retribuzioni nominali potrebbero essere frenate anche dalla minore erogazione delle componenti salariali variabili, legate all'andamento dell'impresa e quindi al quadro ciclico. Nel primo semestre vi si potrebbe in parte contrapporre un effetto di composizione conseguente ai provvedimenti adottati nel mese di marzo², che hanno consentito la prosecuzione dell'attività in settori mediamente caratterizzati da produttività e retribuzioni più elevate (cfr. il capitolo 5: *Le famiglie*).

Le aspettative delle imprese circa la variazione dei propri prezzi di vendita sull'orizzonte di dodici mesi, rilevate in marzo dalla Banca d'Italia (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020), sono scese su valori appena positivi, riflettendo il marcato peggioramento delle attese sulle condizioni della domanda. Le aspettative sull'inflazione per il complesso del 2020 formulate dagli analisti censiti da Consensus Economics sono diminuite dallo 0,8 per cento in febbraio a -0,2 in maggio.

² Il DPCM del 9 marzo 2020, il DPCM dell'11 marzo 2020 e il DPCM del 22 marzo 2020 poi modificato dal decreto del Ministero dello Sviluppo economico del 25 marzo 2020.

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

Nel 2019 le esportazioni hanno segnato un rallentamento, ma sono cresciute a un tasso più elevato di quello del commercio mondiale, riflettendo anche il miglioramento della competitività di prezzo delle imprese italiane, soprattutto sui mercati esterni all'area dell'euro. Si è ampliato il surplus di conto corrente, che ha raggiunto il 3,0 per cento del PIL; la posizione netta sull'estero dell'Italia è risultata molto vicina al pareggio (-1,7 per cento del prodotto).

Dallo scorso marzo gli scambi del nostro paese con l'estero sono stati condizionati dalla diffusione dell'epidemia di Covid-19, in particolare dalla contrazione della domanda globale e dall'interruzione delle attività produttive “non essenziali” in Italia e nei suoi principali partner commerciali; i flussi turistici internazionali ne hanno risentito già da febbraio.

Nel complesso del 2020 si avranno effetti di segno opposto, che in aggregato potrebbero verosimilmente determinare un aumento dell'avanzo di conto corrente: il possibile miglioramento del saldo mercantile valutato al netto dei prodotti energetici, legato soprattutto al forte calo della domanda interna, e la riduzione del disavanzo energetico e del deficit nei trasporti sarebbero solo parzialmente compensati dal deterioramento del surplus della bilancia turistica.

Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2 è significativamente diminuito nel 2019; dallo scorso marzo esso è tornato ad ampliarsi in connessione, da un lato, con la creazione di liquidità dovuta all'adozione di misure di politica monetaria straordinarie da parte dell'Eurosistema e, dall'altro, con il minore ricorso alla raccolta netta all'estero delle banche italiane e con le vendite di attività finanziarie italiane detenute dai non residenti.

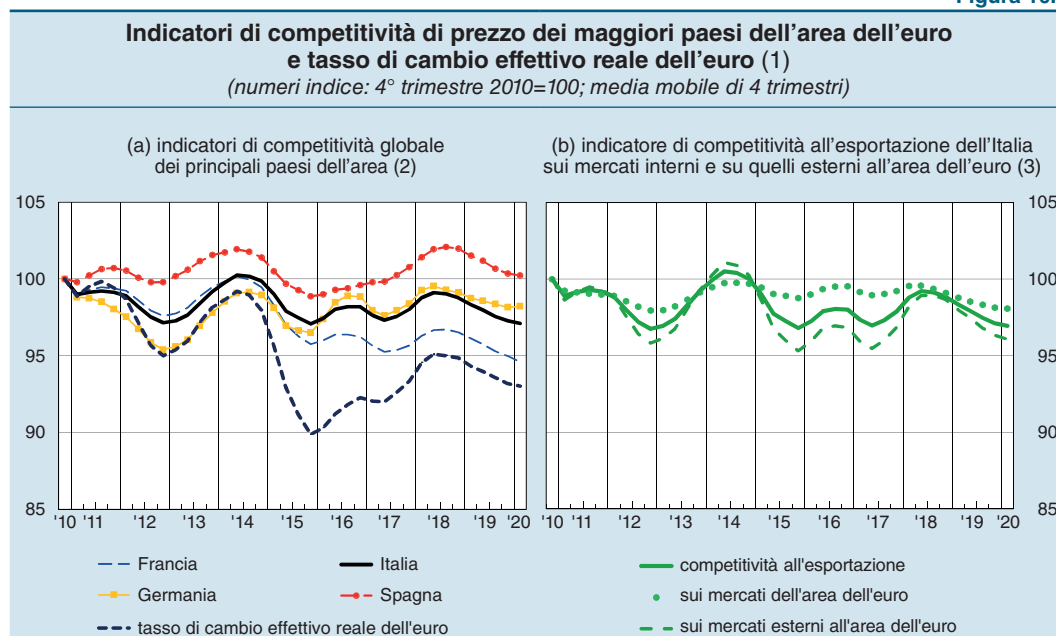
La competitività di prezzo

Nel 2019 la competitività di prezzo delle imprese italiane è migliorata, più che compensando il peggioramento dell'anno precedente. Secondo l'indice basato sui prezzi alla produzione di manufatti, il guadagno è stato pari a 1,5 punti percentuali (fig. 10.1.a), di cui due terzi sono ascrivibili all'andamento dei prezzi relativi dell'Italia e un terzo al deprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro; il recupero di competitività è stato superiore di mezzo punto percentuale a quello della Germania. Secondo la misura elaborata dalla Banca centrale europea sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto per l'intera economia, il miglioramento è stato di 2,1 punti percentuali, due in più rispetto a quello segnato dalle imprese tedesche.

Secondo nostre stime, l'anno scorso la competitività di prezzo dell'Italia è stata sostanzialmente in linea con il valore coerente con le variabili macroeconomiche di fondo del Paese, tra cui il PIL pro capite e il grado di apertura all'estero¹.

Il miglioramento nel 2019 si conferma anche considerando la sola competitività di prezzo all'esportazione, che misura l'abilità di competere sui mercati di sbocco con i produttori locali e con gli altri paesi esportatori²: secondo l'indicatore basato sui prezzi alla produzione, il guadagno è stato pari a 1,8 punti percentuali ed è stato più pronunciato sui mercati esterni all'area dell'euro (fig. 10.1.b).

Figura 10.1



Fonte: per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, BCE.

(1) Sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento segnala una perdita di competitività. Tutti gli indicatori di competitività sono calcolati nei confronti di 60 paesi concorrenti (compresi i membri dell'area dell'euro), ad eccezione del tasso di cambio effettivo reale dell'euro, che la BCE calcola nei confronti di 18 paesi concorrenti esterni alla UEM. I dati per l'ultimo trimestre sono in parte stimati. – (2) Gli indicatori di competitività globale rappresentano una media ponderata della competitività all'importazione, che coglie l'abilità di misurarsi sul mercato domestico con le produzioni importate, e la competitività all'esportazione, che misura la capacità di un paese di competere con gli altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali (per la metodologia, cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *New indicators to assess price-competitiveness developments in the four largest euro-area countries and in their main trading partners*, "Journal of Economic and Social Measurement", 41, 3, 2016, pp. 203-235, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 280, 2015). – (3) L'indicatore di competitività all'esportazione può essere scomposto nei due indicatori calcolati rispettivamente sui soli mercati dell'area dell'euro e sui soli mercati esterni all'area (per i dettagli della scomposizione, cfr. A. Felettigh e C. Giordano, *A novel three-market view of price competitiveness*, "Journal of Economic and Social Measurement", 44, 2-3, 2019, pp. 89-116, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 447, 2018).

Le esportazioni e le importazioni

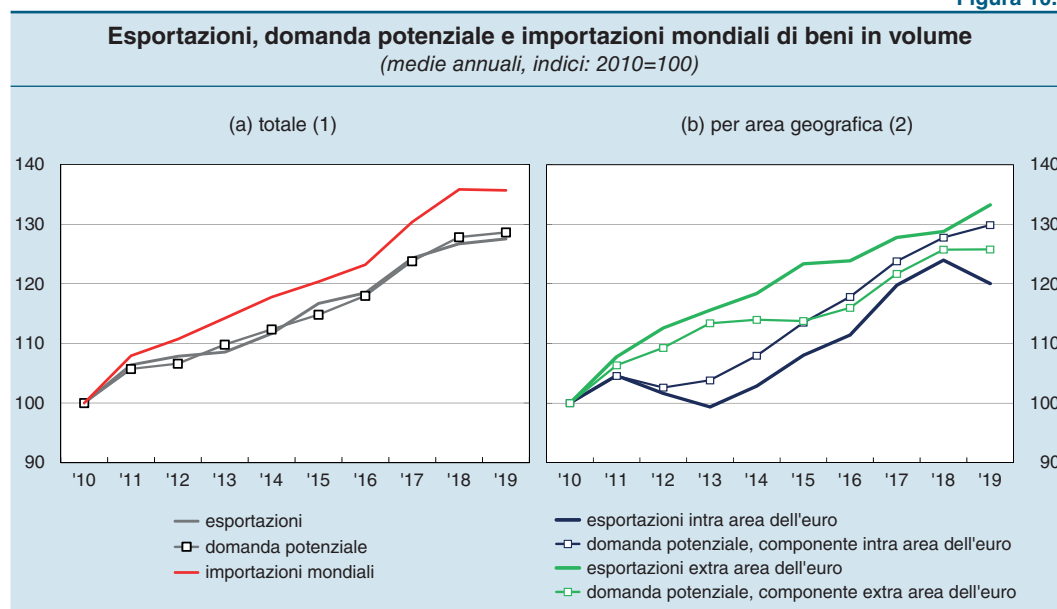
Le esportazioni. – Nel 2019 le esportazioni di beni e servizi sono cresciute dell'1,2 per cento in volume, segnando un rallentamento rispetto all'anno precedente, ma espandendosi comunque più del commercio mondiale.

¹ Per la metodologia, che utilizza cinque misure basate su diversi indicatori di prezzo e di costo, cfr. C. Giordano, *An update of the Bank of Italy methodology underlying the estimation of price-competitiveness misalignments*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 556, 2020.

² La competitività di prezzo globale riflette sia la competitività all'esportazione sia quella all'importazione, che coglie la capacità di misurarsi sul mercato interno con le produzioni importate.

Le vendite di beni sono aumentate dello 0,7 per cento, in linea con la dinamica della domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco (fig. 10.2.a). Si sono contratte le esportazioni verso l'area dell'euro, mentre quelle verso il resto del mondo hanno accelerato, crescendo ben al di sopra della corrispondente domanda (fig. 10.2.b), sulla spinta del marcato miglioramento della competitività di prezzo.

Figura 10.2



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Istat.

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

Le vendite italiane nell'area dell'euro hanno risentito soprattutto del calo della domanda tedesca, legato in parte alla crisi del settore automobilistico e, più in generale, all'indebolimento della manifattura del nostro principale partner commerciale. La Germania attiva, direttamente e indirettamente attraverso l'integrazione produttiva delle imprese italiane nelle catene globali del valore, circa il 16 per cento delle esportazioni complessive dell'Italia, il 38 per cento di quelle sui soli mercati dell'area dell'euro.

Tra le maggiori economie non appartenenti alla UEM, le vendite di beni sono diminuite in Cina, sebbene meno che nel 2018, e sono invece state particolarmente sostenute in Svizzera e in Giappone; in quest'ultimo paese le esportazioni hanno beneficiato dell'accordo commerciale con l'Unione europea in vigore da febbraio dello scorso anno. Sono aumentate nuovamente le vendite nel Regno Unito; secondo nostre stime, l'impatto sull'economia italiana dell'uscita di questo Stato dalla UE (Brexit) sarà più contenuto rispetto a quello sugli altri paesi europei (cfr. il riquadro: *Protezionismo e catene globali del valore: un'analisi degli effetti della Brexit*). Sono cresciute, seppur rallentando, anche le esportazioni negli Stati Uniti, nonostante l'introduzione nello scorso ottobre di nuovi dazi compensativi su una lista di prodotti importati dalla UE, a seguito della sentenza dell'Organizzazione mondiale del commercio che ha dichiarato gli aiuti governativi europei alla società Airbus lesivi per l'industria statunitense. Per l'Italia queste misure si concentrano su alcuni beni agroalimentari e incidono su meno dello 0,1 per cento delle esportazioni complessive di beni.

PROTEZIONISMO E CATENE GLOBALI DEL VALORE: UN'ANALISI DEGLI EFFETTI DELLA BREXIT

Le catene globali del valore amplificano gli effetti dell'innalzamento delle barriere commerciali tra paesi, poiché i costi che ne derivano si sommano ogni volta che i beni intermedi attraversano le frontiere dei diversi paesi coinvolti nella loro produzione.

Per indagare questi meccanismi è possibile applicare un modello di equilibrio economico generale alla valutazione dell'impatto macroeconomico della Brexit sull'Unione europea e sul Regno Unito, tenendo conto dei legami produttivi tra paesi e settori¹. Il modello fornisce stime degli effetti che si manifestano attraverso il canale degli scambi internazionali e non di quelli possibili derivanti da cambiamenti del clima di fiducia di famiglie e imprese e delle loro condizioni di finanziamento.

Data l'attuale incertezza sul futuro assetto delle relazioni commerciali tra le due aree, si sono ipotizzati diversi scenari: (a) un accordo di libero scambio che esclude l'imposizione di dazi, ma non evita un inasprimento delle barriere non tariffarie; (b) il mancato raggiungimento di un accordo e l'imposizione nell'interscambio bilaterale degli stessi dazi applicati dalla UE ai paesi con i quali non sono in vigore specifici accordi commerciali, in base alla "clausola della nazione più favorita" dell'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO); (c) una variante del precedente scenario, in cui, in linea con quanto annunciato dal governo nel marzo 2019, il Regno Unito rimuove unilateralmente i suoi dazi sulla maggioranza dei prodotti importati, introducendone solo su specifici beni manifatturieri (tra cui gli autoveicoli) e su alcune produzioni agricole.

Il volume complessivo di esportazioni di beni e servizi si ridurrebbe del 2 per cento per la UE e del 13,3 per il Regno Unito nel primo scenario, del 2,6 e del 19,3 per cento nel secondo, marginalmente meno nel terzo (tavola).

Tavola

Stime dell'impatto della Brexit su alcuni aggregati macroeconomici (1) (variazioni percentuali)						
VOCI	UE27			Regno Unito		
	Accordo di libero scambio	Scenario WTO	Scenario WTO alternativo	Accordo di libero scambio	Scenario WTO	Scenario WTO alternativo
Esportazioni	-2,0	-2,6	-2,5	-13,3	-19,3	-18,0
Importazioni	-2,1	-2,9	-2,8	-15,9	-21,4	-19,0
Reddito disponibile	-0,4	-0,6	-0,5	-2,1	-3,1	-2,8
PIL nominale	-0,4	-0,6	-0,6	-1,8	-2,4	-2,7
Indice dei prezzi (2)	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,7	0,1

Fonte: elaborazioni su dati World Input-Output Database; WTO, Integrated Data Base; International Trade Centre, *Market Access Map*; Comtrade; G. Felbermayr, J. Gröschl e I. Heiland, *The European Union in turmoil: a general equilibrium analysis of trade and welfare effects*, mimeo, 2017.

(1) Le variazioni delle esportazioni, delle importazioni e del reddito disponibile delle famiglie sono calcolate a prezzi costanti. –

(2) Indice armonizzato dei prezzi al consumo.

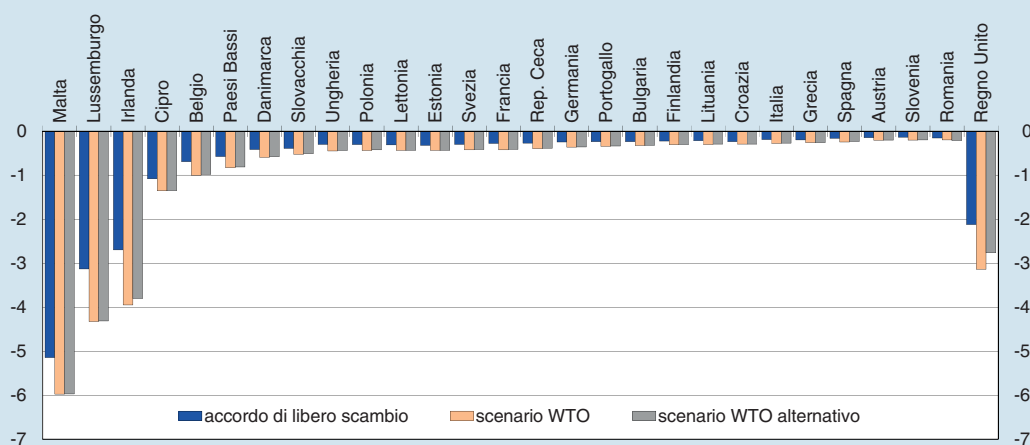
¹ R. Cappariello, S. Franco-Bedoya, V. Gunnella e G. Ottaviano, *Rising protectionism and global value chains: quantifying the general equilibrium effects*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1263, 2020.

La contrazione degli scambi si assocerebbe a un calo del reddito disponibile reale delle famiglie piuttosto modesto per la UE (tra lo 0,4 e lo 0,6 per cento), più severo per il Regno Unito (tra il 2,1 e il 3,1 per cento).

In tutti gli scenari la riduzione del reddito disponibile sarebbe eterogenea tra le economie della UE: per i quattro maggiori paesi sarebbe molto contenuta anche in caso di mancato accordo; per l'Italia si collocherebbe intorno allo 0,3 per cento, con variazioni trascurabili fra i tre scenari. Per alcuni paesi – Malta, Lussemburgo e Irlanda – la flessione sarebbe più marcata e maggiore di quella stimata per il Regno Unito, a causa di una limitata diversificazione geografica dei loro legami commerciali e di un intenso interscambio con il Regno Unito in prodotti caratterizzati da un'elevata elasticità di prezzo, come i servizi (figura).

Figura

Impatto della Brexit sul reddito disponibile delle famiglie in ciascun paese (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati World Input-Output Database; WTO, Integrated Data Base; International Trade Centre, *Market Access Map*; Comtrade; G. Felbermayr, J. Gröschl e I. Heiland, 2017, op. cit.
(1) A prezzi costanti.

L'analisi dimostra la rilevanza delle catene globali del valore nell'aumentare i costi del protezionismo. La presenza di una stretta interconnessione produttiva tra il Regno Unito e il resto della UE amplifica gli effetti macroeconomici della Brexit connessi con il peggioramento degli scambi commerciali. Nell'ipotesi di assenza di flussi bilaterali di prodotti intermedi tra le due aree, la stima del calo del reddito risulterebbe ridimensionata in tutti gli scenari; in particolare, in caso di mancato accordo la contrazione risulterebbe dimezzata sia per la UE (dal -0,6 a -0,3 per cento) sia per il Regno Unito (dal -3,1 a -1,6 per cento).

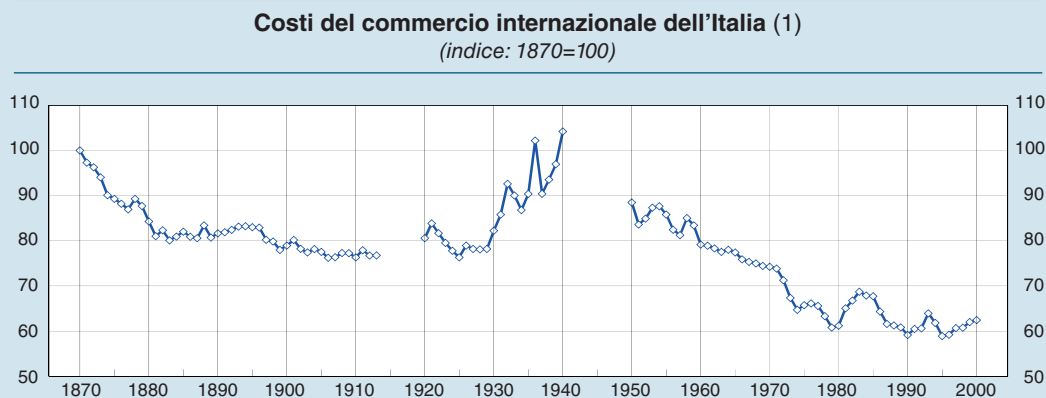
Restano tuttavia rilevanti i rischi che potrebbero derivare da un inasprimento delle barriere commerciali a livello globale; la storia postunitaria italiana documenta i benefici economici connessi con il diverso grado di apertura commerciale del nostro paese (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle barriere agli scambi commerciali nella storia italiana*).

GLI EFFETTI DELLE BARRIERE AGLI SCAMBI COMMERCIALI NELLA STORIA ITALIANA

Negli ultimi anni gli Stati Uniti hanno adottato un insieme di misure di restrizione alle importazioni che non ha precedenti nel secondo dopoguerra per numerosità dei paesi coinvolti e per entità di incremento dei dazi. I partner commerciali colpiti da queste misure hanno reagito aumentando a loro volta i dazi su una quota significativa di esportazioni statunitensi¹. Il principale rischio connesso con provvedimenti unilaterali di innalzamento delle barriere doganali è quello di innescare un progressivo deterioramento delle relazioni commerciali internazionali basato sulla ritorsione. Tale processo può produrre rilevanti effetti economici negativi, come emerge anche dalla storia economica italiana.

Un recente lavoro² ha quantificato l'intensità e gli effetti delle barriere al commercio con l'estero per l'Italia tra il 1870 e il 2000 utilizzando un indice di "costi commerciali" (figura A). L'indice è una misura sintetica dell'ampio spettro di costi che ostacolano gli scambi internazionali (dazi, barriere non tariffarie, oneri amministrativi).

Figura A



Fonte: elaborazioni su dati tratti da D.S. Jacks, C.M. Meissner e D. Novy, *Trade booms, trade busts, and trade costs*, "Journal of International Economics", 83, 2, 2011, pp. 185-201.

(1) L'indice è una media geometrica dei costi di commercio bilaterale ed è ottenuto in modo residuale da una *gravity equation*: la dinamica degli scambi non spiegata dall'interazione tra i redditi nazionali di due paesi è riconducibile alla variazione nei costi di commercio bilaterale. L'indice è calcolato con riferimento a undici partner commerciali dell'Italia (Austria, Belgio, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Norvegia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svizzera).

A partire dal 1870 gli ostacoli al commercio con l'estero si sono ridotti rapidamente (come risultato della diminuzione dei costi di trasporto e della politica di apertura agli scambi adottata in Italia dopo l'Unità), sino alla svolta protezionistica degli anni ottanta dell'Ottocento. L'incremento dei costi che ne è conseguito è stato mitigato dalla sottoscrizione di numerosi accordi bilaterali di commercio che, nel decennio successivo, hanno favorito la ripresa di un trend discendente, proseguito

¹ P.D. Fajgelbaum, P.K. Goldberg, P.J. Kennedy e A.K. Khandelwal, *The return to protectionism*, "The Quarterly Journal of Economics", 135, 1, 2020, pp. 1-55. Cfr. anche il riquadro: *Le recenti tensioni commerciali e le loro implicazioni* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2018; R. Cappariello e M. Mancini, *US trade policy in numbers: how exposed is the EU?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 528, 2019.

² M. Gomellini, *Breve storia delle barriere agli scambi in Italia*, Banca d'Italia, Quaderni di storia economica, di prossima pubblicazione.

fino alla prima guerra mondiale. Tra la metà degli anni venti del Novecento e il secondo conflitto mondiale, in un contesto di crescente protezionismo nazionale e internazionale, i costi sono tornati ad aumentare annullando per intero la flessione registrata in precedenza. Dagli anni cinquanta si è assistito a un deciso abbattimento delle barriere al commercio per effetto degli accordi multilaterali e dei trattati di libero scambio (in particolare il *General Agreement on Tariffs and Trade* e il trattato istitutivo della Comunità economica europea).

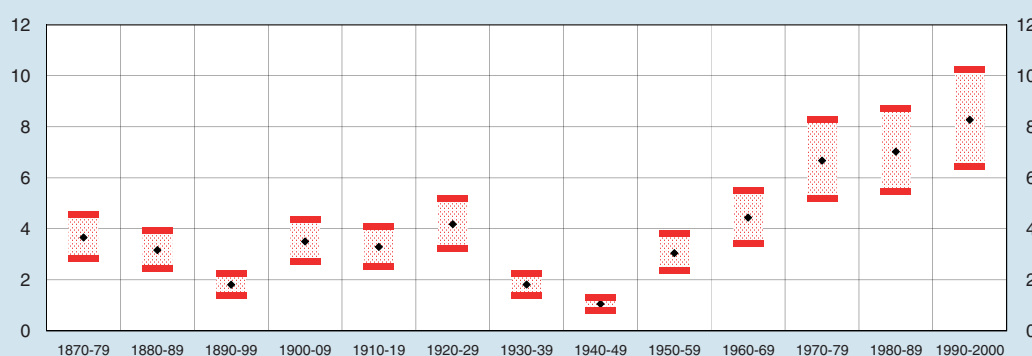
Al graduale smantellamento degli ostacoli al commercio, pur interrottosi tra le due guerre, si può imputare complessivamente circa il 40 per cento della crescita degli scambi bilaterali dell'Italia con i paesi partner considerati nell'analisi. Il protezionismo diffuso che ha prevalso tra la metà degli anni venti e la fine degli anni trenta ha inciso assai negativamente: si è calcolato che in sua assenza il volume del commercio italiano sarebbe potuto quasi raddoppiare nel periodo (si è invece dimezzato).

La contrazione degli scambi a seguito di politiche protezionistiche, oltre a ridurre le esportazioni, priva l'economia di importanti benefici derivanti ad esempio dalla diminuzione dei prezzi e dagli aumenti della produttività promossi dalla concorrenza estera. Gli effetti negativi che ne risultano possono essere acuti nei paesi, come il nostro, caratterizzati anche da una limitata dotazione di risorse naturali.

I benefici del commercio per l'Italia sono stati stimati con un esercizio controfattuale, utilizzando una statistica basata su due parametri: la quota di spesa nazionale in beni importati e l'elasticità degli scambi ai costi commerciali³. In questo esercizio il complesso dei benefici è misurato dalla differenza, espressa in termini di PIL, tra la situazione di apertura commerciale in essere e un ipotetico regime di autarchia. I risultati ottenuti indicano che tra il 1870 e la prima parte del

Figura B

Benefici degli scambi con l'estero (1)
(punti percentuali di PIL)



Fonte: per il PIL, A. Baffigi, *Il PIL per la storia d'Italia*, Collana storica della Banca d'Italia, Marsilio, 2015.

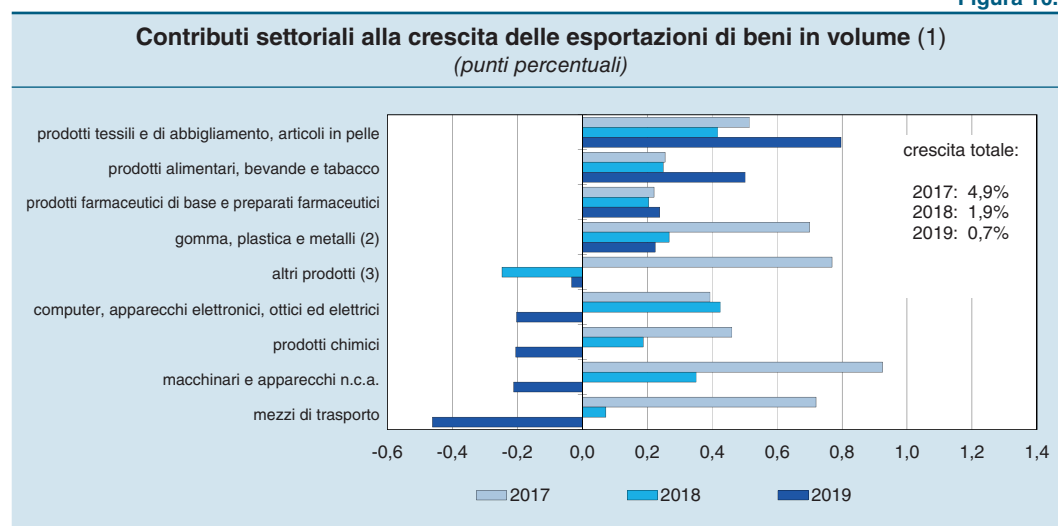
(1) Medie decennali. I punti in nero rappresentano i valori centrali ottenuti con diverse stime, le barre in rosso individuano i valori minimi e massimi.

³ C. Arkolakis, A. Costinot e A. Rodríguez-Clare, *New trade models, same old gains?*, "The American Economic Review", 102, 1, 2012, pp. 94-130. Cfr. anche G. Federico e A. Tena-Junguito, *A tale of two globalizations: gains from trade and openness 1800-2010*, "Review of World Economics", 153, 3, 2017, pp. 601-626.

Novecento i benefici valutati a livello annuale sono stati equivalenti in media a meno di quattro punti percentuali di prodotto (figura B); nella seconda metà del secolo sono aumentati, fino a raggiungere circa otto punti percentuali di PIL nel 2000.

Tra i principali settori, un forte stimolo alla dinamica delle esportazioni è derivato anche nel 2019 dalla filiera della moda e dall'industria alimentare (fig. 10.3); in misura minore vi hanno contribuito il settore farmaceutico³ e il comparto di gomma, plastica e metalli. Vi si è contrapposta la flessione delle vendite di macchinari, legata al rallentamento del ciclo mondiale degli investimenti (connesso anche con le tensioni protezionistiche) e all'indebolimento dell'industria tedesca; ha inoltre pesato fortemente il calo delle esportazioni di autoveicoli, in parte imputabile all'introduzione della nuova normativa europea sulle emissioni inquinanti.

Figura 10.3



Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale.

(1) I settori sono elencati in ordine decrescente secondo il loro contributo alla crescita totale nel 2019. – (2) Include la gomma, la plastica, i prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, i metalli e i prodotti in metallo, esclusi le macchine e gli impianti. – (3) Questa voce residuale include i manufatti non menzionati nelle altre voci, i prodotti agricoli, i beni dell'industria estrattiva e i restanti prodotti.

Nel 2019 la quota dell'Italia sulle importazioni mondiali di beni si è confermata al 2,8 per cento a prezzi e cambi correnti (2,7 a valori costanti), sostanzialmente in linea con i livelli osservati dall'inizio del decennio. La quota sul mercato dell'area è rimasta all'incirca stabile rispetto al 2018 (5,0 per cento a prezzi e cambi correnti; 4,9 a valori costanti).

Le importazioni. – Le importazioni di beni e servizi dell'Italia sono diminuite in volume dello 0,4 per cento, per effetto della flessione degli acquisti di merci, in particolare dalla Germania.

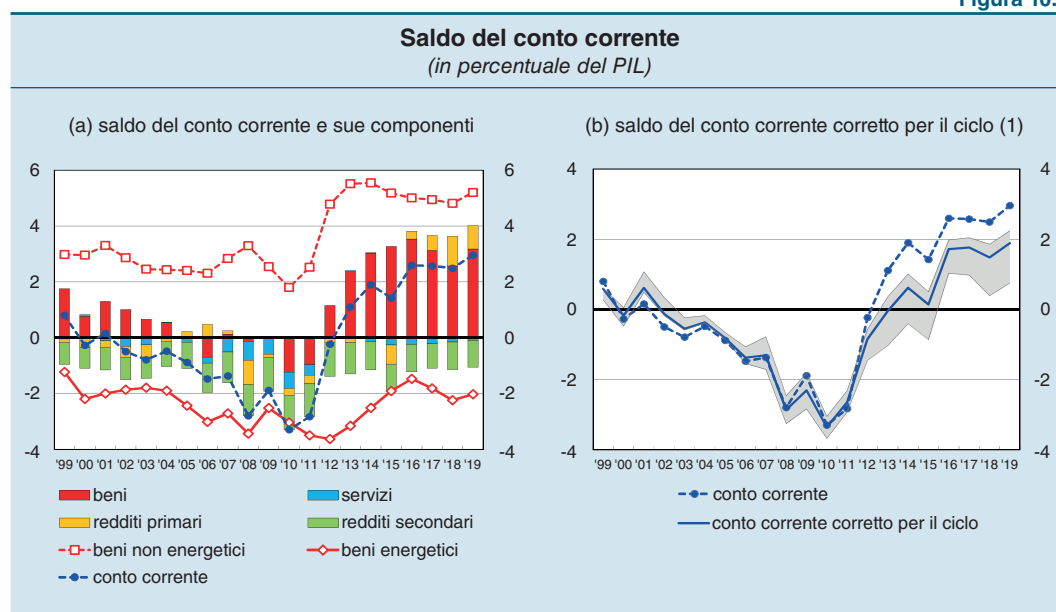
³ L'apporto positivo del comparto farmaceutico risulta più pronunciato secondo i dati di commercio estero, che includono – a differenza di quelli di contabilità nazionale – anche le merci esportate per attività di *processing*, ossia di lavorazioni per conto terzi che non implicano un passaggio di proprietà del bene tra il committente (in questo caso estero) e il contoterzista italiano. Tale attività è fortemente aumentata negli ultimi anni (cfr. G. Allione, R. Bronzini e C. Giordano, *Il recente andamento delle esportazioni del settore farmaceutico in Italia e nel Lazio*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione).

Ha pesato soprattutto la riduzione delle importazioni di autoveicoli e di prodotti petroliferi raffinati. Essa ha più che controbilanciato l'apporto positivo derivante dall'agricoltura, dalla filiera della moda e dal comparto farmaceutico, i cui acquisti dall'estero sono in parte destinati alla produzione di medicinali per l'esportazione.

La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero

Il conto corrente. – Nel 2019 l'avanzo di conto corrente ha raggiunto i 52,9 miliardi di euro, pari al 3,0 per cento del PIL, il valore più alto dall'avvio della UEM (fig. 10.4.a e tav. 10.1). Secondo nostre stime che tengono conto dello scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*) in Italia e nei suoi principali partner, nonché delle elasticità di esportazioni e importazioni alle diverse componenti della domanda, il saldo è cresciuto anche al netto degli effetti del ciclo economico, a circa l'1,9 per cento del prodotto (fig. 10.4.b).

Figura 10.4



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. Felettigh, *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.

L'ampliamento del surplus di conto corrente ha riflesso l'incremento dell'avanzo mercantile (a 56,9 miliardi) e, in misura minore, la riduzione del deficit dei servizi (a 1,8 miliardi), su cui ha inciso un'ulteriore espansione del saldo della bilancia turistica, in attivo per un punto percentuale di PIL. La spesa dei viaggiatori stranieri in Italia, trainata dai turisti europei e del Nord America, è aumentata del 6,2 per cento a prezzi correnti; è cresciuta sia la spesa per vacanze, soprattutto balneari e in montagna, sia quella per viaggi d'affari. Si è invece lievemente ampliato il disavanzo dei trasporti (a 9,8 miliardi), riflettendo l'andamento dei trasporti passeggeri per via aerea.

Dopo tre anni di aumento, l'avanzo dei redditi primari si è ridotto, a 14,9 miliardi, per effetto della componente dei redditi da capitale e in particolare da titoli di

portafoglio, passati da un surplus di 2,1 miliardi nel 2018 a un deficit di 3,1 miliardi. L'incremento dei pagamenti di dividendi ai non residenti e la flessione degli utili reinvestiti da parte dei fondi comuni di investimento esteri⁴ hanno infatti più che compensato l'effetto positivo derivante dal miglioramento della posizione debitoria netta sull'estero del nostro paese. Il disavanzo dei redditi secondari è lievemente diminuito (a 17,0 miliardi).

Tavola 10.1

Bilancia dei pagamenti (1) (saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2016	2017	2018	2019	2019 gen.-mar.	2020 gen.-mar.
Conto corrente	44,0	44,7	44,0	52,9	3,8	8,6
in percentuale del PIL	2,6	2,6	2,5	3,0		
Merci	60,0	54,4	45,4	56,9	9,7	15,1
prodotti non energetici (2)	84,9	85,9	85,0	93,0	19,2	22,6
prodotti energetici (2)	-25,0	-31,5	-39,5	-36,1	-9,6	-7,5
Servizi	-4,1	-3,8	-2,7	-1,8	-3,7	-4,4
di cui: trasporti	-8,4	-9,2	-9,5	-9,8	-2,5	-2,1
viaggi	13,8	14,6	16,2	17,2	1,3	0,5
Redditi primari	4,8	9,3	18,8	14,9	4,8	3,9
Redditi secondari	-16,7	-15,1	-17,5	-17,0	-6,9	-6,0
Conto capitale	-2,6	1,0	-0,6	-1,9	-0,2	-0,5
Conto finanziario (3)	32,7	47,6	30,4	46,1	1,1	-0,7
Investimenti diretti	-11,1	0,4	-0,2	-1,5	2,3	7,1
italiani all'estero	12,2	10,9	33,7	24,6	12,1	7,4
esteri in Italia	23,3	10,5	33,9	26,1	9,8	0,3
Investimenti di portafoglio	139,9	84,1	119,9	-50,6	-21,0	32,0
attività: azioni e fondi comuni (4)	44,5	85,8	28,6	36,7	-3,7	-9,8
attività: titoli di debito (4)	22,7	29,3	17,0	30,7	1,9	4,2
passività: azioni e fondi comuni (4)	-0,5	17,8	-4,8	14,7	0,8	-6,8
passività: titoli di debito (4)	-72,3	13,1	-69,5	103,4	18,4	-30,8
Derivati	-3,3	-7,2	-2,7	2,5	0,4	-1,1
Altri investimenti	-91,6	-32,3	-89,3	92,4	18,7	-39,3
Variazione delle riserve ufficiali	-1,2	2,7	2,6	3,2	0,7	0,6
Errori e omissioni	-8,6	2,0	-13,0	-4,9	-2,5	-8,8

Fonte: per il PIL, Istat.
 (1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero*.
 Per i mesi di gennaio, febbraio e marzo 2020, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) A partire dall'adozione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 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). – (4) Attività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte dei residenti di titoli emessi da non residenti; passività: acquisti netti (vendite nette nel caso di segno negativo) da parte di non residenti di titoli emessi da residenti.

⁴ Per questa componente i dati per il 2019 non sono strettamente confrontabili con quelli degli anni precedenti, in quanto la sua stima utilizza le informazioni raccolte dal Sistema europeo di banche centrali nel Centralised Securities Database, che nel dicembre 2018 ha introdotto una innovazione nelle fonti utilizzate, includendo informazioni trasmesse dalle banche centrali nazionali anziché quelle fornite dai provider commerciali.

Il conto finanziario. – Nel 2019 gli investimenti di portafoglio all'estero hanno raggiunto i 67,4 miliardi, segnando un deciso rialzo rispetto al 2018, in parte legato alla ricerca di diversificazione di portafoglio connessa con la riduzione dei rendimenti sui titoli italiani dalla metà dello scorso anno. I residenti hanno acquistato quote di fondi comuni esteri (per 39,3 miliardi, ascrivibili in larga parte alle famiglie) e strumenti di debito (per 30,7 miliardi), principalmente titoli pubblici.

Secondo dati ancora provvisori, gli investimenti diretti all'estero (24,6 miliardi) sono stati inferiori al valore del 2018, pur rimanendo ben al di sopra di quelli degli ultimi otto anni. Sono aumentati i prestiti intrasocietari, a fronte di una flessione della componente azionaria.

Dal lato delle passività, nel 2019 gli investitori non residenti hanno ripreso ad acquistare titoli di portafoglio italiani, per un valore storicamente elevato, pari a 118,1 miliardi. Gli investimenti in titoli pubblici hanno raggiunto gli 83,9 miliardi, più che compensando le vendite registrate nel 2018 e segnando il livello più alto, in percentuale del PIL, dell'ultimo decennio; gli acquisti hanno plausibilmente riflesso le condizioni monetarie accomodanti nell'area dell'euro e il raggiungimento di un accordo tra l'Italia e le autorità europee in tema di politica di bilancio. È cresciuta, seppure in misura minore, l'esposizione estera in obbligazioni del settore privato (in particolare di quello bancario), in azioni e in quote di fondi comuni di investimento.

Sulla base di dati provvisori, anche gli investimenti diretti esteri in Italia (26,1 miliardi, pari all'1,5 per cento del PIL) sono stati inferiori rispetto a quelli del 2018, malgrado il deciso aumento dei prestiti intrasocietari.

Tavola 10.2

Variazioni del saldo TARGET2 e relazione con le altre voci di bilancia dei pagamenti (1) (miliardi di euro)										
PERIODO	Saldo TARGET2 (fine mese)	Variazione saldo TARGET2	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)
2019	-439	43	84	23	11	-58	-48	51	-1	67
2019 - 1° trim.	-475	7	17	1	..	-5	-18	4	-12	-2
2° trim.	-448	27	34	9	..	-20	-3	12	-1	7
3° trim.	-468	-20	22	4	6	-40	-27	16	-3	27
4° trim.	-439	29	10	9	4	7	1	19	15	36
2020 - 1° trim.	-492	-52	-26	-11	..	-24	15	8	-5	-6
apr.	-513	-21	....	....	....	....	....	....	....	....

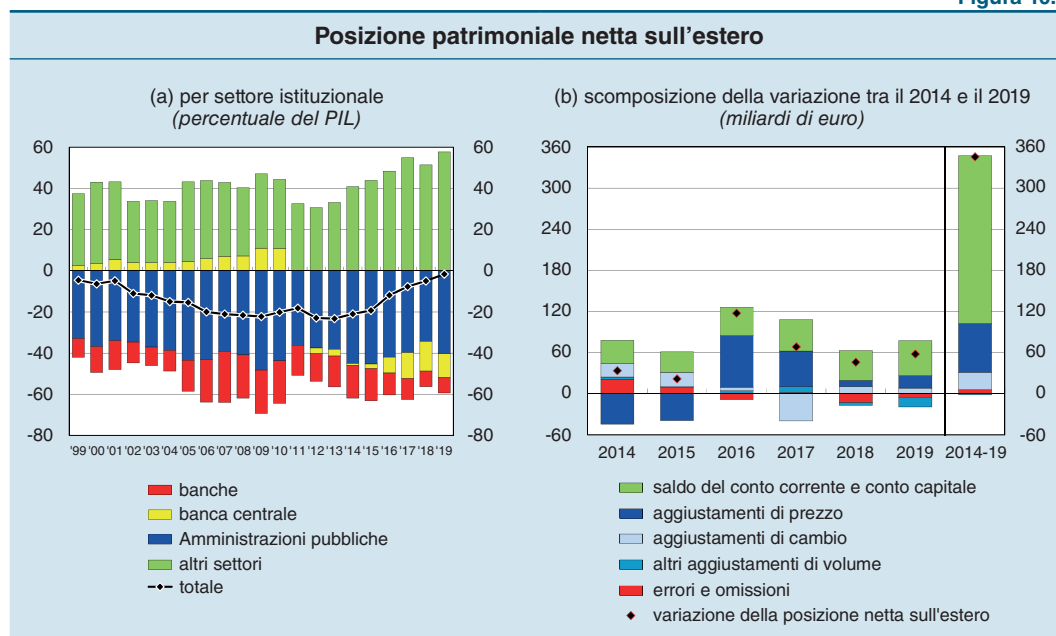
(1) Un valore negativo della variazione del saldo TARGET2 indica un aumento delle passività della Banca d'Italia su TARGET2. Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e saldo TARGET2*. Per ulteriori informazioni, cfr. *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*, Banca d'Italia, Statistiche, 19 febbraio 2019. Per il 1° trimestre 2020 dati provvisori. – (2) Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni.

La raccolta netta all'estero delle banche italiane per prestiti e depositi, inclusa la componente intermediata da controparti centrali residenti, è diminuita di 58,1 miliardi (tav. 10.2), nonostante una ripresa che si è verificata nella parte finale dell'anno, in relazione all'avvio del nuovo sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve bancarie dell'Eurosistema (*two-tier system*)⁵.

Nel complesso del 2019 il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema di pagamenti europeo TARGET2 si è ridotto di 42,5 miliardi, per effetto dei considerevoli afflussi di capitali; la diminuzione è stata particolarmente marcata nel bimestre ottobre-novembre, a seguito dell'introduzione del *two-tier system*, che ha reso conveniente una redistribuzione della liquidità tra banche e sistemi bancari nazionali, determinando un movimento di fondi verso gli intermediari italiani.

La posizione patrimoniale sull'estero. – A dicembre del 2019 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era negativa per 29,7 miliardi, pari all'1,7 per cento del PIL (fig. 10.5.a)⁶. Il miglioramento (di 58,0 miliardi) rispetto all'anno precedente, che ha portato la correzione complessiva dal 2013 a quasi 22 punti percentuali di prodotto (fig. 10.5.b), è stato ancora determinato dall'avanzo di conto corrente, cui si è aggiunto il contributo positivo degli aggiustamenti di valutazione. Le variazioni dei prezzi di mercato dei titoli di portafoglio sono state ingenti, in particolare dal lato delle attività, in connessione con l'andamento favorevole dei mercati azionari internazionali.

Figura 10.5



Fonte: per il PIL, Istat.

⁵ A. Secchi, *A two-tier system for remunerating banks' excess liquidity in the euro area: aims and possible side effects*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 534, 2019.

⁶ Nel 2019 sono state effettuate alcune revisioni metodologiche, in particolare per la compilazione delle attività detenute dalle famiglie all'estero, che beneficia di una nuova fonte informativa esterna, e delle passività dei fondi comuni italiani, ora calcolate sulla base di specifiche segnalazioni provenienti dalle società di gestione del risparmio; l'effetto complessivo di tali revisioni è stato di peggiorare il saldo, rispetto ai dati diffusi in precedenza, di circa due punti percentuali di PIL.

Gli andamenti nei primi mesi del 2020

La progressiva diffusione dell'epidemia di Covid-19 ha avuto un significativo impatto sull'interscambio di beni e servizi dell'Italia.

Nel bimestre gennaio-febbraio, malgrado la forte flessione delle esportazioni verso la Cina a seguito delle misure di contenimento dell'emergenza sanitaria lì adottate, le vendite italiane di beni, valutate a prezzi correnti e corrette per la stagionalità, sono moderatamente aumentate rispetto all'ultimo trimestre dello scorso anno⁷, sostenute in parte dal nuovo modesto miglioramento della competitività di prezzo (cfr. fig. 10.1.a). Gli acquisti dall'estero sono cresciuti a un tasso lievemente inferiore.

In marzo invece le esportazioni e le importazioni di merci si sono entrambe ridotte drasticamente. Nel confronto con lo stesso mese del 2019, il calo delle vendite estere ha riguardato tutti i principali mercati di sbocco, ad eccezione del Belgio e degli Stati Uniti, e gran parte dei settori di attività economica, ad esclusione delle industrie alimentari, chimico-farmaceutiche e della carta. La flessione delle importazioni ha interessato i maggiori partner commerciali dell'Italia e tutti i principali prodotti tranne quelli alimentari e farmaceutici.

Nel complesso del trimestre la contrazione delle esportazioni di beni destagionalizzate in valore è stata del 4,1 per cento sul periodo precedente; quella delle importazioni del 5,1 per cento.

Nelle sue fasi iniziali la propagazione dell'epidemia in Cina ha reso più difficile l'acquisto di input da parte delle imprese italiane, che importano quasi il 6 per cento dei loro beni intermedi da questa economia. La produzione delle aziende esportatrici ha poi fortemente risentito della sospensione delle attività ritenute non essenziali, prevista dal DPCM del 22 marzo 2020, successivamente modificato dal decreto del Ministero dello Sviluppo economico del 25 marzo 2020. Secondo nostre stime, che tengono conto anche delle relazioni intersettoriali lungo le filiere produttive domestiche e internazionali, i rami produttivi non essenziali rappresentano circa il 60 per cento delle vendite estere complessive dell'Italia e il 42 per cento degli acquisti dall'estero per usi intermedi. Per effetto della sola sospensione della produzione nell'ultima settimana di marzo, nel primo trimestre del 2020 la crescita delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi in valore si sarebbe ridotta, rispettivamente, di 4,6 e di 2,3 punti percentuali rispetto a uno scenario di assenza di chiusura. Va però considerato che tali stime, da un lato, non includono l'ulteriore impatto negativo potenzialmente derivato dalle difficoltà di approvvigionamento delle imprese italiane a causa dell'interruzione delle attività produttive negli altri principali paesi partner e degli ostacoli alla circolazione delle merci emersi da marzo; dall'altro, non tengono conto della possibilità che alcune aziende abbiano anticipato le consegne all'estero, attingendo alle proprie scorte di prodotti finiti.

Dopo le valutazioni decisamente negative riportate dalle imprese manifatturiere già in marzo, in aprile l'indice ricavato dai sondaggi presso i responsabili degli acquisti

⁷ I dati sui flussi commerciali riferiti ai mesi a partire da febbraio 2020 sono parzialmente stimati in quanto una porzione delle imprese censite ha fatto ricorso alla possibilità di differire la trasmissione delle dichiarazioni relative all'interscambio con i partner della UE.

delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) sugli ordini esteri ha toccato il valore più basso dall'avvio della serie storica. Secondo le informazioni desunte dalla recente *Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus* della Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia di Covid-19 secondo le indagini presso le imprese* del capitolo 6), la contrazione della domanda estera conseguente all'epidemia, pur influenzando negativamente l'attività di tutti i comparti censiti, avrebbe inciso soprattutto sulle imprese della filiera della moda.

La diffusione dell'epidemia si è ripercossa sui flussi turistici internazionali già da febbraio. Sulla base di dati ancora provvisori, in febbraio e in marzo le entrate per viaggi nel nostro paese si sono ridotte, rispettivamente, del 13,2 e dell'81,4 per cento nel confronto con gli stessi mesi dello scorso anno. Secondo le rilevazioni di Eurocontrol⁸, in aprile e nella prima metà di maggio il traffico aereo complessivo si è contratto di circa il 93 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019.

L'incertezza sulla durata e sulla diffusione del contagio e delle misure di contrasto, anche nei paesi con cui l'Italia è fortemente integrata, rende difficile quantificare l'impatto della pandemia sul saldo del conto corrente nel complesso del 2020. Vi sarebbero verosimilmente effetti di segno opposto, che complessivamente potrebbero determinare un incremento dell'avanzo. Il saldo dei beni al netto di quelli energetici potrebbe migliorare a causa della contrazione della domanda interna. Il calo dei prezzi del petrolio, se persistente, comporterebbe una significativa riduzione del deficit dei prodotti energetici; in particolare, se i prezzi del greggio si stabilizzassero attorno alla media dei valori registrati dall'inizio dell'anno (circa 34 per cento in meno in euro rispetto al 2019), il disavanzo energetico migliorerebbe di 0,7 punti percentuali in rapporto al PIL, a parità di volumi importati. Tenendo conto inoltre della probabile flessione delle importazioni di prodotti energetici, anch'essa legata alla compressione della domanda interna, la diminuzione del deficit energetico risulterebbe ancora più significativa. Tra i servizi, il surplus della bilancia turistica subirebbe un peggioramento, soprattutto se l'emergenza sanitaria non fosse superata nella stagione estiva, in cui si concentra quasi la metà delle entrate turistiche; qualora si ipotizzasse il completo azzeramento dei flussi turistici internazionali la riduzione dell'avanzo di conto corrente sarebbe di un punto percentuale del prodotto. È infine ragionevole attendersi un calo del disavanzo sistematico dei trasporti, che nel 2019 rappresentava oltre mezzo punto percentuale del PIL, per la significativa flessione del traffico internazionale di passeggeri e dei volumi di merci trasportate.

Dopo gli acquisti nel bimestre gennaio-febbraio (26,2 miliardi), in marzo gli investitori esteri hanno effettuato vendite di titoli di portafoglio italiani per 63,8 miliardi, associate all'acuirsi delle turbolenze finanziarie, in seguito parzialmente rientrate. Secondo i dati di Emerging Portfolio Fund Research⁹, relativi al solo portafoglio di un campione di fondi internazionali, in aprile si sarebbero interrotti i disinvestimenti dai nostri titoli.

In marzo, dopo l'aumento registrato nei due mesi precedenti (pari a 26,7 miliardi), la raccolta netta all'estero delle banche italiane per prestiti e depositi è

⁸ Eurocontrol è l'organizzazione intergovernativa che coordina il traffico aereo a livello europeo; i suoi dati si riferiscono al traffico complessivo, nazionale e internazionale, di passeggeri e merci.

⁹ Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) è un provider di dati sulla raccolta e composizione di portafoglio dei principali fondi di investimento istituzionali e retail nel mondo.

diminuita di 50,4 miliardi, in relazione al ricorso degli intermediari alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*).

Dopo aver raggiunto alla fine di gennaio i 383 miliardi, il valore più basso dall'inizio del 2017, ed essersi mantenuto su livelli poco più alti alla fine di febbraio, da marzo il saldo passivo della Banca d'Italia su TARGET2 è aumentato significativamente, toccando i 492 miliardi alla fine del mese e i 513 miliardi alla fine di aprile (cfr. tav. 10.2). L'ampliamento del saldo debitorio si è associato all'incremento della liquidità immessa nel sistema finanziario per il tramite delle operazioni di rifinanziamento e dei programmi di acquisto di titoli dell'Eurosistema; dal lato della bilancia dei pagamenti (i cui dati sono disponibili per il solo mese di marzo), tale ampliamento ha riflesso la riduzione della raccolta netta all'estero delle banche italiane e le vendite di titoli di portafoglio italiani da parte dei non residenti, solo in minima parte compensate dai disinvestimenti da attività di portafoglio estere da parte dei residenti (pari a 10,3 miliardi).

11. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2019 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari all'1,6 per cento del prodotto; il miglioramento di 0,6 punti percentuali rispetto al 2018 è attribuibile in misura pressoché uguale alla minore spesa per interessi e all'aumento dell'avanzo primario, che ha raggiunto l'1,7 per cento del PIL. Il rapporto tra debito e prodotto è rimasto invariato, al 134,8 per cento. Lo scorso autunno il Governo programmava una graduale riduzione del peso del disavanzo e del debito sul PIL nel triennio 2020-22, fino all'1,4 e al 131,4 per cento, rispettivamente.

L'emergenza sanitaria ed economica ha modificato profondamente le prospettive di finanza pubblica per il 2020 e per gli anni futuri. Si sono resi indispensabili interventi di sostegno di ampia portata.

Nelle valutazioni ufficiali, il disavanzo del 2020 è previsto al 10,4 per cento del PIL e quello del 2021 al 5,7, rispettivamente circa otto e quattro punti percentuali più di quanto programmato nella scorsa sessione di bilancio. Nel complesso del biennio poco più della metà dell'incremento del disavanzo è conseguenza del marcato deterioramento del quadro macroeconomico. La parte restante riflette gli effetti sul bilancio pubblico dei provvedimenti che dal mese di marzo il Governo ha introdotto per rafforzare il sistema sanitario e per sostenere famiglie, lavoratori e imprese. Le misure approvate accrescono il disavanzo di circa 75 miliardi nel 2020 e poco più di 30 in media all'anno dal 2021.

Per evitare che la crisi possa pesare sulla capacità di accesso al credito da parte delle imprese è stato previsto – come nei principali paesi avanzati – un notevole rafforzamento del sistema delle garanzie pubbliche. L'ammontare di quelle complessivamente attivabili sulla base dei decreti legge approvati da marzo supera i 500 miliardi, circa sei volte il valore delle garanzie in essere alla fine del 2019. L'incertezza sulla situazione economica può comportare in prospettiva la possibilità di dover fronteggiare esborsi significativi, seppure distribuiti su più esercizi, a causa dell'escussione di una quota delle garanzie concesse.

La forte caduta attesa del prodotto e il più elevato fabbisogno influiranno sul rapporto tra il debito e il PIL che, nelle previsioni ufficiali, cresce di oltre 20 punti percentuali quest'anno, raggiungendo il 155,7 per cento. L'effetto meccanico del calo del denominatore spiega circa metà di questo aumento. Nel 2021 il peso del debito diminuirebbe grazie alla ripresa economica, i cui effetti più che compenserebbero quello del disavanzo.

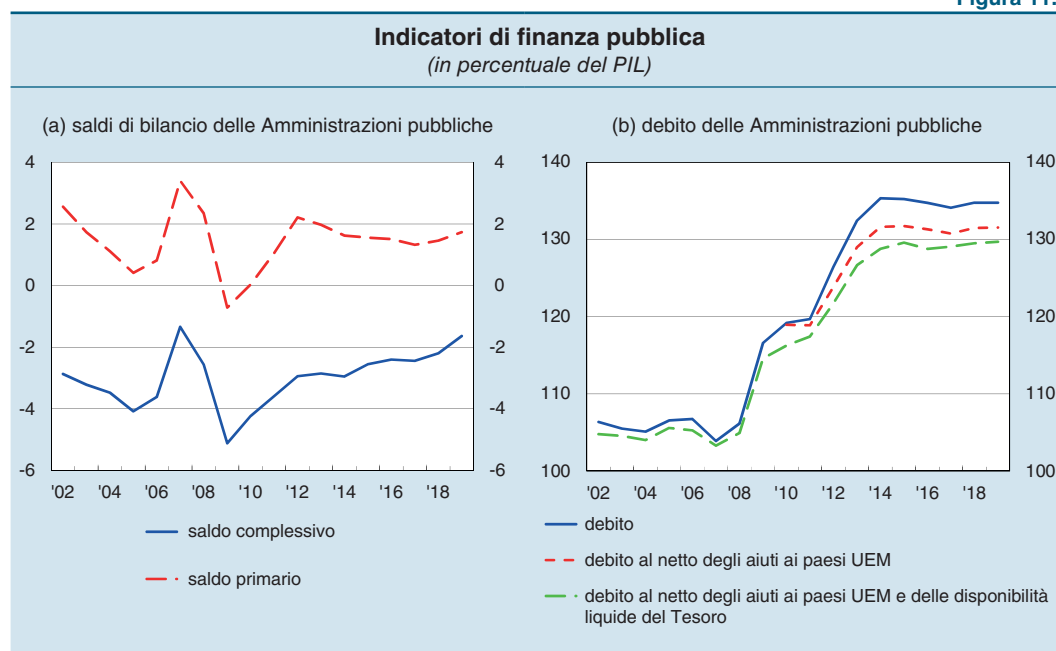
Nel *Documento di economia e finanza 2020* dello scorso aprile, il Governo ha indicato che per ridurre tali elevati livelli di debito sarà necessaria un'azione di risanamento pluriennale basata non solo su un bilancio primario in surplus, ma anche su costi di finanziamento contenuti e su una crescita economica più elevata.

La finanza pubblica nel 2019

L'indebitamento netto: obiettivi e risultati. – Alla fine del 2018, anche in seguito all'interlocuzione con la Commissione europea (cfr. il riquadro: *Il ciclo di bilancio nel contesto del semestre europeo* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2018), il Governo aveva fissato per il 2019 un obiettivo per l'indebitamento netto pari al 2,0 per cento del PIL. Il *Documento di economia e finanza 2019* dell'aprile successivo rivedeva tale livello al 2,4 per cento, a causa di un andamento dell'economia più debole del previsto. Durante l'estate, dopo la comunicazione da parte della Commissione in cui si riteneva giustificata l'apertura di una Procedura per disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia per il mancato rispetto della regola del debito, il Governo riportava l'obiettivo di disavanzo al 2,0 per cento del PIL, anche per effetto di un decreto correttivo (DL 61/2019, convertito dalla L. 85/2019; cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di bilancio e le valutazioni della Commissione europea*, in *Bollettino economico*, 3, 2019)¹. Lo scorso autunno, con la *Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza*, la stima del disavanzo per il 2019 veniva rivista al 2,2 per cento, scontando un minore avanzo primario solo parzialmente compensato da una più favorevole dinamica della spesa per interessi.

A consuntivo l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2019 è risultato pari all'1,6 per cento del prodotto, in miglioramento di 0,6 punti percentuali nel confronto con il 2018 (fig. 11.1 e tav. 11.1). Rispetto alle stime dello scorso autunno, l'avanzo primario è risultato superiore di 0,4 punti percentuali del PIL, principalmente a causa di un andamento delle entrate tributarie superiore alle attese di oltre 10 miliardi, dovuto in larga parte alle imposte dirette (7 miliardi).

Figura 11.1



¹ In seguito a tali provvedimenti, la Commissione comunicava il 3 luglio 2019 che non avrebbe proposto al Consiglio europeo l'apertura della Procedura per disavanzi eccessivi.

Tavola 11.1

Conto consolidato delle Amministrazioni pubbliche (1) (miliardi di euro e percentuali del PIL)						
VOCI	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Entrate correnti	772,7	781,4	784,4	797,7	814,4	837,5
di cui: contributi sociali	214,4	219,1	220,6	225,6	234,5	242,1
imposte dirette	237,2	242,6	247,6	250,3	248,9	257,4
imposte indirette	247,8	246,6	242,5	248,5	254,4	257,9
Entrate in conto capitale	6,8	9,3	7,1	6,6	4,0	3,9
Pressione fiscale	43,1	42,9	42,2	41,8	41,9	42,4
Totale entrate	779,5	790,7	791,5	804,3	818,5	841,4
in % del PIL	47,9	47,8	46,7	46,3	46,3	47,1
Spese primarie correnti	694,6	697,5	710,3	714,6	733,7	749,3
Interessi	74,5	68,1	66,4	65,5	64,6	60,3
Spese in conto capitale (2)	58,5	67,3	55,6	66,8	59,0	61,1
di cui: investimenti fissi lordi	37,8	39,8	39,0	38,3	37,8	40,5
Totale spese	827,6	832,9	832,3	846,8	857,3	870,7
in % del PIL	50,9	50,3	49,1	48,8	48,5	48,7
Saldo primario	26,5	25,8	25,6	23,0	25,8	31,0
in % del PIL	1,6	1,6	1,5	1,3	1,5	1,7
Indebitamento netto	48,1	42,2	40,8	42,5	38,8	29,3
in % del PIL	3,0	2,6	2,4	2,4	2,2	1,6

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.

Alla fine del 2018 il Governo programmava per l'anno seguente un orientamento moderatamente espansivo della politica di bilancio, con una riduzione dell'avanzo primario corretto per il ciclo di circa tre decimi di punto percentuale del prodotto. A consuntivo, nelle stime della Commissione europea, tale avanzo è invece aumentato di 0,4 punti percentuali grazie soprattutto a un andamento delle entrate migliore delle attese. L'indebitamento netto strutturale si sarebbe ridotto marcatamente (all'1,5 per cento del prodotto, dal 2,3 del 2018); a parità di impatto delle misure temporanee, la diminuzione riflette, oltre alla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, il calo della spesa per interessi, pari a 0,3 punti percentuali del prodotto.

Le entrate. – Nel 2019 le entrate sono salite del 2,8 per cento (a 841,4 miliardi; tav. 11.1), sospinte in particolare dalle imposte dirette e dai contributi sociali. Il gettito delle prime è cresciuto del 3,4 per cento: l'Ires ha registrato un incremento del 3,6 per cento, imputabile unicamente al saldo dell'imposta relativa al 2018, che sconta gli effetti di modifiche normative precedenti²; la crescita dell'Irpef

² L'aumento del saldo dell'Ires versato nel 2019 risente del livello particolarmente basso osservato l'anno precedente. La riduzione dell'aliquota (dal 27,5 al 24 per cento) entrata in vigore nel 2017, per effetto dei meccanismi di pagamento dell'imposta, si è riflessa in maniera limitata sull'acconto versato nello stesso anno, producendo un contenimento del saldo dell'imposta sui redditi del 2017, registrato l'anno successivo.

(2,5 per cento) si è concentrata nella componente delle ritenute per lavoro dipendente, rispecchiando la dinamica del monte retributivo (cfr. il capitolo 9: *I prezzi e i costi*)³; anche le imposte sostitutive sui redditi di natura finanziaria sono aumentate grazie al buon andamento dei mercati. I contributi sociali sono saliti del 3,2 per cento: la variazione è ascrivibile al settore privato⁴ e riflette anche il venire meno di sgravi concessi negli anni precedenti. Tra le imposte indirette, il maggiore gettito dell’IVA sugli scambi interni – verosimilmente sostenuto dall’introduzione dal 1° gennaio dello scorso anno dell’obbligo della fatturazione elettronica – ha più che compensato il calo di quello relativo alle importazioni.

La pressione fiscale ha raggiunto il 42,4 per cento del PIL (contro il 41,9 del 2018), il valore più elevato dal 2015. Il divario rispetto alla media degli altri paesi dell’area dell’euro (pari a 41,3 per cento) si è ampliato di 0,7 punti percentuali: il peso della fiscalità è inferiore rispetto alla Francia (47,4 per cento), ma superiore alla Germania (41,6) e alla Spagna (35,2).

Le spese. – L’anno scorso la spesa delle Amministrazioni pubbliche è cresciuta dell’1,6 per cento (a 870,7 miliardi); l’aumento della spesa primaria corrente (2,1 per cento) e di quella in conto capitale (3,6 per cento) è stato in parte compensato dalla riduzione della spesa per interessi (-6,7 per cento). Rispetto agli altri paesi dell’area dell’euro l’incidenza della spesa per interessi sul PIL in Italia (3,4 per cento) è superiore di circa due punti percentuali, pari a poco meno di 37 miliardi in valore assoluto; il divario è dovuto per oltre due terzi al livello più elevato del rapporto tra il debito e il prodotto e per la parte restante al maggiore onere medio.

Sulla spesa corrente primaria ha inciso soprattutto l’andamento delle prestazioni sociali in denaro, che sono cresciute del 3,7 per cento. Tra queste, la spesa pensionistica è salita del 2,4, raggiungendo il 16,7 per cento del PIL; vi hanno influito le misure relative alle modifiche al sistema pensionistico (“quota 100”). Le altre prestazioni sono aumentate del 10,1 per cento, principalmente per l’introduzione del Reddito di cittadinanza.

Le uscite in conto capitale sono cresciute del 3,6 per cento per effetto del deciso rialzo degli investimenti fissi lordi (7,2 per cento rispetto al 2018), solo in parte compensato dalla riduzione dei trasferimenti (-3,4 per cento). Alla dinamica positiva degli investimenti nello scorso anno, che fa seguito a una contrazione del 4,5 per cento osservata in media tra il 2010 e il 2018, ha contribuito anche la semplificazione delle regole di bilancio per gli enti territoriali⁵.

³ L’Irpef sul lavoro autonomo è diminuita: potrebbe avervi contribuito l’estensione del regime forfettario ai contribuenti con ricavi fino a 65.000 euro.

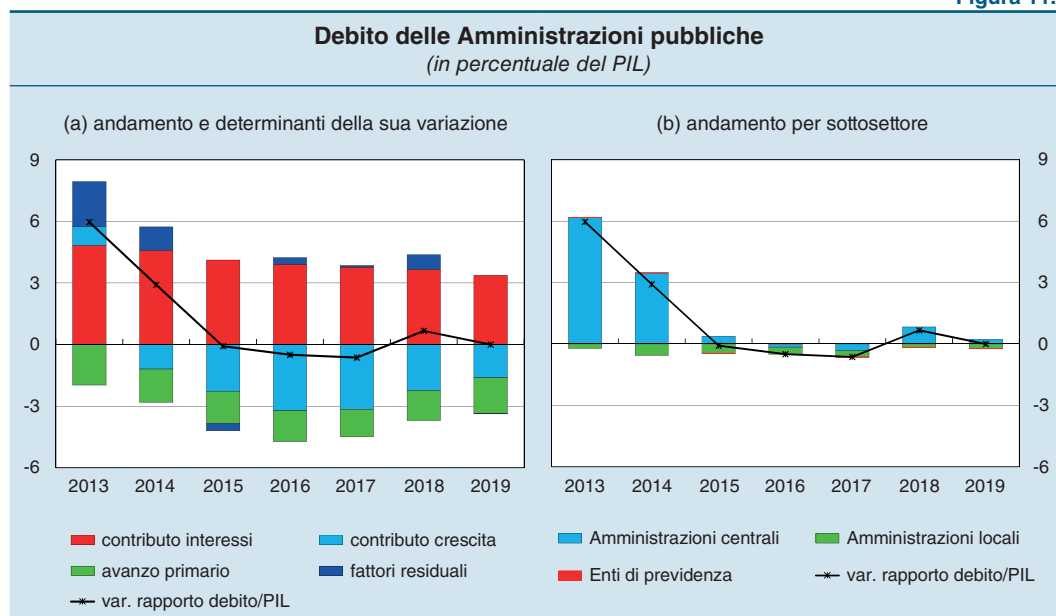
⁴ I contributi sociali riguardanti i dipendenti pubblici hanno registrato un lieve calo, risentendo del pagamento nel 2018 degli arretrati corrisposti a seguito del rinnovo di alcuni contratti collettivi nazionali relativi al triennio 2016-18.

⁵ Al fine di liberare spazi di manovra da destinare agli investimenti delle Amministrazioni locali, la legge di bilancio per il 2019 (L. 145/2018) ha semplificato il quadro di regole cui sono soggetti gli enti territoriali, avvicinando le modalità di computo del saldo rilevante per la contabilità armonizzata (entrata in vigore nel 2015) a quelle del saldo utile per il rispetto del pareggio di bilancio (applicate dal 2016, in sostituzione del Patto di stabilità interno). Il passaggio al nuovo assetto ha riguardato tutti gli enti territoriali, con l’eccezione delle Regioni a statuto ordinario.

Il debito pubblico: obiettivi e risultati. – Alla fine della sessione di bilancio del 2018 il Governo aveva programmato per il 2019 un calo del rapporto tra il debito e il prodotto di un punto percentuale nel confronto con l'anno precedente. Nel *Documento di economia e finanza 2019* se ne prefigurava un aumento di quasi mezzo punto percentuale, a causa della revisione al ribasso delle stime di crescita e dell'atteso aumento dell'indebitamento netto; l'inizio della discesa del peso del debito era posticipato al 2020. Nella *Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza* di settembre, il Governo rivedeva nuovamente la stima del rapporto tra il debito e il PIL, innalzandone l'aumento atteso rispetto al 2018 a quasi un punto percentuale; la revisione rifletteva principalmente il venire meno dei proventi da privatizzazione previsti in precedenza (l'1,0 per cento del prodotto).

A consuntivo il rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL è rimasto al livello del 2018, pari al 134,8 per cento⁶. L'effetto di riduzione determinato dall'avanzo primario è stato compensato da quello opposto dovuto al divario tra l'onere medio del debito e il tasso di crescita nominale dell'economia (fig. 11.2).

Figura 11.2



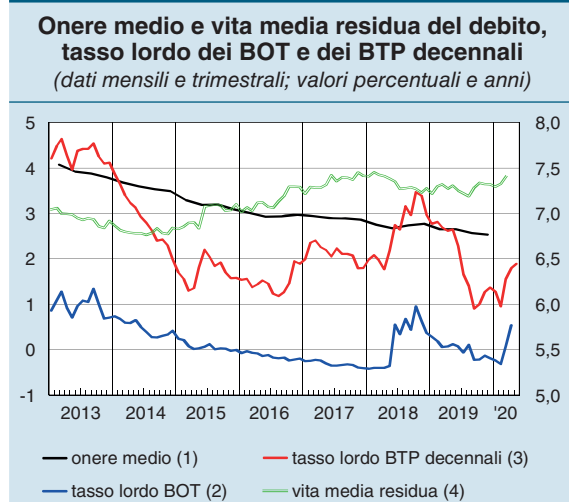
La riduzione dei tassi di interesse nella seconda metà dell'anno ha contribuito ad accelerare la discesa dell'onere medio del debito, che si è collocato al 2,5 per cento alla fine del 2019 (dal 2,8 dell'anno prima; era al 4,2 nel 2012; fig. 11.3). La vita media residua è rimasta stabile a 7,3 anni.

⁶ Lo scorso settembre la Banca d'Italia aveva aggiornato le stime del debito delle Amministrazioni pubbliche, principalmente a seguito dell'inclusione degli interessi sui buoni postali fruttiferi maturati ma non pagati, in conformità con le modifiche metodologiche concordate a livello europeo (cfr. *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 8 ottobre 2019). La revisione, che non influenza la valutazione della sostenibilità delle finanze pubbliche, ha determinato un'incidenza del debito sul PIL più elevata (poco più di tre punti percentuali nel 2018), ma una dinamica del rapporto leggermente più favorevole (anche in prospettiva).

La quota di debito pubblico detenuta dalla Banca d'Italia era pari al 16,7 per cento alla fine del 2019, in leggera riduzione rispetto al 2018 (16,9 per cento); gli acquisti netti di titoli nell'ambito del programma ampliato di acquisti di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP), sospesi fino allo scorso ottobre, sono stati riavviati a partire dal mese successivo (cfr. il paragrafo: *I mercati monetari e dei titoli pubblici* del capitolo 14)⁷. La quota detenuta da non residenti (inclusa la BCE e le altre banche centrali nazionali dell'Eurosistema) è aumentata al 31,5 per cento (dal 28,6 del 2018), dopo tre anni consecutivi di riduzioni.

Alcune passività delle Amministrazioni pubbliche non rientrano nella definizione di debito pubblico che rileva ai fini del rispetto delle regole europee: le principali per l'Italia sono i debiti commerciali e le passività connesse con l'esposizione in derivati, oltre alle garanzie rilasciate. Secondo le stime dell'Istat⁸, i debiti commerciali non inclusi nel debito pubblico ammontavano nel 2019 al 2,8 per cento del PIL (49,4 miliardi), a fronte del 2,7 del 2018⁹. Il valore di mercato delle passività nette in derivati non contabilizzate nel debito è aumentato nel 2019 dall'1,2 all'1,5 per cento del prodotto (27 miliardi)¹⁰, risentendo soprattutto dell'andamento dei tassi di interesse¹¹. Le garanzie complessivamente rilasciate a favore di soggetti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche nel 2019 sono cresciute dal 4,3 al 4,9 per cento del PIL: i due terzi dell'aumento sono dovuti alle garanzie prestate a favore di imprese non finanziarie e famiglie.

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.

⁷ 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).

⁸ Data la situazione di emergenza, quest'anno non vengono fornite stime relative ai debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche basate sull'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind).

⁹ Le stime dell'Istat tengono conto solo parzialmente delle passività commerciali sorte a fronte di spese in conto capitale e non includono le passività commerciali cedute dal creditore a intermediari finanziari con la clausola pro soluto (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2017). Queste ultime, secondo le regole europee, sono incluse nel debito pubblico. Va considerato che una parte dei debiti commerciali ha natura fisiologica, dati i tempi di pagamento stabiliti contrattualmente dalle parti.

¹⁰ Tali valori non comprendono le passività in derivati che, in ottemperanza alle regole statistiche europee, sin dall'origine oppure a seguito di una ristrutturazione o dell'esercizio di una *swaption* sono riclassificate nel debito pubblico. Le passività riclassificate alla fine del 2019 ammontavano a 8,2 miliardi (0,5 per cento del PIL).

¹¹ Le passività nette in derivati sono in larga parte riconducibili al Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF). Il relativo portafoglio, con il quale il MEF si è assicurato in passato contro aumenti generalizzati dei tassi di mercato, consiste principalmente in *interest rate swaps* per i quali il Governo italiano paga un tasso di interesse fisso (pari in media a circa il 4 per cento) e riceve un tasso variabile (tipicamente l'Euribor a sei mesi, attualmente su livelli negativi); cfr. M. Bucci, I. De Angelis e E. Vadalà, (*Don't*) *look back in anger: l'utilizzo dei derivati nella gestione del debito pubblico italiano*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 550, 2020.

La finanza pubblica nel 2020 e le prospettive di medio termine

La sessione di bilancio. – Il *Documento programmatico di bilancio 2020* (DPB) pubblicato lo scorso novembre indicava un obiettivo per l’indebitamento netto del 2020 pari al 2,2 per cento del PIL, invariato rispetto a quanto allora atteso per il 2019, seguito da una graduale discesa all’1,8 per cento nel 2021 e all’1,4 nel 2022.

In linea con gli obiettivi del DPB, la manovra di bilancio per il triennio 2020-22, approvata nel dicembre 2019 dal Parlamento, accresceva il disavanzo rispetto ai valori tendenziali di quasi un punto percentuale del prodotto nel 2020 e di circa 0,6 punti in media all’anno nel biennio successivo¹². Gli interventi espansivi (allora valutabili in circa l’1,7 per cento del PIL nel 2020) riguardavano principalmente la disattivazione delle clausole di salvaguardia per il 2020 e la loro riduzione per il biennio seguente; venivano inoltre destinate risorse alla riduzione del cuneo fiscale sul lavoro, agli investimenti pubblici e privati e al rinnovo dei contratti pubblici. A parziale copertura di tali provvedimenti la manovra reperiva risorse per circa 0,8 punti percentuali del prodotto, ricorrendo soprattutto a misure di contrasto dell’evasione, a un inasprimento della tassazione sui giochi e sui tabacchi e a risparmi di spesa.

Con riferimento al cuneo fiscale sul lavoro, le modalità della sua riduzione sono state successivamente definite con il DL 3/2020 dello scorso febbraio che ha previsto, a partire dal 1° luglio 2020, un bonus fiscale permanente e una nuova detrazione da lavoro dipendente temporanea. Il bonus, denominato “trattamento integrativo”, ha sostituito quello per i lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi introdotto nel 2014 (bonus Irpef di 80 euro). La nuova detrazione da lavoro dipendente – in vigore per il solo secondo semestre del 2020 – si aggiunge invece a quella già esistente (cfr. il riquadro: *Effetti delle misure di riduzione del cuneo fiscale sugli incentivi al lavoro*).

EFFETTI DELLE MISURE DI RIDUZIONE DEL CUNEO FISCALE SUGLI INCENTIVI AL LAVORO

Le aliquote marginali effettive (AME) – definite come la variazione dell’ammontare complessivo dei contributi sociali, delle imposte sui redditi e dei trasferimenti monetari che si osserva a seguito di un aumento unitario del reddito di lavoro – sono una misura ampiamente utilizzata in letteratura per valutare i rischi di distorsione delle scelte individuali imputabili al sistema fiscale. In presenza di AME elevate, una parte rilevante dell’incremento del reddito da lavoro è eroso dalla combinazione di un maggiore prelievo fiscale e da minori trasferimenti; ciò può disincentivare l’offerta di lavoro.

Secondo stime effettuate con il modello di microsimulazione della Banca d’Italia (*Bank of Italy Microsimulation*, BIMic)¹, con la legislazione vigente prima delle misure di riduzione del cuneo fiscale dello scorso febbraio (DL 3/2020, convertito dalla

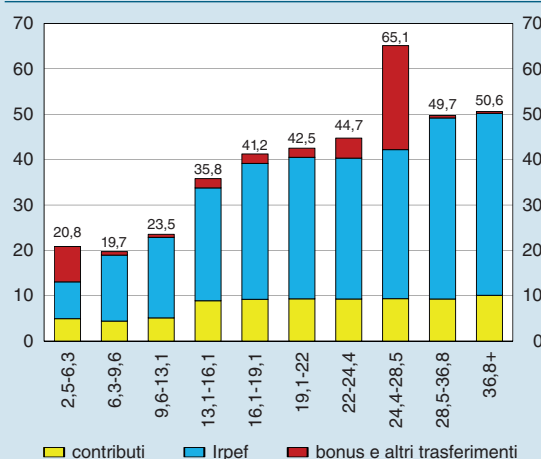
¹ N. Curci, P. Rizza, M. Romanelli e M. Savegnago, *Irpef, (in)equità e (in)efficienza: un’analisi strutturale basata sul modello di microsimulazione BIMic*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 546, 2020.

¹² *Audizione preliminare all’esame della manovra economica per il triennio 2020-22*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d’Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 12 novembre 2019.

L. 21/2020), la media delle AME per i lavoratori dipendenti nel 2020 si sarebbe collocata al 39,4 per cento, di cui circa il 27 per cento dovuto all'Irpef, l'8 per cento ai contributi sociali e oltre il 4 ai trasferimenti monetari (che decrescono con il reddito). I valori delle AME più alti (pari in media al 65,1 per cento; figura A) avrebbero riguardato i contribuenti dell'ottavo decimo della distribuzione del reddito (tra 24.400 e 28.500 euro); un valore così elevato è dovuto principalmente alla decisa riduzione del bonus Irpef di 80 euro che si verifica all'aumentare del reddito (*décalage*) tra 24.600 e 26.600 euro². AME prossime al valore medio osservato nell'ottavo decimo rischiano di scoraggiare l'offerta di lavoro al margine.

Figura A

Media delle aliquote marginali effettive per decimi di reddito da lavoro dipendente (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic. (1) Le elaborazioni sono riferite alla legislazione previgente rispetto al DL 3/2020. Il reddito da lavoro non include i contributi sociali a carico del lavoratore. I valori riportati sull'asse orizzontale rappresentano gli estremi (in migliaia di euro) del decimo corrispondente.

Con le recenti misure di riduzione del cuneo fiscale contenute nel DL 3/2020 è stato disposto che a partire dal 1° luglio 2020 il bonus Irpef sia sostituito da un nuovo strumento, denominato “trattamento integrativo”, di importo superiore e rivolto a una platea più ampia di lavoratori, che ora include anche i contribuenti con redditi tra 26.600 e 28.000 euro³. Inoltre, solo per il secondo semestre del 2020, il decreto ha introdotto una detrazione da lavoro dipendente aggiuntiva a quella già esistente, che interessa i redditi compresi tra 28.000 e 40.000 euro e diminuisce all'aumentare del reddito⁴. Nelle intenzioni del Governo quest'ultima misura andrà stabilizzata nell'ambito di un più ampio riordino del sistema delle detrazioni fiscali.

Per effetto delle innovazioni normative il *décalage* del beneficio fiscale complessivo nel 2020 è meno pronunciato rispetto alla legislazione previgente (figura B, pannello a, linee di colore rosso e blu). Le nuove misure determinano una leggera riduzione della

² Il bonus Irpef, introdotto nel 2014, spetta (in ragione del periodo di lavoro) ai soli lavoratori capienti rispetto alla detrazione per i redditi da lavoro dipendente; nel caso di lavoratori impiegati per tutto l'anno, tale condizione si verifica quando i redditi sono superiori a circa 8.145 euro. L'importo del bonus rimane costante a 960 euro all'anno fino a un reddito complessivo di 24.600 euro e decresce rapidamente fino ad annullarsi in corrispondenza di un reddito di 26.600 euro.

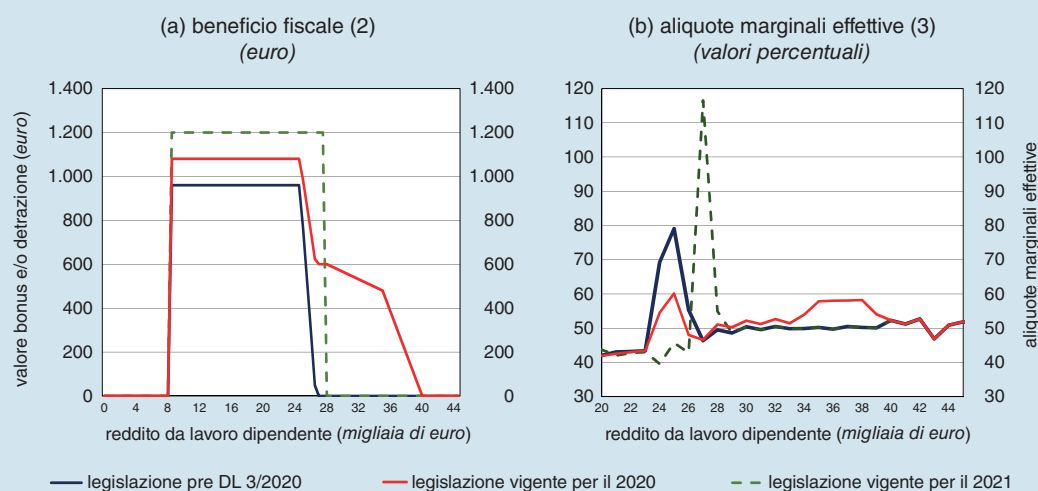
³ L'importo del trattamento integrativo è pari a 1.200 euro all'anno e la platea dei beneficiari comprende anche i lavoratori dipendenti con reddito complessivo annuo compreso tra 26.600 e 28.000 euro. Anche il nuovo trattamento integrativo spetta (in ragione del periodo di lavoro) ai soli lavoratori capienti rispetto alla detrazione per i redditi da lavoro dipendente.

⁴ La detrazione aggiuntiva per lavoro dipendente interessa i lavoratori con reddito complessivo annuo compreso tra 28.000 e 40.000 euro. Anche questa detrazione è attribuita in ragione del periodo di lavoro. Nel caso di un individuo impiegato per tutto il secondo semestre del 2020, l'importo della detrazione è pari a 600 euro in corrispondenza di un reddito di 28.000 euro, diminuisce a 480 euro con un reddito di 35.000 euro e poi scende più rapidamente fino ad annullarsi con un reddito di 40.000 euro.

media delle AME, al 38,5 per cento: la diminuzione è concentrata nella fascia di reddito tra 24.600 e 26.600 euro (che include, secondo le nostre stime, circa un milione di lavoratori) ed è solo parzialmente compensata dall'aumento che si verifica nella fascia tra 28.000 e 40.000 euro (circa 3 milioni di lavoratori; figura B, pannello b).

Figura B

Beneficio fiscale e aliquote marginali effettive per i lavoratori dipendenti (1)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic.

(1) Il reddito da lavoro non include i contributi sociali a carico del lavoratore. – (2) Il beneficio fiscale si riferisce a un lavoratore dipendente impiegato per un intero anno. – (3) Le aliquote marginali effettive tengono conto dei contributi sociali a carico del lavoratore, dell'Irpef e dei trasferimenti sociali il cui importo dipende dal reddito lordo.

Dal 2021 (linea di colore verde), in mancanza di una stabilizzazione della detrazione da lavoro dipendente aggiuntiva, il *décalage* del beneficio fiscale complessivo diventerebbe più marcato anche di quello previsto nella legislazione vigente fino allo scorso febbraio: questo si traduce in un nuovo picco (superiore al 100 per cento) nelle AME in corrispondenza del venire meno del trattamento integrativo, più alto di quello che nel 2019 caratterizzava la riduzione del bonus Irpef di 80 euro; per i lavoratori con redditi compresi tra 28.000 e circa 30.000 euro (secondo nostre stime poco più di 900.000 individui) vi sarebbe quindi un incentivo a ridurre il proprio reddito imponibile⁵. Nell'ipotesi di una stabilizzazione della detrazione aggiuntiva per il 2021 (che secondo elaborazioni sui documenti ufficiali determinerebbe minori entrate per poco più di 3 miliardi), la media delle AME per il complesso dei lavoratori dipendenti sarebbe circa un punto percentuale inferiore a quella prevista a legislazione vigente; nel dettaglio l'eliminazione del picco previsto in caso di mancata stabilizzazione più che compenserebbe l'aumento delle AME per gli individui con redditi tra 28.000 e 40.000 euro.

⁵ Ad esempio, se il reddito lordo di un lavoratore residente a Milano, privo di familiari a carico e senza altre detrazioni, aumenta di un euro – da 28.000 a 28.001 – il suo reddito disponibile diminuisce in misura significativa, da circa 22.600 a 21.400 euro; per riportare il reddito disponibile a un livello di 22.600 euro, tale lavoratore dovrebbe incrementare il proprio reddito lordo fino a circa 30.140 euro.

Gli effetti della pandemia sui conti pubblici e la risposta della politica di bilancio. – La diffusione dell’epidemia di Covid-19 e la conseguente situazione di emergenza sanitaria ed economica hanno drasticamente modificato le prospettive di finanza pubblica per l’anno in corso e per il prossimo (tav. 11.2).

Tavola 11.2

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali <i>(variazioni percentuali)</i>												
	Documento programmatico di bilancio 2020				DEF 2020 scenario tendenziale				DEF 2020 scenario con nuove politiche (1)			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Indebitamento netto	2,2	2,2	1,8	1,4	1,6	7,1	4,2	–	1,6	10,4	5,7	–
Avanzo primario	1,3	1,1	1,3	1,6	1,7	-3,5	-0,6	–	1,7	-6,8	-2,0	–
Spesa per interessi	3,4	3,3	3,1	2,9	3,4	3,6	3,6	–	3,4	3,7	3,7	–
Debito	135,7	135,2	133,4	131,4	134,8	151,8	147,5	–	134,8	155,7	152,7	–
Crescita del PIL	0,1	0,6	1,0	1,0	0,3	-8,0	4,7	–	0,3	-8,0	4,7	–

(1) Lo scenario “con nuove politiche” è basato sul quadro macroeconomico tendenziale.

Il *Documento di economia e finanza* (DEF) dello scorso mese di aprile delinea un contesto di elevata incertezza, riconoscendo che nella situazione attuale ogni previsione è necessariamente soggetta ad ampi margini di errore¹³. Inoltre, in accordo con le linee guida della Commissione europea, il DEF non definisce la politica di bilancio per un triennio – come di consueto – ma solo limitatamente all’anno in corso e al prossimo. Oltre al quadro a legislazione vigente, che tiene conto degli effetti dei provvedimenti approvati nei primi quattro mesi dell’anno, il DEF presenta uno scenario “con nuove politiche” che incorpora l’effetto sui conti pubblici del DL 34/2020 (decreto “rilancio”)¹⁴.

Per il 2020, nello scenario con nuove politiche, l’obiettivo di indebitamento netto è stato rivisto al rialzo di 8,2 punti percentuali del PIL, al 10,4 per cento; la revisione riguarda principalmente il saldo primario, che passa da un avanzo di circa un punto percentuale del prodotto a un disavanzo pari a quasi il 7 per cento. Tenendo conto del trascinamento al 2020 dei risultati migliori delle attese del 2019 (valutato ufficialmente in 0,4 punti percentuali del PIL), la revisione del saldo primario è prossima a 8,5 punti. Questa riflette l’effetto automatico del deterioramento macroeconomico e le misure che, dal mese di marzo, il Governo ha introdotto per rafforzare il sistema sanitario e di protezione civile e per sostenere

¹³ *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.

¹⁴ Lo scenario si basa sul quadro macroeconomico tendenziale in quanto non tiene conto degli effetti del decreto “rilancio” sul tasso di crescita del prodotto.

famiglie, lavoratori e imprese. Tali misure aumentano il disavanzo di circa 75 miliardi (4,5 per cento del PIL)¹⁵.

Nel 2021 l'indebitamento netto e il disavanzo primario si ridurrebbero di quasi cinque punti percentuali del PIL, collocandosi rispettivamente al 5,7 e al 2,0 per cento. Il miglioramento deriverebbe sia dal parziale recupero del prodotto, sia dal venire meno delle misure temporanee di sostegno all'economia. Questi fattori più che compenserebbero gli interventi discrezionali disposti a partire dal 2021, inclusa la disattivazione delle clausole di salvaguardia. Il saldo primario sarebbe inferiore a quanto programmato nello scorso autunno di oltre 3 punti percentuali, di cui circa il 60 per cento imputabile agli effetti della minore crescita del prodotto registrata nel biennio 2020-21.

Dopo sette anni di calo, la spesa per interessi tornerebbe a salire. Nel 2020 l'aumento in termini nominali sarebbe molto contenuto; l'incremento di 0,3 punti percentuali in rapporto al prodotto (al 3,7 per cento) rispecchierebbe in larga parte la caduta del denominatore. L'espansione in termini nominali sarebbe più sostenuta nel 2021 (nell'ordine di 4 miliardi), quasi interamente a causa del maggiore fabbisogno previsto per il biennio 2020-21; tuttavia, grazie al forte rialzo atteso per il denominatore, la spesa in rapporto al PIL resterebbe stabile al 3,7 per cento. Rispetto alle stime dello scorso autunno, la spesa per il servizio del debito sarebbe superiore di 0,4 e 0,6 punti percentuali del PIL, rispettivamente, nel 2020 e nel 2021.

L'incidenza del debito sul prodotto aumenterebbe quest'anno di circa 21 punti percentuali, portandosi al 155,7 per cento. Pressoché la metà di tale incremento sarebbe imputabile alla minore crescita: la contrazione del PIL nominale prevista nel DEF (intorno al 7 per cento) implica un aumento del rapporto tra debito e prodotto di circa 10 punti. A questi andrebbero aggiunti anche quelli dovuti all'aumento del disavanzo determinato dal calo dell'attività economica. Nel 2021 il rapporto scenderebbe di 3 punti percentuali; la ripresa economica contribuirebbe a ridurlo per 9 punti percentuali, più che compensando l'incremento dovuto al disavanzo (quasi 6 punti) e ai fattori che non rilevano per l'indebitamento netto.

Secondo le previsioni formulate nella primavera di quest'anno dalla Commissione europea, l'indebitamento netto dell'Italia sarebbe pari all'11,1 e al 5,6 per cento del PIL rispettivamente nel 2020 e nel 2021. Il rapporto tra il debito e il prodotto raggiungerebbe il 158,9 per cento nel 2020 per poi scendere al 153,6 nel 2021. La Commissione ha raccomandato all'Italia di attuare, in linea con la clausola di salvaguardia generale, tutte le misure utili ad affrontare efficacemente la pandemia e sostenere l'economia.

Gli interventi approvati in corso d'anno. – La situazione di emergenza che si è venuta a creare dalla fine di febbraio ha reso necessaria una forte reazione della politica

¹⁵ Con la *Relazione al Parlamento per il 2020* dello scorso marzo il Governo aveva richiesto l'autorizzazione ad accrescere il disavanzo del 2020 di 20 miliardi rispetto a quanto autorizzato nella precedente sessione di bilancio per finanziare i primi interventi emergenziali. Contestualmente alla presentazione del DEF, il Governo ha poi richiesto al Parlamento l'autorizzazione ad aumentare il disavanzo dell'anno in corso fino a ulteriori 55 miliardi e quello dal 2021 in avanti in media di circa 30 miliardi all'anno rispetto alle stime a legislazione vigente.

di bilancio. Gli interventi hanno perseguito due finalità: da un lato, accrescere le risorse disponibili per il sistema sanitario e di protezione civile per fronteggiare le conseguenze mediche ed epidemiologiche della pandemia; dall'altro, dare sostegno economico a lavoratori, famiglie e imprese per limitare gli effetti del rallentamento congiunturale e della forzata interruzione dell'attività economica in molti settori.

Dopo le prime misure in favore delle zone più colpite (finanziate con risorse già disponibili a legislazione vigente e quindi senza impatto sul disavanzo), la risposta della politica di bilancio è stata articolata in tre decreti legge varati tra marzo e maggio. Nel complesso gli interventi accrescono il disavanzo del 2020 di circa 75 miliardi. Al DL 18/2020, convertito dalla L. 27/2020 (decreto "cura Italia")¹⁶, sono riconducibili poco meno di 20 miliardi; i restanti 55 al DL 34/2020. Il DL 23/2020 (decreto "liquidità") – pur contenendo rilevanti misure di sostegno alla liquidità delle imprese – ha invece, nelle valutazioni ufficiali, un impatto nullo sul disavanzo (cfr. i riquadri: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese* e *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2020)¹⁷.

Molti interventi hanno natura temporanea ed effetti limitati all'anno in corso. Il terzo decreto tuttavia prevede oneri per il 2021 pari a 26,1 miliardi, di cui circa 20 per cancellare i previsti aumenti dell'imposizione indiretta connessi con le clausole di salvaguardia.

Le misure che nelle valutazioni ufficiali non accrescono il disavanzo del 2020 riguardano, come ricordato, soprattutto gli interventi a sostegno della liquidità delle imprese, che includono lo slittamento dei principali versamenti fiscali dovuti a partire da marzo e un significativo rafforzamento delle garanzie pubbliche sui prestiti. I versamenti fiscali sospesi verrebbero comunque recuperati entro l'anno; le garanzie concesse di natura non standardizzata non hanno impatto sul disavanzo se non vengono escuse.

L'ammontare delle garanzie complessivamente attivabili sulla base dei tre provvedimenti supera i 500 miliardi (oltre il 30 per cento del PIL), circa sei volte il valore di quelle in essere alla fine del 2019.

¹⁶ Per una descrizione delle principali misure contenute nel DL 18/2020, cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2020 e la 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.

¹⁷ *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.

12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

Nel 2019 sono proseguiti i gradualisti miglioramenti nel funzionamento della giustizia civile: i procedimenti pendenti presso i tribunali si sono ridotti del 4 per cento rispetto all'anno precedente. Si è rafforzata la crescita del numero dei bandi di gare di appalto, aumentato di circa il 10 per cento nel confronto con il 2018.

L'epidemia di Covid-19 ha avuto effetti eterogenei sui settori regolati. Mentre in alcuni, come il commercio di beni alimentari e di prima necessità e le telecomunicazioni, si è registrato un aumento della domanda, nella maggior parte dei casi l'obbligo di sospendere l'attività e il calo del fatturato hanno reso necessari interventi di adattamento del quadro regolatorio e l'adozione di specifiche misure di sostegno (ad es. nei trasporti pubblici e nelle professioni). Sono stati previsti strumenti per la partecipazione pubblica nel capitale delle imprese in difficoltà e nei settori di rilevanza strategica è stato ampliato l'ambito di applicazione dei poteri speciali esercitabili da parte del Governo (*golden power*).

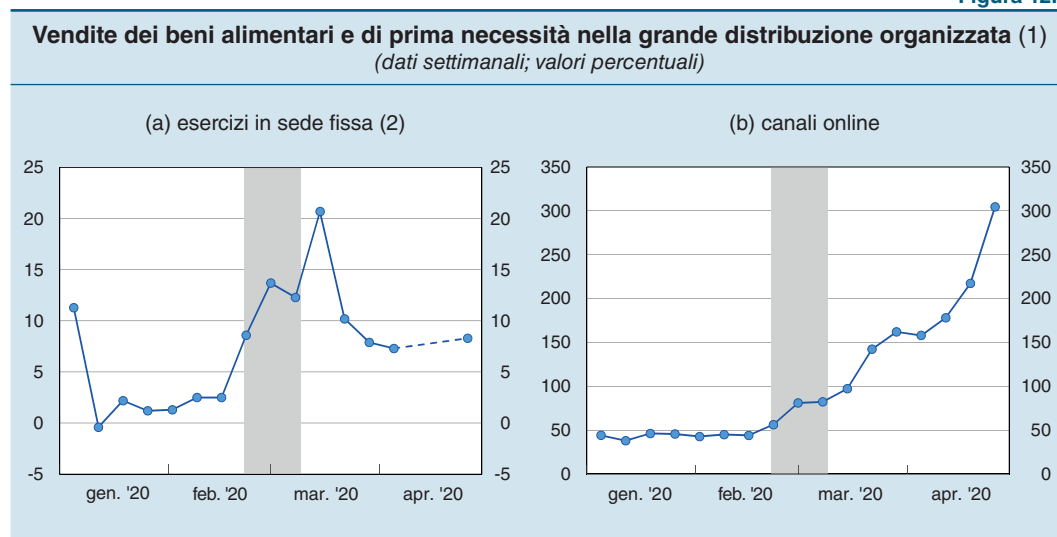
La frenata dell'attività economica potrebbe riflettersi in un aumento delle crisi di impresa nei prossimi mesi. Questo rischio potrà essere attenuato dalle misure adottate dal Governo per sostenere la liquidità delle aziende e contenere le liquidazioni. Un incremento del numero di imprese in difficoltà potrebbe acuire le criticità che già caratterizzano il funzionamento del sistema di gestione delle crisi: i tempi delle procedure fallimentari rimangono molto elevati; dalle evidenze disponibili risulta che l'utilizzo degli strumenti di ristrutturazione è limitato alle società di maggiore dimensione e ha esiti non sempre soddisfacenti.

L'epidemia di Covid-19 ha inciso anche sull'operatività della Pubblica amministrazione e del sistema giudiziario; il rallentamento delle attività sarebbe stato minore qualora il processo di digitalizzazione del settore pubblico fosse stato più avanzato.

I settori regolamentati e l'intervento pubblico

I settori regolamentati. – Il settore del commercio ha risentito, oltre che di un generale calo dei consumi, dei provvedimenti di chiusura, che hanno riguardato i tre quinti delle aziende e coinvolto quasi la metà degli addetti del comparto. Il commercio di beni alimentari e di prima necessità, non interessato dai provvedimenti, ha invece registrato un'espansione dei ricavi, solo in parte attribuibile all'aumento dei prezzi. Secondo i dati Nielsen, nei mesi di marzo e aprile del 2020 il valore delle vendite di tali beni è cresciuto nella grande distribuzione organizzata di oltre l'8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019, contro il 5 del primo bimestre (fig. 12.1.a). Solo gli ipermercati, che hanno probabilmente risentito in misura maggiore delle restrizioni alla mobilità, hanno registrato un calo delle vendite.

Figura 12.1



Fonte: Nielsen.

(1) Variazione nel valore delle vendite rispetto alla corrispondente settimana dell'anno precedente. L'area grigia indica il periodo della progressiva adozione delle misure di contenimento (dall'individuazione della zona rossa per 11 comuni della Lombardia e del Veneto, con DPCM del 23 febbraio 2020, fino all'estensione delle misure restrittive a tutto il territorio nazionale, con DPCM del 9 marzo 2020). – (2) Il grafico esclude le settimane corrispondenti alla Pasqua del 2019 e del 2020, prevedibilmente caratterizzate da valori anomali.

Nello stesso periodo, sempre nella grande distribuzione, si è osservata una forte accelerazione delle vendite online di beni alimentari e di prima necessità, cresciute di quasi il 170 per cento su base annua (fig. 12.1.b). Nel confronto internazionale il commercio elettronico risultava finora meno diffuso in Italia: secondo dati Eurostat, nel 2019 solo il 38 per cento degli individui aveva effettuato acquisti online, contro una media europea del 63. La crescita così innescata potrebbe indurre un cambiamento strutturale nelle preferenze dei consumatori a vantaggio di questa formula distributiva, con possibili riflessi sulla struttura del mercato e sull'evoluzione della regolamentazione.

Nei trasporti pubblici si è verificata una netta flessione dei ricavi, anche per effetto delle misure che hanno limitato gli spostamenti. Almeno nel breve periodo, l'attività in questo settore è destinata ad attestarsi su livelli inferiori rispetto al passato, a causa dell'esigenza di garantire un adeguato distanziamento fisico tra gli utenti.

Con riferimento al trasporto aereo, l'Organizzazione internazionale per l'aviazione civile stima per il 2020 una riduzione del traffico passeggeri sulle rotte internazionali fino al 65 per cento. I DD.LL. 18/2020 e 34/2020 hanno previsto la creazione di un operatore pubblico del settore, con un apporto complessivo da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze di 3 miliardi di euro. La nuova società potrà acquistare e prendere in affitto rami d'azienda di imprese titolari di licenza di trasporto aereo, anche in amministrazione straordinaria, come Alitalia e Alitalia Cityliner; potrà inoltre subentrare (direttamente o mediante società partecipate o controllate) nei contratti di servizio stipulati da tali imprese. Gli stessi provvedimenti hanno inoltre stabilito misure di compensazione dei danni subiti dagli operatori del comparto a seguito dell'epidemia di Covid-19.

Molti gestori del trasporto pubblico locale, in maggioranza controllati dagli enti territoriali, potrebbero andare incontro a difficoltà. Secondo gli ultimi dati di bilancio disponibili, nel 2018 un'azienda su sette tra le circa 150 società controllate

da Amministrazioni pubbliche aveva chiuso l'esercizio in perdita. Per garantire la continuità delle prestazioni di servizio pubblico, con i DD.LL. 18/2020 e 34/2020 sono state disposte compensazioni per i mancati introiti; è stata inoltre consentita la proroga degli affidamenti in essere.

I liberi professionisti potrebbero avere risentito della diminuzione dei livelli di attività dei loro clienti. Per quelli appartenenti agli ordini e iscritti alle casse di previdenza il DL 18/2020 ha previsto un fondo per il sostegno al reddito, rifinanziato dal DL 34/2020. A differenza di altri interventi rivolti ai lavoratori autonomi (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*), per questa categoria sono stati fissati sin dall'inizio criteri selettivi di accesso al beneficio, basati sul reddito percepito nel 2018 e sulla diminuzione dei livelli di attività nel 2020. L'indennità mensile di 600 euro, riconosciuta a partire da marzo del 2020, rappresenta circa un terzo del reddito netto medio dei professionisti interessati dalla misura.

A seguito dei provvedimenti restrittivi è invece fortemente cresciuta la domanda di connessione a internet, per l'incremento delle attività lavorative, scolastiche e ricreative svolte a distanza. Il DL 18/2020 ha stabilito che gli operatori di comunicazioni elettroniche debbano intraprendere iniziative per garantire e potenziare il funzionamento delle reti e la continuità dei servizi. L'esigenza di realizzare infrastrutture digitali di nuova generazione è rafforzata dalla prospettiva di un loro crescente utilizzo anche nella fase successiva alla crisi sanitaria (cfr. il paragrafo: *Considerazioni sull'economia nel medio periodo dopo l'epidemia* del capitolo 15). Allo stato attuale la dotazione di reti a banda larga ad alta velocità registra ampi divari territoriali; lo sviluppo delle infrastrutture tecnologicamente più avanzate su rete fissa procede lentamente sia nelle aree potenzialmente profittevoli, sia laddove si è reso necessario l'intervento pubblico (cfr. il riquadro: *L'offerta di connessioni a banda ultralarga in Italia*).

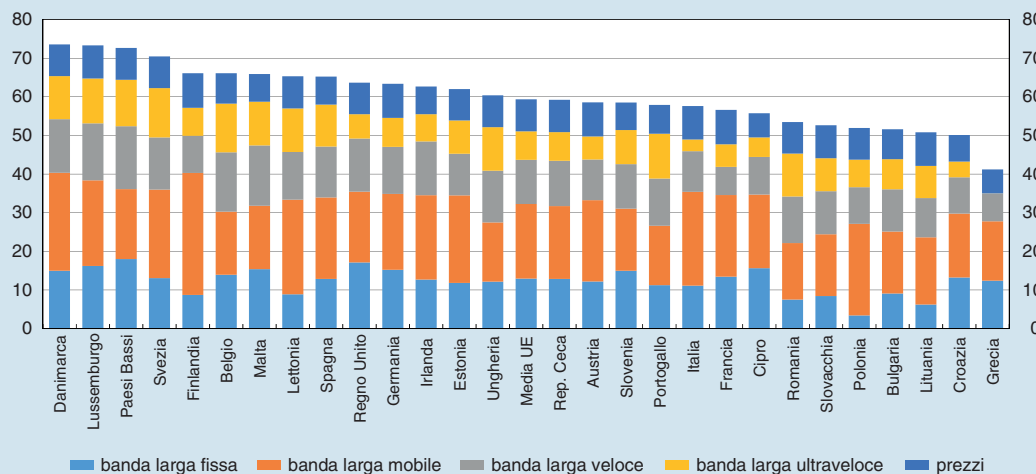
L'OFFERTA DI CONNESSIONI A BANDA ULTRALARGA IN ITALIA

Durante l'emergenza pandemica internet e le reti di telecomunicazione hanno svolto un ruolo cruciale consentendo, tra l'altro, il lavoro e la frequenza scolastica a distanza e gli acquisti di beni essenziali sulle piattaforme di commercio elettronico. Secondo il Milan Internet Exchange, dall'inizio di marzo del 2020, il traffico di dati ha registrato un aumento del 70 per cento rispetto alla media del 2019. Tale incremento si è talora tradotto in malfunzionamenti e rallentamenti delle connessioni di rete a livello locale, evidenziando il problema del ritardo italiano nello sviluppo delle infrastrutture a banda ultralarga veloce.

In base all'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI) elaborato dalla Commissione europea, l'Italia è diciannovesima su 28 paesi per connettività, appena sopra la Francia ma molto al di sotto della Germania e della Spagna, che occupano rispettivamente l'undicesimo e il nono posto (figura). Dal lato dell'offerta il ritardo italiano è riconducibile alla minore copertura della rete fissa, in particolare di quella ultraveloce (oltre i 100 Mbit/s), solo in parte compensata da quella mobile¹.

¹ E. Ciapanna e G. Roma, *Connected Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Indice DESI (digital economy and society index) relativo alla connettività (1)
(valori da 0 a 100)



Fonte: Commissione europea.

(1) A valori più alti corrispondono risultati migliori. L'indicatore è una media pesata di 5 sottoindicatori: "banda larga fissa" (18,5 per cento) misura la copertura e gli abbonamenti per le connessioni a banda larga fissa; "banda larga mobile" (35 per cento) considera la copertura del 4G, gli abbonamenti per la banda larga mobile e il grado di preparazione al 5G; "banda larga veloce" (18,5 per cento) fa riferimento alla copertura di reti di nuova generazione e gli abbonamenti a connessioni a banda larga veloce; "banda larga ultraveloce" (18,5 per cento) misura la copertura e gli abbonamenti a connessioni a banda larga ultraveloce; "prezzi" (9,5 per cento) include i prezzi di 12 prodotti e servizi a banda larga in rapporto al reddito pro capite.

La posizione dell'Italia deriva da diversi fattori, quali l'elevata qualità della preesistente rete in rame, l'orografia del territorio e la distribuzione della popolazione, che hanno ridotto gli incentivi a investire nella fibra ottica.

Il nostro paese ha ereditato dal dopoguerra una capillare rete telefonica in rame, che ha permesso un'espansione relativamente rapida delle connessioni a banda larga di prima generazione (*digital subscriber loop*, DSL). Il regolatore europeo ha inoltre imposto alle aziende con una posizione dominante di concedere l'affitto della rete in rame agli altri operatori. Tale scelta, se da un lato ha consentito di ampliare l'offerta e ridurre i prezzi dei servizi di connessione a banda larga, ha disincentivato gli investimenti nelle nuove tecnologie in fibra ottica². Gli operatori hanno così privilegiato lo sviluppo della tecnologia mista *fiber to the cabinet* (FTTC), che utilizza la fibra fino agli armadi di strada e i cavi in rame per raggiungere gli utenti finali. Il tasso di penetrazione³ delle connessioni più veloci di ultima generazione

² Tale esito è spiegato dalla compresenza di tre effetti. In primo luogo vi è un effetto di sostituzione, per il quale a fronte di bassi prezzi di accesso alla rete esistente i nuovi entranti preferiscono utilizzare quest'ultima piuttosto che investire in nuove reti. In secondo luogo l'operatore dominante gode di introiti all'ingrosso, che non lo incentivano a costruire un'infrastruttura in fibra. Infine vi è un effetto di migrazione: quando il prezzo di accesso alla rete in rame è basso, anche i prezzi al dettaglio dei servizi si riducono; pertanto, al fine di incoraggiare i clienti a passare dal rame alla fibra, gli operatori dovrebbero offrire prezzi bassi anche per i servizi in fibra, riducendo la redditività attesa dall'investimento. Per maggiori dettagli, cfr. W. Briglauer, *The impact of regulation and competition on the adoption of fiber-based broadband services: recent evidence from the European Union member states*, "Journal of Regulatory Economics", 46, 1, 2014, pp. 51-79.

³ Numero di linee totali (residenziali e affari) a banda larga fissa disponibili ogni 100 nuclei familiari.

fiber to the premises (FTTP), che impiegano la fibra ottica anche nell'ultimo tratto, è pari soltanto al 23,9 per cento.

Per favorire la diffusione della fibra ottica nelle aree meno densamente popolate, in cui gli alti costi e i bassi rendimenti scoraggiano gli investimenti privati, è stato predisposto nel 2015 il Piano strategico per la banda ultralarga. Sono stati destinati 3 miliardi di euro al finanziamento di progetti per raggiungere con la rete in fibra ottica 7.000 comuni, la cui realizzazione è stata affidata con gara alla società Open Fiber. Nell'attuazione del piano si registrano tuttavia ampi ritardi, dovuti anche a ostacoli burocratici (ad es. nella concessione da parte delle autorità locali dei permessi sugli scavi per il posizionamento della fibra), che hanno causato il rinvio della data prevista per la conclusione dei lavori.

La ricerca di sinergie ed economie di scala da parte degli operatori sta portando a un maggiore livello di concentrazione. Nel comparto delle telecomunicazioni mobili nel 2016 si è avuta la fusione tra Wind e H3G; a marzo del 2020 la Commissione europea ha approvato la joint venture tra INWIT di TIM e Vodafone Towers (attive nella gestione delle infrastrutture di telefonia mobile). È inoltre in discussione la creazione di un unico operatore della rete fissa in cui far confluire le infrastrutture passive di Open Fiber e di TIM, che da una parte eviterebbe duplicazioni con possibili guadagni di efficienza, dall'altra limiterebbe la concorrenza infrastrutturale.

L'intervento pubblico. – Il quadro temporaneo sugli aiuti di Stato¹, adottato a livello europeo il 19 marzo 2020 e modificato il 3 aprile e l'8 maggio 2020, fissa le condizioni per l'intervento pubblico diretto nel capitale delle imprese che hanno registrato difficoltà a seguito dell'epidemia di Covid-19. Tale intervento è concepito come soluzione di ultima istanza, giustificata dalla necessità di evitare le gravi conseguenze che potrebbero derivare dall'uscita dal mercato di imprese che rivestono un ruolo di rilievo nel sistema produttivo (ad es. per le dimensioni o perché forniscono un servizio pubblico essenziale). La partecipazione pubblica deve avere carattere temporaneo e deve essere adeguatamente remunerata. Le regole europee stabiliscono inoltre alcuni presidi sul piano della governance, come il divieto di distribuire dividendi ai soci privati e di aumentare la remunerazione della direzione della società. Con il DL 34/2020 è stato previsto che Cassa depositi e prestiti, attraverso un patrimonio destinato appositamente costituito, effettui interventi, compresa la partecipazione ad aumenti di capitale, in società (anche quotate) con fatturato superiore a 50 milioni di euro. I requisiti di accesso e le modalità degli interventi saranno definiti da un decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze, sentito il Ministro dello Sviluppo economico.

L'estensione della partecipazione pubblica nel capitale delle imprese è in controtendenza rispetto ai precedenti provvedimenti normativi volti a razionalizzare

¹ Commissione europea, *Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del Covid-19*, comunicazione C(2020) 1863, 2020, modificata dalle comunicazioni C(2020) 2215 del 3 aprile 2020 e C(2020) 3156 dell'8 maggio 2020.

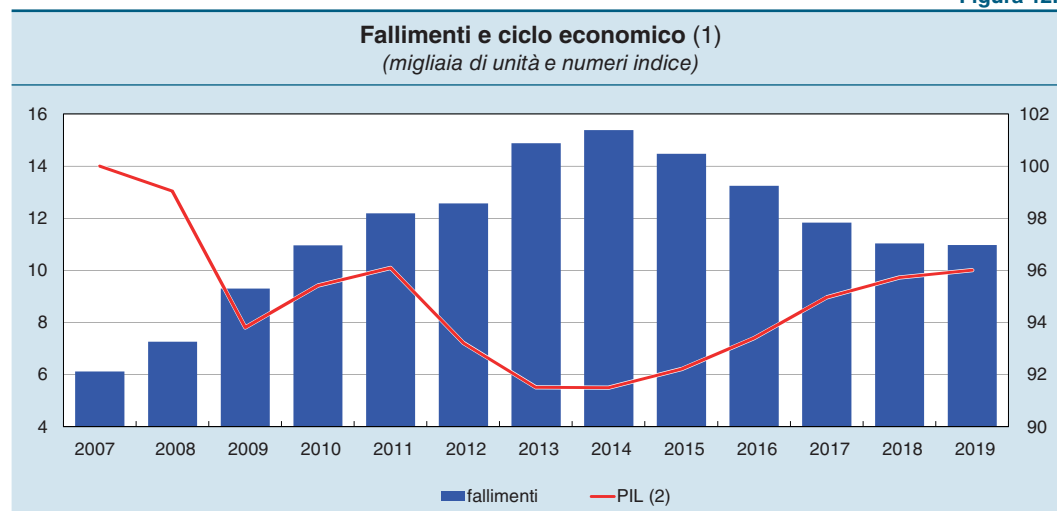
l'intervento diretto nell'economia e agli andamenti registrati negli ultimi anni. Tra il 2011 e il 2018 il numero delle società a controllo pubblico in Italia si è ridotto di circa un quinto (da quasi 5.000 a meno di 4.000). Riguardo alle competenze professionali degli amministratori, si registrano differenze tra le società a controllo pubblico e quelle private con caratteristiche simili: la dirigenza delle prime si distingue per una minore esperienza e una maggiore probabilità di avere svolto incarichi politici, fattori che sono negativamente correlati con indicatori di efficienza operativa².

Con il DL 23/2020 è stato esteso l'ambito di applicazione del *golden power*, includendo nei settori di rilevanza strategica anche i comparti creditizio e assicurativo, non menzionati dalla normativa europea in materia. Sono state inoltre rafforzate le prerogative del Governo, con la possibilità di procedere d'ufficio in caso di mancata notifica (da parte dell'investitore o dell'impresa) delle operazioni su cui possono essere esercitati i poteri speciali, e sono stati ampliati gli obblighi di trasparenza relativi alle società quotate. Infine, sino al 31 dicembre 2020, sono stati posti vincoli all'acquisizione di posizioni di controllo societario anche da parte di soggetti provenienti da altri Stati membri dell'Unione europea.

La gestione delle crisi di impresa

Il numero di fallimenti è aumentato considerevolmente durante gli anni della crisi finanziaria globale e del debito sovrano (fig. 12.2). In assenza di interventi pubblici si stima che, a fronte di un'ipotetica riduzione del PIL del 10 per cento, il numero di fallimenti potrebbe crescere fino a 14.000 nel 2020 (sono stati circa 11.000 nel 2019). Inoltre il numero delle società di capitali in situazione di probabile

Figura 12.2



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia e Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.

(1) Fallimenti iscritti presso i tribunali. – (2) Valori concatenati; indici: 2007=100. Scala di destra.

² S. Mocetti e G. Roma, *Da 8.000 a 1.000? Razionalizzazione e governance delle società pubbliche*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

insolvenza (stato di crisi)³ potrebbe superare le 80.000 unità (il 13 per cento del totale, con quasi 800.000 addetti; tav. 12.1), contro le 50.000 del 2018 (ultimo anno per cui sono disponibili i dati di bilancio). Analisi basate sugli anni 2010-15 indicano che oltre la metà delle società tende a uscire dal mercato entro tre anni dall'insorgere dello stato di crisi.

Tavola 12.1

Società di capitali in stato di crisi (migliaia di unità e valori percentuali)						
VOCI	2018		2020 in assenza delle misure del DL 18/2020 (1)		2020 in presenza delle misure del DL 18/2020 (1)	
	numero	quota (2)	numero	quota (2)	numero	quota (2)
Imprese	50,4	7,9	81,7	12,8	73,2	11,5
Addetti	351,3	3,9	788,2	8,8	631,6	7,0

Fonte: elaborazioni su dati Cerved e INPS.
 (1) Limitatamente alle misure di potenziamento degli strumenti di integrazione salariale e alla moratoria sui rimborsi di prestiti. –
 (2) Rispetto al totale delle società di capitali attive nel 2018, escluse quelle operanti nei settori dei servizi di pubblica utilità.

Da marzo del 2020 sono state adottate numerose misure a sostegno della liquidità delle imprese in difficoltà a seguito dell'epidemia di Covid-19 (DD.LL. 18/2020, 23/2020, 34/2020; cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia* del capitolo 7), che potranno limitarne il rischio di insolvenza. Nostre stime indicano, ad esempio, che il potenziamento degli strumenti di integrazione salariale e la moratoria sui rimborsi di prestiti (DL 18/2020) potrebbero ridurre il numero di società in stato di crisi del 10 per cento e quello dei lavoratori coinvolti del 20 per cento rispetto a quanto si osserverebbe in assenza di interventi pubblici.

Per arginare il rischio di repentine liquidazioni di imprese colpite dalla crisi, il DL 23/2020 ha introdotto una moratoria sui fallimenti fino al 30 giugno 2020 e ha prorogato di sei mesi i termini di adempimento dei piani delle procedure di ristrutturazione in corso. In considerazione dei possibili squilibri patrimoniali indotti dall'emergenza sanitaria, è stata inoltre sospesa per il 2020 l'operatività di alcune disposizioni del diritto societario, quali gli obblighi di ricapitalizzazione per riduzione del capitale sociale e la subordinazione dei finanziamenti dei soci rispetto agli altri creditori.

Al fine di evitare il passaggio a un quadro normativo inedito in coincidenza di una prevedibile crescita del flusso di procedure concorsuali, con i conseguenti costi di adattamento per i soggetti coinvolti, il DL 23/2020 ha posticipato al 1° settembre 2021 l'entrata in vigore della maggior parte delle disposizioni del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, tra cui le procedure cosiddette di allerta. Queste ultime, attivandosi a pochi mesi dalla presentazione dei bilanci del 2020, si baseranno comunque su indicatori relativi all'esercizio corrente e potranno riguardare un numero elevato di società.

³ La nozione di stato di crisi come situazione che rende probabile l'insolvenza del debitore è stata introdotta dal Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (D.lgs. 14/2019), la cui entrata in vigore è stata posticipata al 1° settembre 2021. La presenza di un patrimonio netto inferiore ai limiti di legge è il principale criterio quantitativo per l'individuazione dello stato di crisi identificato dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili sulla base delle indicazioni del Codice stesso.

L'atteso incremento delle situazioni di difficoltà delle imprese si inserisce nel contesto di limitata efficacia dell'attuale sistema di gestione delle crisi. I tempi delle procedure fallimentari rimangono molto elevati e le evidenze disponibili sull'impiego degli strumenti di ristrutturazione indicano che questi sono stati sinora utilizzati prevalentemente da imprese di grande dimensione e con esiti non sempre soddisfacenti (cfr. il riquadro: *Procedure concorsuali in continuità aziendale: accordi di ristrutturazione e concordati preventivi in Italia*).

PROCEDURE CONCORSALE IN CONTINUITÀ AZIENDALE: ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE E CONCORDATI PREVENTIVI IN ITALIA

L'ordinamento italiano contempla diverse procedure volte a superare la crisi delle imprese, evitandone la liquidazione, attraverso una ristrutturazione basata su un accordo tra debitore e creditori.

A partire dalla riforma del diritto fallimentare del 2005-06, sono stati introdotti per la ristrutturazione delle imprese strumenti stragiudiziali (piani di risanamento) e semi-giudiziali (accordi di ristrutturazione dei debiti), nonché nuove procedure giudiziali non liquidatorie (concordati preventivi in continuità aziendale). Al crescente grado di coinvolgimento dell'Autorità giudiziaria corrispondono una maggiore formalizzazione procedurale e più ampie possibilità di estendere il contenuto dei piani di ristrutturazione ai creditori dissenzienti.

Rilevazioni condotte presso alcuni tribunali italiani hanno consentito la predisposizione di una base dati contenente informazioni a livello di singola procedura su un campione di accordi di ristrutturazione e concordati preventivi in continuità¹. Tale campione copre circa un terzo degli accordi e dei concordati avviati in Italia nel periodo 2009-2016 ed è composto prevalentemente da osservazioni provenienti da tribunali del Centro Nord, dove questi strumenti sono maggiormente utilizzati.

Facendo uso di questo archivio informativo, un recente lavoro fornisce alcune indicazioni sulle caratteristiche delle imprese che fanno ricorso a tali procedure e sugli esiti che ne conseguono².

Anche a causa degli elevati costi fissi, le procedure considerate vengono utilizzate principalmente per la ristrutturazione di grandi aziende³. La dimensione mediana delle imprese che ricorrono ad accordi di ristrutturazione è infatti circa 20 volte

¹ La raccolta e la predisposizione dei dati sono state realizzate nell'ambito del progetto *Contractualised distress resolution in the shadow of the law* (CoDiRe), coordinato dall'Università degli Studi di Firenze, cui hanno partecipato diverse istituzioni tra cui la Banca d'Italia. A causa della loro natura stragiudiziale, l'indagine non ha riguardato i piani di risanamento, sui quali rimane scarsa la disponibilità di informazioni strutturate.

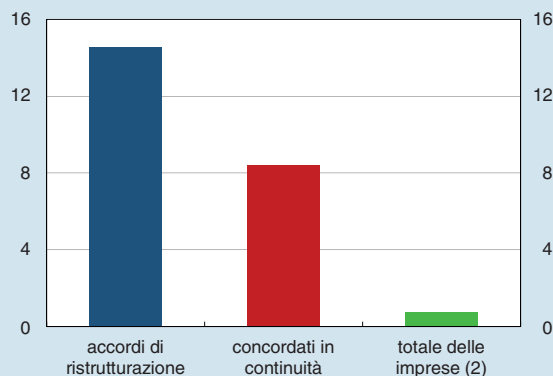
² A. Danovi, I. Donati, I. Forestieri, T. Orlando e A. Zorzi, *Business continuity in times of distress: debt restructuring agreements and compositions with creditors in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Anche i piani di risanamento coinvolgono tipicamente le grandi imprese; cfr. L. Carpinelli, G. Cascarino, S. Giacomelli e V. Vacca, *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 311, 2016.

superiore alla dimensione mediana di tutte le società di capitali, escludendo quelle non assoggettabili alle procedure concorsuali (circa 10 volte per i concordati in continuità; figura).

La durata mediana del periodo di dissesto finanziario (identificato dalla presenza di crediti deteriorati nei confronti del sistema bancario) anteriore alla procedura è pari a due anni negli accordi di ristrutturazione; è più breve (un anno e tre mesi) nei concordati in continuità. In questi ultimi, tuttavia, a ridosso dell'avvio della procedura, le imprese mostrano peggiori condizioni di redditività e minore solidità patrimoniale, in conseguenza di un più rapido declino.

Consistenza dell'attivo delle imprese prima dell'avvio della procedura (1)
(valori mediani; milioni di euro)



Fonte: elaborazioni su dati CoDiRe, Cerved e InfoCamere.

(1) Per le imprese coinvolte in procedure concorsuali la consistenza dell'attivo è misurata dal valore medio nei 3 anni precedenti l'avvio della procedura. Per le altre è misurata dal valore medio nel periodo 2009-2016. – (2) Sono escluse le imprese non assoggettabili alle procedure concorsuali.

Le evidenze relative agli esiti delle procedure indicano, per entrambi gli strumenti considerati⁴, una contenuta efficacia degli interventi previsti dai piani di ristrutturazione in relazione a un obiettivo di pieno risanamento delle imprese⁵. La quota di imprese che risultano cessate entro tre anni dall'avvio di un accordo di ristrutturazione è pari al 56 per cento. Tale quota è più bassa (31 per cento) nei concordati in continuità; tuttavia per questi ultimi si rileva che il 70 per cento delle imprese che rimangono attive a tre anni dall'avvio risulta ancora coinvolto nella procedura.

Sia negli accordi di ristrutturazione sia nei concordati in continuità, le imprese ancora attive a tre anni dall'avvio della procedura mostrano un miglioramento solo parziale dei risultati economici: restano infatti caratterizzate da produttività e redditività inferiori a quelle medie di tutte le aziende assoggettabili alle procedure concorsuali. Inoltre, nella quasi totalità dei casi, le loro relazioni di credito rimangono classificate come deteriorate, a conferma dei lunghi tempi necessari per il completamento del processo di ristrutturazione.

⁴ Nelle analisi qui presentate si escludono le procedure in continuità "indiretta", nelle quali il piano di ristrutturazione prevede la cessione dell'impresa o la sua fusione con un altro soggetto. Esse costituiscono il 12 per cento degli accordi di ristrutturazione e il 70 per cento dei concordati preventivi in continuità.

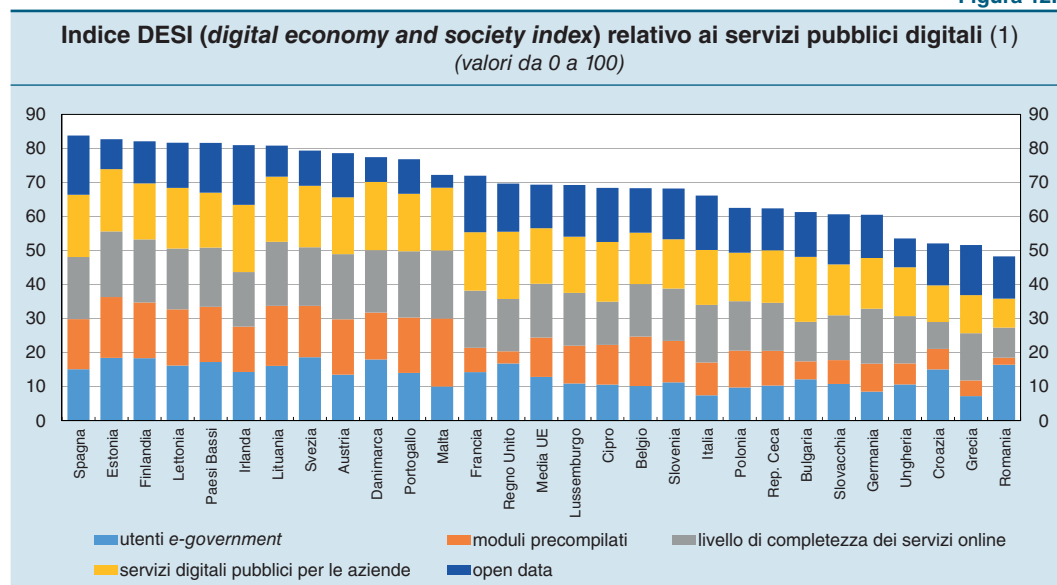
⁵ Negli Stati Uniti si registrano tassi di cessazione delle imprese in ristrutturazione di poco inferiori a quelli italiani; cfr. S. Bernstein, E. Colonnelli e B. Iverson, *Asset allocation in bankruptcy*, "The Journal of Finance", 74, 1, 2019, pp. 5-53, e A. Bris, I. Welch e N. Zhu, *The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization*, "The Journal of Finance", 61, 3, 2006, pp. 1253-1303.

Il contesto istituzionale

La Pubblica amministrazione. – A causa dell'epidemia di Covid-19 sono stati sospesi per quasi due mesi i termini relativi allo svolgimento dei procedimenti amministrativi, ad eccezione di quelli riguardanti i pagamenti (DD.LL. 18/2020 e 23/2020). Il lavoro agile (*smart working*) è stato indicato come modalità ordinaria di svolgimento della prestazione lavorativa; nei casi in cui è impossibile farvi ricorso è stata ammessa l'esenzione del personale dal servizio (DL 18/2020).

Il ritardo nel processo di digitalizzazione e il limitato ricorso in passato al lavoro agile potrebbero avere inciso negativamente sull'operatività delle amministrazioni meno preparate a svolgere le attività a distanza. Secondo l'indice DESI della Commissione europea il nostro paese si trova al di sotto della media UE per quanto riguarda la fornitura di servizi pubblici digitali (fig. 12.3). Il dato risente in particolare dello scarso livello di interazione online tra le Amministrazioni pubbliche e l'utenza, sia per la bassa percentuale di cittadini e imprese che si rivolgono agli uffici attraverso i canali telematici, sia per la ridotta disponibilità di moduli precompilati.

Figura 12.3



Fonte: Commissione europea.

(1) A valori più alti corrispondono risultati migliori. L'indicatore è calcolato come media semplice di 5 sottoindicatori: "utenti e-government" corrisponde alla percentuale di individui che hanno utilizzato internet nell'ultimo anno e hanno inviato moduli alla Pubblica amministrazione in via telematica; "moduli precompilati" indica la quantità di dati precompilati nei moduli messi a disposizione online dalle Pubbliche amministrazioni 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" riflette 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.

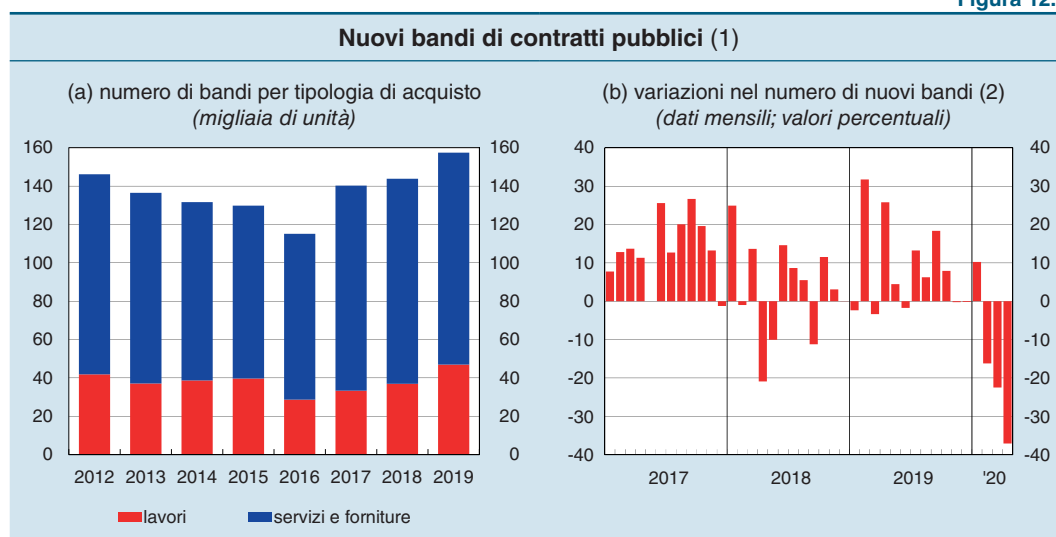
L'alta età media del personale della Pubblica amministrazione potrebbe avere rallentato l'introduzione delle nuove tecnologie e averne limitato le potenzialità di sfruttamento. Nel 2018 l'età media degli addetti era superiore a 50 anni, un valore elevato nel confronto internazionale e in aumento di oltre 7 anni rispetto al 2001. A tale dinamica hanno contribuito le misure adottate nell'ultimo decennio al fine di contenere la spesa pubblica, tra cui il parziale blocco delle assunzioni, che ha comportato tra il 2008 e il 2018 una contrazione della forza lavoro pubblica di

quasi 300.000 unità (circa l'8,3 per cento), e il progressivo innalzamento dell'età pensionabile⁴.

Nostre elaborazioni su dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* mostrano che nel 2019 meno dell'1 per cento dei dipendenti della Pubblica amministrazione ha lavorato da casa almeno una volta nel mese dell'intervista (contro l'oltre 5 per cento degli occupati del settore privato). I dipendenti pubblici che hanno usato lo *smart working* sono in media significativamente più giovani, più istruiti e occupati in professioni più qualificate.

I contratti pubblici. – Nel 2019 sono stati pubblicati quasi 160.000 bandi di gare di appalto di importo superiore a 40.000 euro, un aumento di circa il 10 per cento rispetto al 2018 (fig. 12.4.a). In seguito all'epidemia di Covid-19 il numero di nuovi bandi ha subito una brusca flessione: nei mesi di marzo e aprile del 2020 risulta inferiore rispettivamente di oltre il 20 e il 30 per cento rispetto ai corrispondenti mesi del 2019 (fig. 12.4.b).

Figura 12.4



Fonte: elaborazioni su dati Anac.

(1) Bandi per contratti di importo superiore a 40.000 euro. – (2) Variazione nel numero dei nuovi bandi rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente. Non è rappresentato il dato anomalo di maggio 2017 (aumento del 78 per cento), indotto dal blocco delle gare nel corrispondente mese del 2016.

La parziale interruzione dell'affidamento di contratti pubblici è riconducibile alla difficile gestione delle gare di appalto nel contesto dell'emergenza sanitaria e al limitato utilizzo di procedure telematiche, oltre che alla probabile esigenza delle amministrazioni di riprogrammare i fabbisogni e la spesa.

Il quadro regolamentare continua a essere molto complesso e caratterizzato da rilevanti incertezze normative. Lo scorso anno il DL 32/2019 (decreto "sblocca cantieri") ha introdotto misure per semplificare e velocizzare i processi di approvvigionamento, attraverso modifiche o deroghe temporanee al Codice dei contratti pubblici e il ricorso alla figura dei commissari straordinari. Tuttavia il previsto regolamento unico di

⁴ L. Rizzica, *The Italian public sector workforce: recent evolution in the light of the rules on turnover*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

attuazione non è stato ancora emanato e le opere da affidare alle gestioni commissariali non sono state individuate. Inoltre, a quattro anni dall'entrata in vigore del Codice, due suoi pilastri (la qualificazione delle stazioni appaltanti e il rating di impresa) non sono ancora operativi.

La giustizia civile. – Nel 2019 sono proseguiti i gradualmente miglioramenti nel funzionamento della giustizia civile. I procedimenti pendenti presso i tribunali si sono ridotti del 4 per cento rispetto al 2018, riflettendo un'ulteriore contrazione di quelli iscritti. La durata dei processi civili ha continuato a diminuire, pur rimanendo elevata.

L'insorgere dell'epidemia di Covid-19 ha indotto un'interruzione parziale delle attività di corti e tribunali per circa due mesi (DD.LL. 11/2020, 18/2020, 23/2020 e 28/2020); fino al 31 luglio 2020 misure specifiche, dettate dalla necessità di rispettare le norme sanitarie, potranno essere adottate nei singoli uffici giudiziari, compresa la sospensione delle udienze.

Tale situazione determinerà un innalzamento del carico pendente alla fine dell'anno: a parità di procedimenti iscritti, se il numero di quelli definiti entro il 2020 si riducesse di un sesto (proporzionalmente ai due mesi della sospensione), i procedimenti pendenti aumenterebbero del 12 per cento rispetto all'anno precedente, riportandosi a un livello di poco inferiore a quello del 2016. Ai due mesi di interruzione potrebbe inoltre seguire un periodo di attività rallentata a causa delle esigenze relative al rispetto delle norme sanitarie, in assenza di un adeguato grado di digitalizzazione. La debolezza del ciclo economico potrebbe inoltre comportare un aumento dei nuovi procedimenti legati alla difficoltà di adempiere gli obblighi contrattuali.

I rischi di infiltrazione della criminalità nell'economia. – La criminalità organizzata tende a infiltrarsi nei settori più esposti al rischio di riciclaggio, in quelli maggiormente connessi con il settore pubblico, dove riesce a sfruttare il potere corruttivo e altre forme di condizionamento delle amministrazioni, e nelle imprese più vulnerabili dal punto di vista finanziario⁵.

La repentina e marcata riduzione del fatturato delle imprese ha determinato un significativo incremento del loro fabbisogno di liquidità (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*) e con esso del rischio di infiltrazione, soprattutto laddove le organizzazioni criminali siano in grado di soddisfare tali esigenze in maniera rapida e consistente. Tra le attività sospese a seguito dell'emergenza sanitaria, quelle che risentono maggiormente di problemi di liquidità sono anche le più esposte al rischio di infiltrazione (in particolare le attività commerciali, la ristorazione e la filiera delle costruzioni).

Per accedere alle misure di sostegno della liquidità introdotte dal DL 23/2020, sono previste procedure accelerate che potrebbero aumentare il rischio di favorire l'economia illegale. Nell'attuazione di simili strumenti devono essere conciliate le esigenze di rapidità di azione con quelle di controllo di efficacia e di legalità⁶.

⁵ L. Mirenda, S. Mocetti e L. Rizzica, *The real effects of 'ndrangheta: firm-level evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1235, 2019.

⁶ *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.

13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2019 è continuato il rafforzamento dei bilanci bancari. La riduzione dei crediti deteriorati è proseguita a ritmi sostenuti; le operazioni di cessione vi hanno contribuito in misura rilevante. Il tasso di deterioramento dei prestiti è rimasto su livelli storicamente molto contenuti.

I prestiti alle imprese sono scesi a causa della bassa domanda di finanziamenti connessa con l'indebolimento della congiuntura; la crescita dei finanziamenti alle famiglie è stata in linea con quella osservata nel triennio 2016-18. Gli intermediari hanno lievemente diminuito gli investimenti in titoli pubblici italiani, una quota rilevante dei quali è allocata nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato.

La raccolta complessiva è aumentata, beneficiando della crescita sostenuta dei depositi dei residenti; quella obbligazionaria sui mercati internazionali è tornata a salire e i rendimenti all'emissione si sono ridotti.

La flessione del margine di interesse e i più elevati oneri fiscali hanno inciso sulla redditività, che per i maggiori gruppi è risultata leggermente inferiore a quella dei principali intermediari europei.

Le banche italiane, soprattutto quelle di grande dimensione, hanno proseguito la riorganizzazione della rete distributiva attraverso la riduzione del numero degli sportelli e dei dipendenti. Nella prima parte dell'anno si è perfezionata la riforma del settore delle banche di credito cooperativo (BCC); la maggior parte di queste è confluita nei gruppi bancari cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca. Nostre analisi mostrano come iniziative volte ad accrescere la scala operativa delle banche italiane possono determinare significativi guadagni di efficienza, soprattutto se accompagnate da un maggiore ricorso alle nuove tecnologie e da una razionalizzazione della rete distributiva.

Gli effetti della diffusione dell'epidemia di Covid-19 sull'attività economica espongono il sistema bancario a nuovi rischi; rispetto all'avvio della crisi finanziaria globale, le condizioni di partenza sono tuttavia più solide. Anche grazie all'ampia revisione della regolamentazione prudenziale realizzata negli anni scorsi dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), la capacità di fronteggiare condizioni economiche avverse è cresciuta: tra il 2007 e il 2019 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio delle banche italiane è quasi raddoppiato. L'incidenza dei crediti deteriorati netti si è inoltre ridotta di due terzi dal picco del 2015; l'impatto sul capitale dovuto alle variazioni di valore dei titoli di Stato è mitigato dalla diminuzione della quota di quelli valutati al *fair value*; i prestiti sono finanziati interamente dai depositi. Le ampie possibilità di rifinanziamento presso l'Eurosistema contribuiscono ad attenuare le tensioni sulla provvista.

La crisi innescata dall'epidemia si sta riflettendo sulla dinamica dei finanziamenti a famiglie e imprese. I primi hanno subito un rallentamento, che dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Il credito alle imprese è invece tornato a crescere marcatamente a seguito dell'aumento del fabbisogno di liquidità indotto dall'interruzione dell'attività produttiva. L'accesso al credito delle imprese beneficerà delle ampie garanzie pubbliche sui prestiti.

La recessione comporterà verosimilmente un deterioramento della qualità del credito e pressioni sulla redditività. Il perdurare delle tensioni sui mercati finanziari potrebbe inoltre tradursi in un ulteriore calo delle sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e in una contrazione delle commissioni. L'entità di tali effetti è tuttavia ancora incerta e dipenderà dalla durata della recessione e dalla velocità della ripresa. Le misure adottate dalle autorità di vigilanza mirano a contenere le conseguenze della pandemia sulla capacità delle banche di finanziare l'economia e a evitare effetti prociclici.

Nel primo trimestre del 2020 i fondi comuni aperti di diritto italiano hanno registrato deflussi netti rilevanti; a partire dall'ultima settimana di marzo il calo della raccolta si è tuttavia attenuato. I fondi hanno fatto fronte regolarmente alle richieste di rimborso, anche grazie a un grado di liquidità dei portafogli relativamente elevato; vi ha contribuito la normativa nazionale, che prevede limiti agli investimenti in attività illiquide.

GLI ANDAMENTI DEL 2019

La struttura dell'industria bancaria

Nel primo semestre del 2019 si è concluso il processo di riforma del settore delle BCC. ICCREA e Cassa Centrale Banca sono divenute capogruppo di due gruppi bancari, ai quali hanno aderito tutte le BCC presenti sul mercato ad eccezione di 39 banche Raiffeisen dell'Alto Adige, che hanno invece optato per la costituzione di un sistema di protezione istituzionale. Il gruppo Cassa Centrale Banca è diventato un intermediario significativo nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM); quello facente capo a ICCREA era già qualificato come tale prima della riforma.

La riforma del credito cooperativo ha modificato in misura rilevante la struttura del sistema bancario, che alla fine del 2019 comprendeva 55 gruppi bancari e 98 banche individuali, 229 in meno rispetto a un anno prima. Le succursali di banche estere erano 80. Ai 12 gruppi significativi era riconducibile oltre l'80 per cento delle attività complessive del sistema.

Nel 2019 il numero di sportelli è sceso del 4,3 per cento, a 24.300 unità; quello degli addetti è salito dell'1,5 per cento, a circa 286.000, per l'incorporazione da parte di un grande intermediario di una società di servizi appartenente al gruppo. In assenza di tale operazione anche il numero totale di addetti sarebbe diminuito, dell'1,2 per cento.

Negli ultimi dieci anni gli interventi di razionalizzazione della rete distributiva hanno comportato un aumento di quasi il 40 per cento del numero medio di abitanti

per sportello, a circa 2.300 unità, un valore più elevato rispetto a Francia e Spagna (circa 1.800 in entrambi i casi) e inferiore a quello della Germania (quasi 3.000). Grazie agli interventi di riorganizzazione aziendale, la produttività media del lavoro, misurata dal valore aggiunto netto per dipendente, ha interamente recuperato il forte calo seguito alla crisi finanziaria globale. La riduzione del numero degli sportelli e dei dipendenti è stata realizzata per oltre il 90 per cento dalle banche significative; tali banche detenevano alla fine del 2019 circa il 60 per cento degli sportelli e dei dipendenti (poco più di due terzi nel 2009).

L'utilizzo di canali digitali riveste un ruolo crescente nell'interazione con la clientela. Nel 2019 la quota di clienti che accede ai servizi bancari attraverso questi canali è salita di quattro punti percentuali, all'80 per cento. La digitalizzazione dei servizi finanziari favorisce il calo dei costi, anche quelli a carico della clientela: le spese di gestione di un conto corrente online sottoscritto e amministrato digitalmente ammontano in media a circa un quinto dei costi di un conto bancario tradizionale.

Le banche stanno anche ampliando l'offerta online dei servizi tradizionali. Dalle indagini regionali condotte dalle Filiali della Banca d'Italia emerge che tra il 2013 e il 2019 le quote di banche che offrono servizi di pagamento attraverso dispositivi mobili, servizi di gestione del risparmio e credito alle famiglie mediante i canali digitali sono aumentate, rispettivamente, al 65, al 64 e al 37 per cento (nel 2013 erano pari al 6, al 55 e al 17 per cento). Solo il 16 per cento degli intermediari invece offre finanziamenti alle imprese attraverso portali internet.

In base ai risultati di una nostra indagine condotta nel primo semestre del 2019 su un campione di 120 banche, nel quadriennio 2017-2020 gli investimenti del sistema bancario per l'innovazione tecnologica applicata all'offerta di servizi finanziari (FinTech) sarebbero pari a 620 milioni. Oltre la metà della spesa sarebbe destinata a realizzare applicazioni per dispositivi mobili, la cui adozione è favorita dalla direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno (Revised Payment Services Directive, PSD2). Le banche investirebbero risorse cospicue in progetti per lo sfruttamento dei big data, delle tecnologie per lo sviluppo di piattaforme digitali, del cloud e dell'intelligenza artificiale.

La digitalizzazione dei servizi finanziari consente di ampliare l'offerta e di migliorare la redditività anche attraverso la riduzione dei costi di produzione e distribuzione dei servizi e la realizzazione di economie di scala (cfr. il riquadro: *Le economie di scala nel sistema bancario italiano*).

LE ECONOMIE DI SCALA NEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO

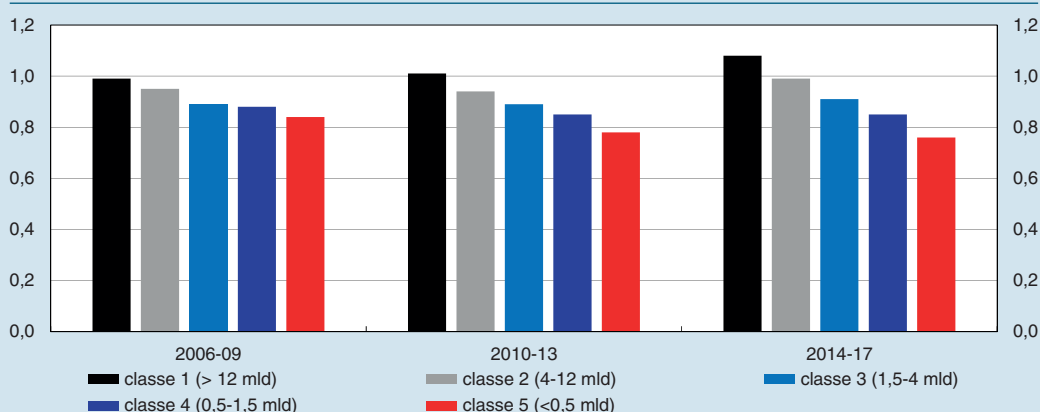
In passato l'esistenza di benefici in termini di costi connessi con l'aumento della dimensione delle banche è stata documentata prevalentemente al di sotto di soglie di attività contenute. Di recente l'applicazione delle tecnologie digitali alla produzione e alla distribuzione dei servizi bancari ha determinato notevoli cambiamenti nella struttura dei costi degli intermediari e potrebbe avere introdotto nell'industria bancaria sostanziali economie di scala e di diversificazione. Per taluni servizi tuttavia l'utilizzo della tecnologia è ancora limitato; la loro offerta continua a dipendere fortemente dalla rete distributiva.

Un'analisi¹ condotta su dati relativi a un campione di banche italiane nel periodo 2006-2017 mostra che i costi marginali della produzione e della distribuzione di servizi altamente standardizzati per i quali è rilevante l'impiego delle nuove tecnologie – come i servizi di pagamento e i depositi – diminuiscono al crescere dei volumi. Le economie di scala sono invece molto contenute per le attività di erogazione dei prestiti e di gestione del risparmio, per le quali finora l'impiego delle nuove tecnologie è stato più limitato.

L'analisi indica inoltre l'esistenza di rilevanti economie di scala per gran parte delle banche di piccola e media dimensione (figura). Per le banche di maggiore dimensione non vi sarebbero in media risparmi di costo all'aumentare della scala operativa, ma i risultati delle stime sono eterogenei. In particolare l'esistenza di economie di scala dipenderebbe dall'effetto sui costi, sia della gestione della rete distributiva, sia dell'utilizzo della innovazione tecnologica: la dimensione oltre la quale si esaurirebbero i rendimenti di scala crescenti è più bassa per gli intermediari la cui attività è concentrata in segmenti a ridotto impiego tecnologico e che operano prevalentemente attraverso la rete degli sportelli; risulta invece più elevata per quelli con una maggiore diversificazione dell'offerta di servizi e con un numero di sportelli limitato.

Figura

Economie di scala per classe dimensionale di banca (1)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Valore medio dell'indicatore RSE per classe dimensionale di banca e per sottoperiodo. Un valore di RSE minore di 1 indica che i costi crescono proporzionalmente meno del prodotto (economie di scala), mentre un valore maggiore di 1 indica che i costi crescono più che proporzionalmente (diseconomie di scala). Il campione di banche esclude i gruppi bancari Unicredit e Intesa Sanpaolo e le filiali di banche estere. Le classi dimensionali sono identificate dai seguenti percentili della distribuzione degli attivi delle banche: 95, 90, 75 e 50. I valori medi di RSE sono stimati in 3 sottoperiodi. Il primo termina con l'inizio della recessione che ha colpito l'Italia dopo la crisi finanziaria globale; il secondo comprende la crisi dei debiti sovrani; il terzo è caratterizzato da un miglioramento della situazione economica e patrimoniale delle banche e dalla ripresa dell'attività economica.

In conclusione una crescita della scala di produzione, mediante operazioni di concentrazione o attraverso la condivisione di prodotti e servizi, potrebbe comportare

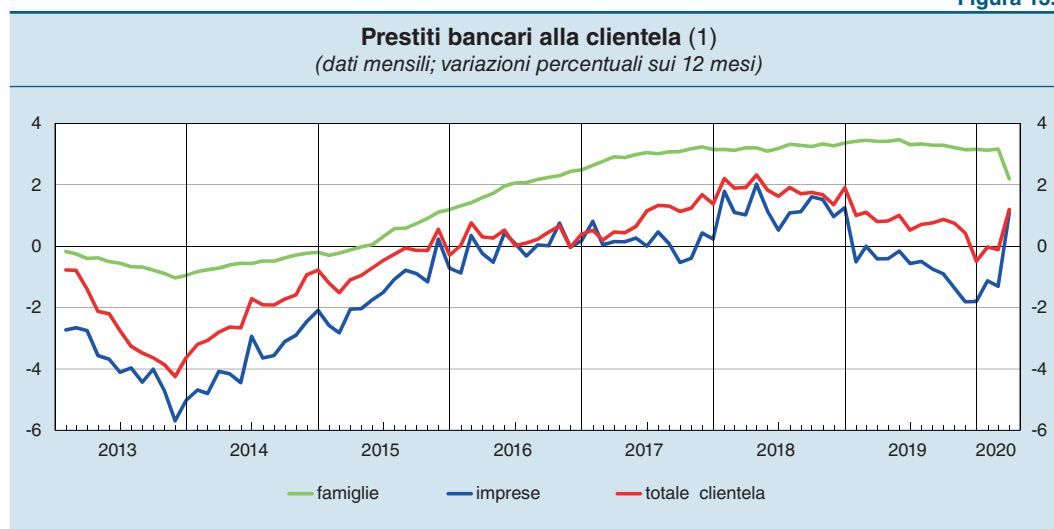
¹ E. Bonaccorsi di Patti e F. Ciocchetta, *Economies of scale revisited: evidence from Italian banks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. L'analisi si basa sulla stima di una funzione di produzione che mette in relazione i costi operativi con i diversi prodotti bancari, includendo tra gli input gli sportelli e il capitale tecnologico. Le economie di scala sono state misurate usando l'indicatore di *ray scale economy* (RSE), definito come la variazione percentuale dei costi operativi corrispondente a una variazione di un punto percentuale del complesso dei prodotti bancari.

cospicui guadagni di efficienza per gli intermediari di piccola e media dimensione, soprattutto se accompagnata dalla razionalizzazione della rete distributiva e da un utilizzo più intenso delle nuove tecnologie nella produzione dei servizi. L'analisi quantifica solamente i risparmi in termini di costi operativi, tralasciando ad esempio quelli in termini di costo della raccolta, e non considera possibili economie di diversificazione dal lato dei ricavi.

Le attività delle banche

Il credito. – Nel 2019 i prestiti delle banche italiane sono diminuiti dello 0,5 per cento (fig. 13.1). La flessione interrompe una fase di moderata crescita iniziata nel 2016.

Figura 13.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2020 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*.

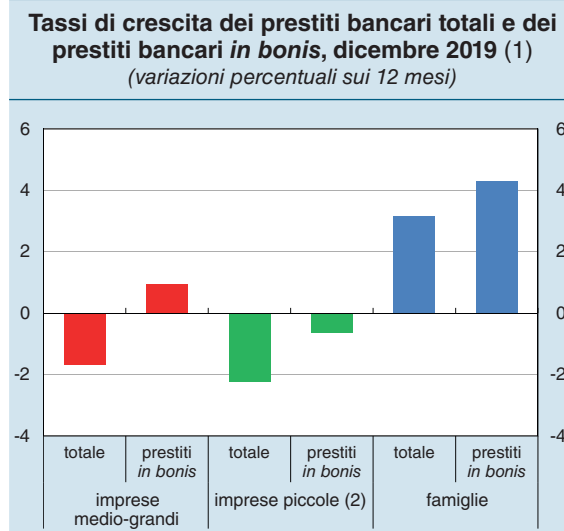
La crescita del credito alle famiglie (3,2 per cento) è dipesa dall'incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni (2,5 per cento) e del credito al consumo (8,6 per cento), i cui flussi sono stati pari rispettivamente a 50,4 e 43,5 miliardi, al netto delle rinegoziazioni.

La domanda di mutui è stata sostenuta dal calo dei tassi di interesse (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2020). Nel corso dell'anno la differenza tra i tassi medi di interesse applicati ai contratti a tasso fisso e variabile è scesa da 56 a 10 punti base; il minore differenziale di costo ha incentivato la domanda dei contratti a tasso fisso, la cui quota sul totale delle nuove erogazioni è cresciuta di 10 punti percentuali e ha raggiunto il 72 per cento, il valore più alto mai osservato in Italia.

La quota dei prestiti alle famiglie consumatrici e produttrici sul totale di quelli al settore privato non finanziario è salita di 2 punti percentuali, al 50 per cento; rimane inferiore di circa 7 punti percentuali alla media dei paesi dell'area dell'euro, in relazione alla minore quota di mutui residenziali (30,3 contro 43,5 per cento).

I prestiti alle imprese si sono contratti dell'1,8 per cento. La flessione si è intensificata nel corso dell'anno, a causa della debole domanda indotta dal rallentamento ciclico (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2020); è stata maggiore per le imprese delle costruzioni e dei servizi e per quelle più rischiose (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). I prestiti bancari *in bonis* alle piccole imprese hanno subito un calo, mentre sono leggermente aumentati quelli alle aziende di maggiore dimensione (fig. 13.2). Per effetto soprattutto del minore costo dei contratti a tasso fisso, i tassi di interesse sulle nuove erogazioni alle imprese sono scesi in media di 10 punti base, raggiungendo il valore minimo storico di 1,7 punti percentuali.

Figura 13.2



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Esposizioni *in bonis* a dicembre del 2018 che nell'arco dei 12 mesi considerati non hanno registrato segnali di deterioramento. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Dal 2013 la quota di prestiti alle imprese con durata inferiore ai dodici mesi si è gradualmente ridotta, scendendo dal 37,3 al 31,3 per cento; rimane tuttavia più elevata che in Germania, Francia e Spagna (15,1, 16,9 e 21,7 per cento, rispettivamente). La diminuzione della quota di prestiti a breve termine attenua le esigenze di rinnovo dei prestiti da parte delle imprese, particolarmente acute a seguito della crisi economica innescata dall'epidemia di Covid-19.

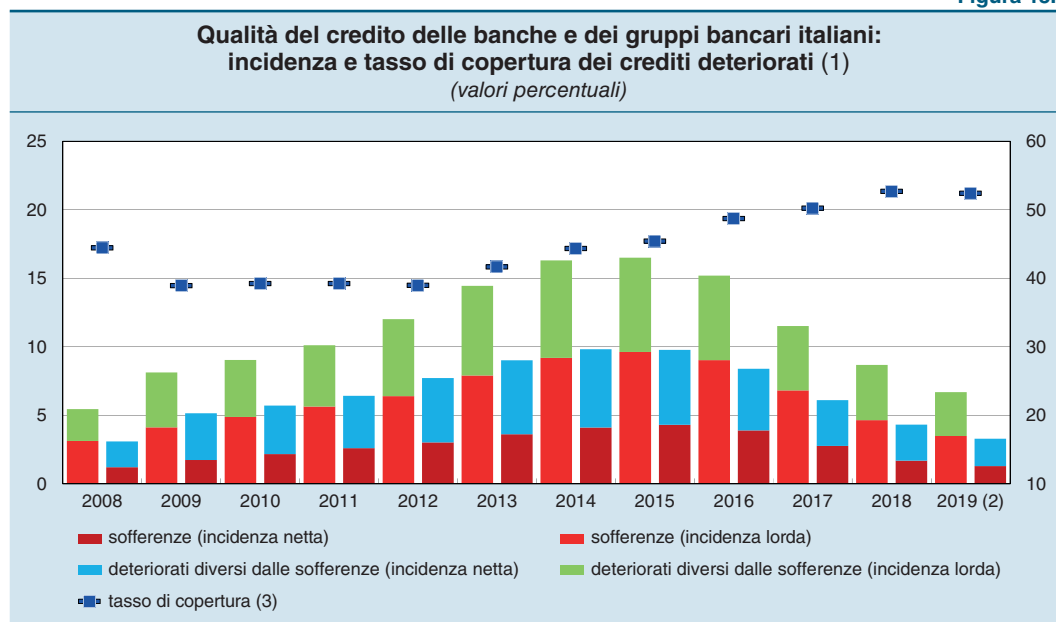
I crediti bancari deteriorati. – Nel 2019 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei crediti è sceso all'1,2 per cento, un valore molto contenuto nel confronto storico e inferiore di quasi un punto percentuale rispetto alla fine del 2007, prima della doppia recessione del periodo 2008-2013. Negli ultimi anni la minore rischiosità media dei prestiti ha beneficiato della ripresa, per quanto moderata, dell'attività economica, dei bassi tassi di interesse e di una maggiore selettività degli intermediari nell'erogazione dei prestiti.

È proseguita nell'anno la riduzione della consistenza dei crediti deteriorati. Le vendite sono state pari a 31 miliardi; rispetto al 2018 sono cresciute soprattutto le cessioni di posizioni classificate come inadempienze probabili (salite da 5 a 8 miliardi).

Negli ultimi anni la cessione di crediti deteriorati da parte delle banche italiane è stata molto ingente, in risposta alle sollecitazioni sia delle autorità di vigilanza sia del mercato. Dal 2016, quando le transazioni sul mercato dei crediti bancari deteriorati hanno cominciato ad acquisire rilevanza, le cessioni sono state pari, al lordo delle rettifiche di valore, a 154 miliardi. Le vendite, effettuate sia dalle banche significative sia da quelle meno significative, sono risultate superiori ai piani presentati annualmente dagli intermediari.

Alla fine del 2019 i crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore ammontavano a 70 miliardi, il 22 per cento in meno rispetto all'anno precedente; la loro incidenza sul totale dei crediti è scesa dal 4,3 al 3,3 per cento (fig. 13.3)¹.

Figura 13.3



I titoli. – Nel 2019 i titoli di debito detenuti dalle banche italiane sono cresciuti dell'1,5 per cento; alla fine dell'anno i titoli diversi da quelli relativi ad attività proprie cartolarizzate e da quelli emessi da banche residenti erano pari a poco meno di 550 miliardi.

Le consistenze di titoli pubblici italiani ammontavano a 383 miliardi. La loro incidenza sul totale degli attivi è scesa per le banche significative (dall'8,6 all'8,2 per cento), mentre si è mantenuta sostanzialmente invariata per quelle meno significative, al 21,5 per cento. Per le banche italiane i titoli pubblici emessi dal paese di residenza corrispondono all'87 per cento del totale dei titoli sovrani degli Stati dell'area dell'euro detenuti in portafoglio, una quota superiore a quelle rilevate sia per le banche francesi e spagnole (79 per cento in entrambi i casi), sia per quelle tedesche (63 per cento).

Nell'anno gli intermediari hanno effettuato vendite nette di titoli pubblici italiani per 8 miliardi; le cessioni hanno solo in parte compensato l'aumento delle consistenze avvenuto nel 2018 in concomitanza con l'acuirsi delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici (oltre 50 miliardi; cfr. *Relazione annuale* sul 2018).

¹ Nello stesso periodo i crediti deteriorati lordi sono diminuiti da 190 a 147 miliardi.

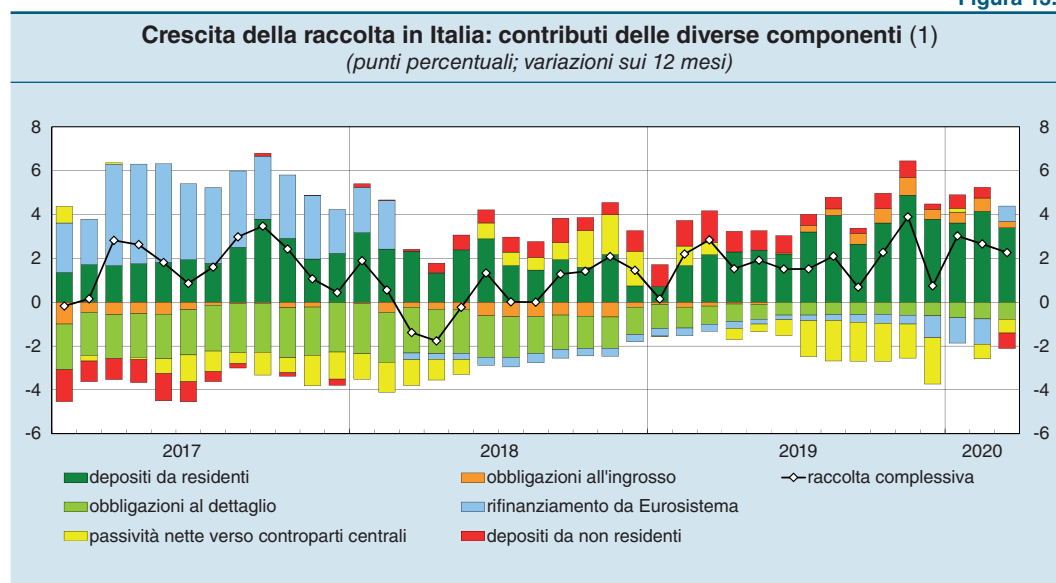
Gli acquisti netti sono ripresi in misura rilevante dal marzo 2020, quando il differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi si è nuovamente ampliato a seguito degli effetti della diffusione dell'epidemia (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*).

Nel corso dell'anno gli intermediari hanno continuato ad allocare un ammontare crescente di titoli pubblici nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato, la cui quota è aumentata dal 55,4 al 68,4 per cento. Sebbene determini vincoli alla vendita di tali attività, questa scelta limita l'impatto delle variazioni di valore dei titoli sul conto economico e sul patrimonio. La vita media residua dei titoli di Stato nel portafoglio delle banche, pari a 5,2 anni alla fine del 2019, è leggermente salita.

La raccolta bancaria

Nel 2019 la raccolta complessiva delle banche è aumentata dello 0,8 per cento (fig. 13.4). L'espansione della provvista al dettaglio (4,8 per cento) ha più che compensato il calo della raccolta all'ingrosso e delle passività verso l'Eurosistema, scese del 6 e del 9,8 per cento, rispettivamente.

Figura 13.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Non sono considerate le passività nei confronti delle Istituzioni finanziarie monetarie residenti. Le passività nette verso le controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

La raccolta al dettaglio ha continuato a essere sostenuta dalla crescita dei depositi dei residenti, che sono aumentati anche per effetto del disinvestimento da parte delle famiglie dai prodotti del risparmio gestito. Dal 2011 l'incremento dei depositi è stato costante e la loro incidenza sul totale della raccolta è salita di quasi un quarto, al 66,5 per cento; durante questo periodo le maggiori consistenze di depositi hanno più che compensato il calo delle obbligazioni detenute dalle famiglie, il cui ammontare alla fine del 2019 era molto contenuto (2,6 per cento della raccolta rispetto al 15,9 per cento del 2011).

L'attuale struttura delle passività pone rischi contenuti per il finanziamento degli impieghi. Da un lato, le banche possono accedere agevolmente al rifinanziamento presso l'Eurosistema attraverso la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3); dall'altro, gli intermediari coprono ormai interamente il finanziamento dei prestiti con la raccolta al dettaglio (fig. 13.5).

Nell'anno il calo della provvista all'ingrosso, che rappresenta poco più di un quinto del totale, è interamente attribuibile alla riduzione di circa due terzi delle passività nette verso controparti centrali. Tali passività, dopo essere notevolmente aumentate nel 2018 per finanziare a tassi contenuti gli acquisti di titoli di Stato (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018), si sono riportate su livelli bassi nel confronto storico, grazie ai maggiori flussi di depositi e alla riduzione degli acquisti di titoli pubblici italiani. La raccolta obbligazionaria sui mercati dei capitali è invece cresciuta del 6,5 per cento, interrompendo la flessione iniziata nel 2015; ha beneficiato, soprattutto nel secondo semestre dell'anno, delle favorevoli condizioni di emissione (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

Il costo medio della raccolta è leggermente sceso rispetto al 2018, portandosi al minimo storico dello 0,16 per cento. La flessione è attribuibile quasi interamente alla riduzione del costo medio delle passività sul mercato interbancario (da -0,3 a -0,4 per cento) e delle obbligazioni (da 2,4 a 2,1 per cento). Sono rimasti sostanzialmente stabili i tassi sui depositi e sui rifinanziamenti presso l'Eurosistema.

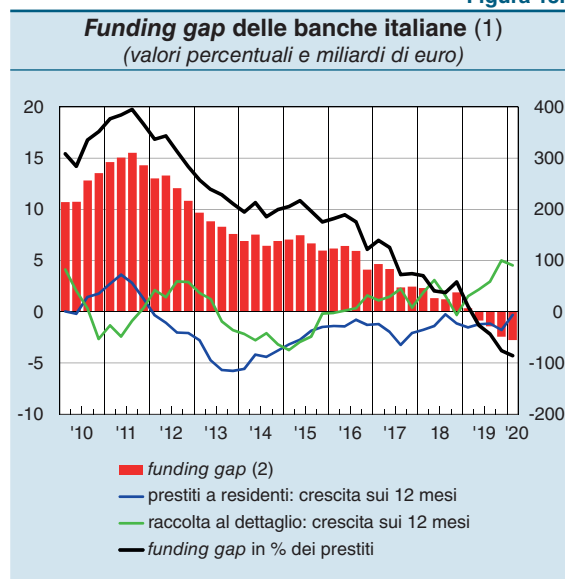
La redditività e il patrimonio delle banche

La redditività. – Nel 2019 la redditività delle banche italiane è leggermente diminuita rispetto all'anno precedente, soprattutto per effetto della riduzione del margine di interesse e dei maggiori oneri fiscali (fig. 13.6). Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, è stato pari al 5,0 per cento (5,7 per cento nel 2018).

Il calo dei costi operativi è proseguito; la loro incidenza sul margine di intermediazione (*cost-income ratio*) è scesa al 65,5 per cento². Grazie ai bassi tassi di

² Alla fine dell'anno l'incidenza dei costi operativi sul margine di intermediazione dei gruppi significativi e delle banche meno significative era sostanzialmente analoga: mentre quella dei primi era lievemente aumentata rispetto al 2018, per le seconde si riduceva di quasi nove punti percentuali.

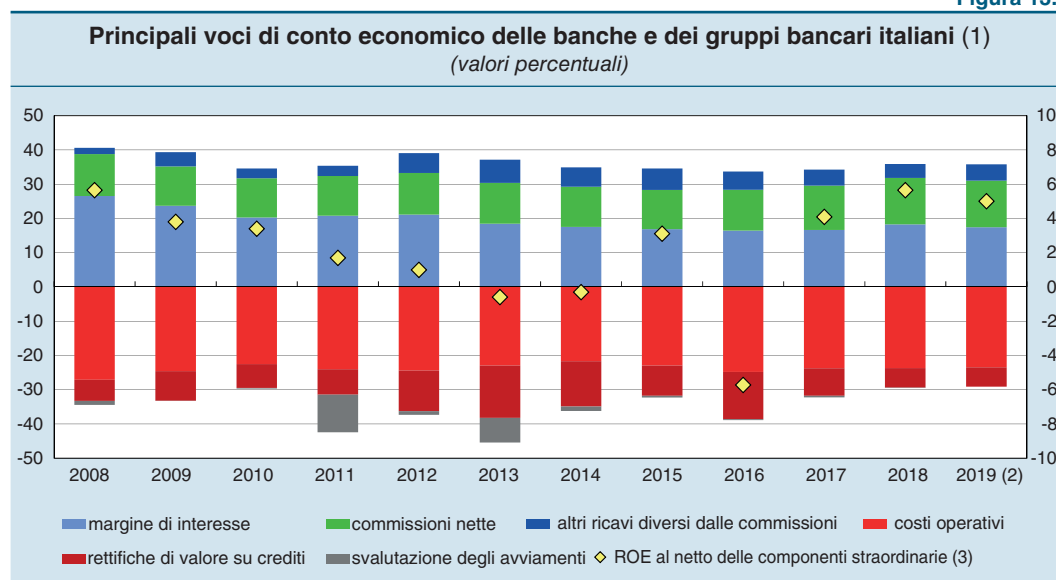
Figura 13.5



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse Cassa depositi e prestiti e le filiali di banche estere in Italia.
 (1) Prestiti a residenti meno raccolta al dettaglio (depositi da residenti più obbligazioni collocate presso le famiglie). Gli ultimi dati si riferiscono alla fine di marzo 2020. – (2) Scala di destra.

deterioramento, il costo del rischio di credito, misurato dal rapporto tra il flusso di rettifiche di valore e l'ammontare medio dei prestiti, è rimasto su livelli contenuti (75 punti base). Ha inciso negativamente sul ROE l'aumento delle imposte, riconducibile al venire meno del beneficio riconosciuto nel 2018 in relazione alla prima applicazione del principio contabile IFRS 9.

Figura 13.6



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) In rapporto al capitale medio dell'anno. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Scala di destra.

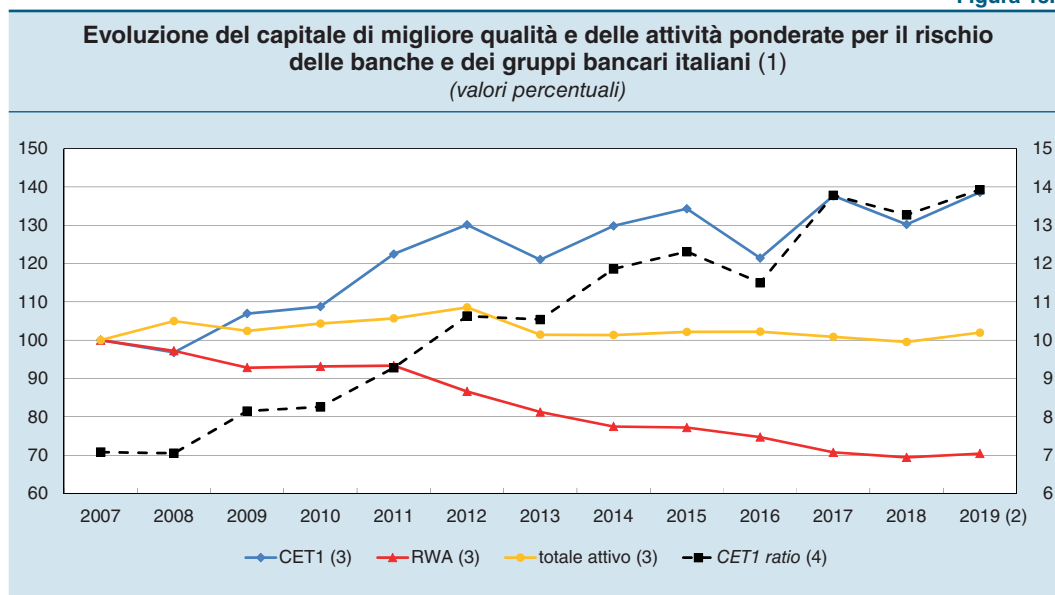
Per le banche significative il ROE è diminuito di oltre un punto percentuale, al 4,9 per cento (5,8 in media per i principali gruppi europei)³. Per quelle meno significative invece il ROE è cresciuto di oltre tre punti, al 6,5 per cento, grazie soprattutto alle commissioni e ai ricavi connessi con la cessione di attività finanziarie. Persiste una notevole eterogeneità che deriva dai differenti modelli di operatività degli intermediari meno significativi. Quelli che svolgono in prevalenza attività di finanziamento a famiglie e imprese hanno conseguito un ROE mediamente molto basso, mentre il risultato delle banche specializzate nei servizi di investimento e in particolari segmenti del mercato del credito è stato elevato⁴. Circa il 70 per cento delle banche meno significative ha migliorato la redditività rispetto al 2018; è diminuita dal 18 al 14 per cento la quota di quelle che hanno chiuso l'esercizio in perdita.

Il patrimonio. – Nel 2019 è ripreso il rafforzamento patrimoniale delle banche. Alla fine di dicembre il *CET1 ratio* – dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) e le attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) – era in media pari al 13,9 per cento, oltre 60 punti base in più rispetto alla fine del 2018 (fig. 13.7).

³ EBA, *Risk Dashboard*. Data as of Q4 2019, aprile 2020.

⁴ Si fa riferimento a quegli intermediari operanti prevalentemente nei comparti del leasing, del factoring, del credito al consumo e della gestione dei crediti deteriorati.

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 dicembre 2013 e, da marzo 2014, il CET1. 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.

Il miglioramento è da ricondurre in gran parte all'aumento del CET1, che ha beneficiato soprattutto del positivo risultato economico dell'anno e della rivalutazione delle attività valutate al *fair value*. Alla fine dell'anno il divario tra il *CET1 ratio* medio delle banche significative europee e quello delle corrispondenti italiane⁵ era pari a 0,8 punti percentuali (1,7 punti percentuali nel 2018).

Nell'anno si è concluso il programma di valutazione del settore finanziario condotto dal Fondo monetario internazionale (cfr. il riquadro: *Il programma di valutazione del settore finanziario italiano da parte dell'FMI*). La valutazione, che avviene periodicamente, ha riguardato diversi profili, tra i quali i rischi sistemici, la vigilanza sulle banche meno significative, l'assetto macroprudenziale e la gestione delle crisi degli intermediari.

IL PROGRAMMA DI VALUTAZIONE DEL SETTORE FINANZIARIO ITALIANO DA PARTE DELL'FMI

Il 20 marzo del 2020 il Fondo monetario internazionale ha pubblicato i risultati dell'esercizio periodico di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP) dell'Italia¹. La valutazione ha riguardato prevalentemente i rischi sistemici, la vigilanza sulle banche meno significative, il quadro macroprudenziale, la gestione delle crisi; è stata condotta tra il 2018 e il 2019 coinvolgendo le autorità di vigilanza nazionali, la Banca centrale europea, il Ministero dell'Economia e delle finanze, gli intermediari e le associazioni di categoria.

¹ FMI, *Italy. Financial system stability assessment*, IMF Country Report, 20/81, marzo 2020.

⁵ Cfr. sul sito della BCE: *Supervisory banking statistics*.

L’FMI ha messo in evidenza la notevole riduzione dei rischi sistemici in Italia anche in ragione delle misure adottate dalle autorità, che hanno rafforzato il governo societario degli intermediari e hanno promosso l’aumento del capitale e il miglioramento della qualità degli attivi nel settore bancario. Nel rapporto tuttavia si osserva che il livello di patrimonializzazione inferiore alla media europea e il peso dei crediti deteriorati ancora elevato costituiscono fattori di vulnerabilità, accentuati dai bassi margini di redditività.

Il Fondo monetario internazionale ha giudicato elevata la qualità della vigilanza sulle banche meno significative, di cui è direttamente responsabile la Banca d’Italia, raccomandando allo stesso tempo un’azione più rapida e incisiva nei riguardi di quegli intermediari la cui attività è condizionata da squilibri nei bilanci e da problemi strutturali di redditività. Ha anche riconosciuto i miglioramenti apportati nell’ultimo quinquennio all’ordinamento e alle prassi italiane di gestione delle crisi bancarie. Tra le raccomandazioni vi è quella, ampiamente condivisibile e seguita in Italia, di limitare l’utilizzo delle risorse pubbliche ai casi in cui potrebbe essere messa in pericolo la stabilità finanziaria.

L’FMI ha inoltre sconsigliato l’utilizzo dei sistemi di garanzia dei depositi (*deposit guarantee schemes*, DGS) per effettuare interventi preventivi a favore di banche in crisi, se non in casi eccezionali. Il Ministero dell’Economia e delle finanze e la Banca d’Italia non hanno condiviso questa valutazione, ricordando che gli interventi preventivi, previsti sia dalla legislazione europea sia dai principi fondamentali elaborati dalla International Association of Deposit Insurers, sono utili per una gestione anticipata delle crisi bancarie. Tali interventi possono contribuire a evitare che le difficoltà si acuiscano e che la crisi sfoci in una liquidazione, con costi potenzialmente rilevanti per i soggetti coinvolti e per gli stessi DGS. In Italia questo strumento è stato efficace nella grande maggioranza dei casi, consentendo di superare crisi aziendali senza necessità di interventi pubblici².

Sul versante macroprudenziale il Fondo monetario internazionale ha sottolineato negativamente la mancata costituzione di un’autorità macroprudenziale nazionale; ha anche raccomandato di adottare misure prudenziali per attenuare l’interconnessione tra i rischi bancari e il rischio sovrano. L’ultima raccomandazione, come hanno osservato le autorità italiane, si basa su una visione troppo semplicistica del rapporto tra questi rischi e non tiene conto della decisione presa dal Comitato di Basilea alla fine del 2017 di non rivedere per il momento l’attuale trattamento prudenziale delle esposizioni delle banche verso i debitori sovrani. Al dibattito sul tema in sede internazionale hanno contribuito anche alcuni studi condotti dalla Banca d’Italia³.

² Cfr. anche i commenti del Direttore esecutivo per l’Italia riportati in FMI, *Italy. 2020 Article IV consultation—press release; staff report; and statement by the executive Director for Italy*, IMF Country Report, 20/79, marzo 2020.

³ P. Angelini, G. Grande e F. Panetta, *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 213, 2014; M. Lanotte, G. Manzelli, A.M. Rinaldi, M. Taboga e P. Tommasino, *Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks’ sovereign exposures*, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, 326, 2016; I. Visco, *Considerazioni finali del Governatore* sul 2018, Banca d’Italia, 2019.

Gli altri intermediari creditizi e i confidi

Nel 2019 gli impieghi degli intermediari creditizi non bancari operanti nei segmenti del credito al consumo e della cessione del quinto (dello stipendio o della pensione) sono aumentati dell'8 e del 17 per cento rispettivamente, a 27 e 8 miliardi, mentre quelli delle società di leasing e di factoring sono diminuiti complessivamente del 6 per cento, a 83 miliardi.

È proseguito il miglioramento della qualità del credito. L'incidenza dei finanziamenti deteriorati sul totale di quelli concessi dal complesso di questi intermediari è scesa di 2,4 punti percentuali, all'8 per cento, al lordo delle rettifiche di valore. La riduzione delle attività ponderate per il rischio e l'incremento dei fondi propri hanno favorito il rafforzamento patrimoniale. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e attività ponderate per il rischio è aumentato di 2 punti percentuali, al 13,3 per cento.

L'ammontare delle garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'albo unico è cresciuto del 3,8 per cento, a 7 miliardi. Le posizioni deteriorate complessive sul totale delle garanzie rilasciate erano pari al 29,6 per cento (30,2 nel 2018). Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e attività ponderate per il rischio è rimasto sostanzialmente stabile, al 27,4 per cento.

Gli investitori istituzionali

La raccolta. – Lo scorso anno la raccolta netta degli investitori istituzionali è stata pari a 21 miliardi, il valore più basso dal 2012 (tav. 13.1 e fig. 13.8).

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2018	2019 (1)	2018	2019 (1)	Quote percentuali	
					2018	2019 (1)
Fondi comuni (2)	6.369	-4.399	320.114	339.365	15,5	14,9
Assicurazioni (3)	40.926	42.342	736.300	788.859	35,7	34,6
Fondi pensione (4)	4.519	4.283	167.145	185.121	8,1	8,1
Gestioni patrimoniali	4.537	-416	840.249	968.768	40,7	42,4
Totale	56.351	41.810	2.063.808	2.282.113	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	29.264	20.841	1.503.307	1.696.150	–	–
in percentuale del PIL	1,7	1,2	85,1	94,9	–	–
<i>per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (6)	-2.458	14.399	737.459	845.380	–	–
di cui:						
di intermediari italiani (7)	12.134	8.353	166.846	188.901	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.

(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in 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 aperti di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani. – (7) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda.

Il calo ha riguardato i settori dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali, le cui sottoscrizioni nette si sono ridotte di 10 e 5 miliardi, rispettivamente (a -4 e a -0,4 miliardi). La raccolta delle assicurazioni e dei fondi pensione si è mantenuta sostanzialmente stabile.

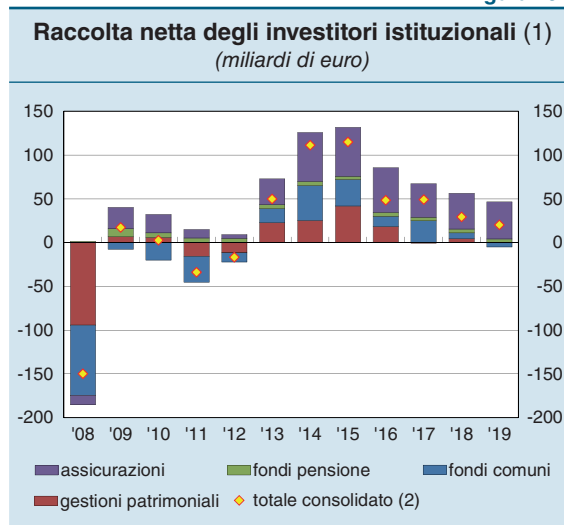
Gli episodi di elevata volatilità verificatisi sui mercati finanziari internazionali nei primi mesi del 2019 hanno indotto le famiglie a indirizzare i propri investimenti verso strumenti a basso rischio e alta liquidità, quali i depositi bancari e postali. Il marcato calo delle sottoscrizioni di fondi comuni di diritto italiano, che ha riguardato esclusivamente il comparto dei fondi aperti, è riconducibile quasi interamente ai riscatti di quote da parte degli investitori al dettaglio.

La raccolta dei fondi comuni che rispettano i vincoli dei piani individuali di risparmio (PIR) si è pressoché arrestata a seguito delle modifiche alla normativa introdotte dalla legge di bilancio per il 2019, che hanno previsto nuovi vincoli di investimento per questi strumenti (cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti modifiche normative sui fondi PIR*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019). I riscatti delle quote di tali fondi sono stati contenuti per effetto della normativa fiscale, che incentiva i risparmiatori a detenere le quote per un periodo minimo di cinque anni.

I fondi chiusi hanno raccolto risorse per 2 miliardi, pari al 3 per cento del patrimonio gestito. La crescita ha riguardato principalmente i fondi riservati a investitori professionali operanti nel mercato immobiliare e dei minibond. Diversi gestori hanno ottenuto l'autorizzazione a costituire fondi di investimento a lungo termine (*European long-term investment funds*, ELTIF), il cui patrimonio resta tuttavia ancora contenuto.

Lo sviluppo dei fondi chiusi immobiliari, che nel 2019 hanno raccolto risorse per 5 miliardi, è stato principalmente sostenuto dagli investimenti esteri e, in misura minore, da quelli degli enti di previdenza e delle compagnie di assicurazione italiane. Negli ultimi anni le prospettive di guadagno dalla locazione degli immobili a uso commerciale e di un apprezzamento delle loro quotazioni in alcune aree del Paese hanno favorito una forte espansione di questo segmento. Dal 2015 la raccolta dei fondi chiusi immobiliari di diritto italiano è stata pari a 30 miliardi, il 50 per cento del patrimonio gestito alla fine del 2019. Una quota significativa di questi flussi è stata investita in proprietà adibite a uso commerciale e a uffici nelle regioni del Nord Italia, in particolare nella provincia di Milano.

Figura 13.8



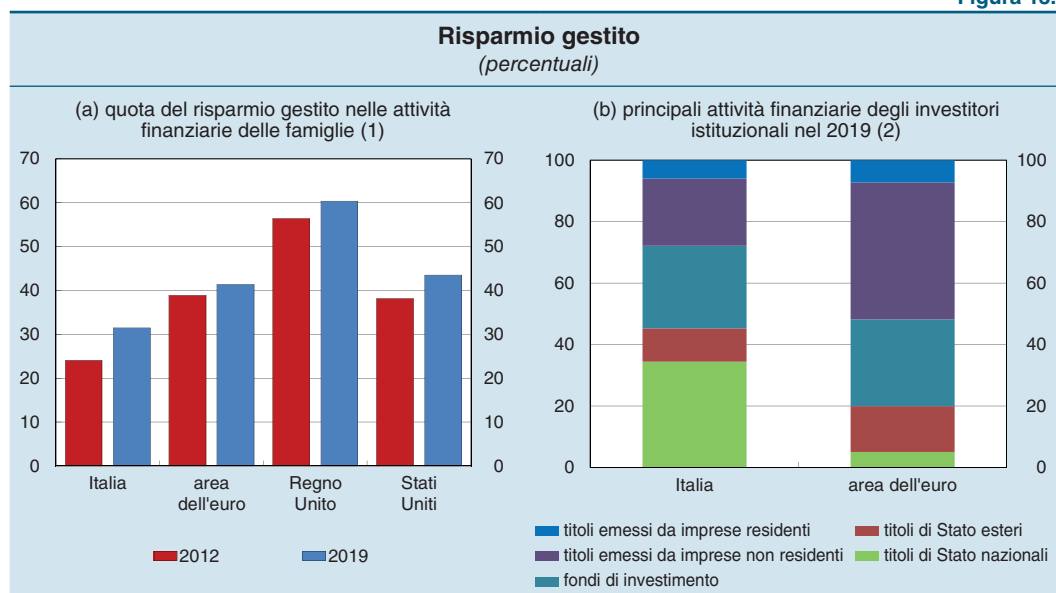
Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip.

(1) I flussi sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali. Per i fondi comuni sono inclusi solo quelli italiani. Per il 2019, dati provvisori. – (2) Cfr. le note della tav. 13.1.

Nell'anno la raccolta netta delle assicurazioni è rimasta sostanzialmente stabile sia nel ramo vita sia nel ramo danni (a 13 e 30 miliardi, rispettivamente). L'incertezza sull'andamento dei mercati finanziari ha indotto le famiglie a orientare la domanda verso prodotti a basso rischio. Le sottoscrizioni lorde di polizze unit linked e index linked, per le quali il rischio di investimento ricade principalmente sugli assicurati, si sono ridotte del 7 per cento, a 28 miliardi, mentre quelle delle polizze del ramo I, che offrono rendimenti minimi garantiti, sono aumentate del 10 per cento, a 73 miliardi.

Il patrimonio. – Il forte sviluppo del settore degli investitori istituzionali, favorito a partire dal 2013 dalla riallocazione dei portafogli delle famiglie italiane verso i fondi comuni e i prodotti assicurativi, si è arrestato nel 2019; la percentuale delle attività finanziarie delle famiglie gestite dagli investitori istituzionali ha raggiunto il 31,5 per cento, un valore superiore di circa dieci punti percentuali rispetto a quello della fine del 2012 (cfr. il capitolo 7: *Le condizioni finanziarie di famiglie e imprese*). Tale quota resta inferiore alla media dei paesi dell'area dell'euro e a quella del Regno Unito e degli Stati Uniti (fig. 13.9.a).

Figura 13.9



Fonte: per il pannello (a), Banca d'Italia, BCE, OCSE, BEA e Federal Reserve; per il pannello (b), BCE.

(1) 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.

Lo scorso anno, con la ripresa dei corsi dei titoli di Stato e delle prospettive di guadagno in conto capitale derivanti dalla loro vendita, gli investitori istituzionali hanno ridotto i relativi investimenti. La quota del portafoglio investita in queste attività è diminuita di circa due punti percentuali, al 34,4 per cento, a fronte di un ampliamento di titoli pubblici e di fondi di investimento esteri; rimane comunque elevata rispetto alla media dell'area dell'euro (fig. 13.9.b).

La redditività. – Nel 2019 gli utili delle società di gestione del risparmio sono saliti del 36 per cento. La ripresa dei corsi nei principali mercati finanziari ha sostenuto

le commissioni nette, il cui incremento ha più che compensato la crescita dei costi operativi. Il rapporto fra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale è passato da 7,8 a 8,1⁶.

L'afflusso di risorse verso i fondi chiusi immobiliari si è riflesso positivamente sulla redditività dei gestori specializzati in questo comparto, i cui utili sono quasi raddoppiati.

La redditività delle imprese assicurative è migliorata, grazie soprattutto all'aumento dei corsi dei titoli di Stato. Il rialzo dei prezzi si è tradotto in un significativo miglioramento del ROE nel ramo gestione vita, salito dal 5 al 14,5 per cento.

I PRIMI MESI DEL 2020 E LE PROSPETTIVE DI MEDIO TERMINE

Gli effetti della diffusione dell'epidemia di Covid-19 sull'attività economica espongono il sistema bancario a nuovi rischi nell'immediato e nel medio termine. Gli intermediari tuttavia fronteggiano tali rischi in condizioni patrimoniali e di liquidità rafforzate rispetto al passato e con una migliore qualità degli attivi. Il lungo processo di adeguamento della regolamentazione prudenziale, al quale la Banca d'Italia ha partecipato attivamente, ha avuto un ruolo decisivo. Le riforme sinora attuate hanno consentito di aumentare la quantità e innalzare la qualità del capitale bancario favorendo una più completa copertura dei rischi, di contenere il grado di leva finanziaria, di migliorare la gestione della liquidità e di costituire buffer di capitale per fronteggiare rischi di natura macroprudenziale.

Il forte peggioramento congiunturale dovrebbe comportare un rallentamento dei finanziamenti alle famiglie. Informazioni preliminari sull'andamento del mercato immobiliare prefigurano una notevole contrazione delle transazioni, che presumibilmente si rifletterà in una diminuzione delle nuove erogazioni di mutui residenziali. In marzo la crescita dei prestiti alle famiglie è stata pari al 2,2 per cento (3,1 per cento in febbraio).

Per aiutare le imprese a fare fronte all'aumentato fabbisogno di liquidità seguito all'interruzione dell'attività produttiva, il Governo ha adottato un programma di interventi vasto e articolato, che introduce la possibilità per tutte le imprese di avvalersi di garanzie pubbliche sui prestiti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020 e *Bollettino economico*, 2, 2020). Le prime evidenze disponibili indicano una elevata domanda di finanziamenti garantiti da parte delle imprese (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia* del capitolo 7). In marzo il tasso di crescita dei prestiti alle imprese è salito di 2,4 punti percentuali rispetto a febbraio, all'1,1 per cento.

Le ripercussioni sull'attività economica della diffusione dell'epidemia potrebbero generare un notevole deterioramento della qualità degli attivi bancari, con un incremento delle rettifiche di valore anche a seguito dell'applicazione delle norme

⁶ Le risorse patrimoniali minime richieste alle SGR sono commisurate alla massa gestita di OICR e fondi pensione, ai rischi operativi derivanti dal tipo di attività svolta e ai rischi derivanti dalla responsabilità professionale.

sull'accantonamento minimo prudenziale (*calendar provisioning*)⁷. I provvedimenti legislativi sulle moratorie, sulla sospensione delle rate dei mutui e sugli interventi a sostegno dei redditi delle famiglie e della continuità aziendale delle imprese dovrebbero frenare le insolvenze; la presenza di garanzie pubbliche permetterà inoltre di contenere l'ammontare di rettifiche di valore sia sulle nuove erogazioni, sia sui prestiti oggetto di rinegoziazione. È verosimile tuttavia che nei prossimi mesi gli effetti economici dell'epidemia si manifestino anche sui crediti già classificati come inadempienze probabili, che beneficiano in misura molto limitata delle misure introdotte dal Governo e risultano circa la metà dei crediti deteriorati netti nei bilanci bancari⁸. Il forte peggioramento congiunturale dovuto al diffondersi dell'epidemia di Covid-19 dovrebbe comportare un incremento della rischiosità anche dei prestiti degli intermediari non bancari. Nel più lungo periodo, le ricadute della pandemia sulla qualità del credito dipenderanno inevitabilmente dalla durata della recessione e dalla rapidità della ripresa.

Le principali autorità di vigilanza e di regolamentazione nazionali e internazionali hanno adottato misure prudenziali e contabili per evitare che le difficoltà temporanee della clientela e il conseguente indebolimento dei bilanci bancari possano innescare una brusca contrazione del credito, originando così pericolosi effetti prociclici (cfr. il riquadro: *Le misure adottate dalle autorità di vigilanza e gli effetti sulle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). Gli interventi adottati consentono agli intermediari di operare temporaneamente al di sotto di alcuni buffer di capitale e di liquidità; in ogni caso, alla fine del 2019 l'eccedenza media del *CET1 ratio* rispetto al livello minimo regolamentare⁹ delle banche italiane era rilevante (5,7 punti percentuali).

L'SSM e la Banca d'Italia hanno inoltre raccomandato ai gruppi e alle banche vigilate di non procedere alla distribuzione dei dividendi e di astenersi dal riacquisto di azioni proprie finalizzato alla remunerazione degli azionisti; sia le banche significative, sia quelle meno significative si sono attenute alle raccomandazioni. La mancata distribuzione dei dividendi renderà disponibili circa 7 miliardi di ulteriori risorse patrimoniali di migliore qualità che – laddove necessario – potranno essere utilizzate per assorbire gli impatti negativi della congiuntura.

Dalla metà di febbraio sono emerse tensioni sui mercati finanziari e si è ampliato il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali e quelli tedeschi. Come è avvenuto in altri periodi di turbolenza dei mercati, le banche italiane hanno effettuato in marzo acquisti netti di titoli pubblici italiani per 20 miliardi. In seguito all'annuncio dei nuovi programmi di acquisto di titoli da parte della BCE il differenziale di rendimento con i titoli tedeschi è diminuito (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2020).

⁷ Il regolamento UE/2019/630 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 prevede per i crediti deteriorati la svalutazione crescente con il passare del tempo fino a raggiungere il 100 per cento entro tre anni per le esposizioni non garantite ed entro sette per quelle garantite (con estensione a nove per quelle garantite da immobili).

⁸ Secondo nostre simulazioni, se la totalità delle inadempienze probabili si trasformasse in prestiti in sofferenza, l'aumento delle rettifiche di valore sarebbe di circa 15 miliardi, con una riduzione media del capitale di migliore qualità pari a 1,1 punti percentuali in termini di attività ponderate per il rischio.

⁹ Tale livello minimo viene fissato a seguito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP).

Alla fine di marzo la raccolta bancaria aveva risentito in maniera limitata delle tensioni sui mercati finanziari, per effetto delle quote relativamente alte della provvista al dettaglio (68 per cento) e del rifinanziamento presso l'Eurosistema (10,5 per cento). Non sono finora emersi segnali di sfiducia verso il sistema bancario e nessun intermediario ha registrato deflussi anomali di depositi, sebbene i canali digitali permettano alla clientela di trasferire rapidamente i propri fondi; l'espansione dei depositi è proseguita anche dopo lo scoppio dell'epidemia.

L'aumento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie osservato sul mercato secondario ha tuttavia determinato un'interruzione delle nuove emissioni, rallentando il processo di allungamento della durata media delle passività. L'effetto sulla raccolta è stato efficacemente contrastato dalla decisione del Consiglio direttivo della BCE del 12 marzo di ampliare i canali di provvista presso la banca centrale attraverso le TLTRO3, che garantiscono finanziamenti agli intermediari con durata fino a tre anni.

La crisi conseguente alla pandemia inciderà negativamente sulla redditività degli intermediari. La contrazione dell'attività economica verosimilmente accentuerà la flessione dei ricavi da interesse e aumenterà il costo del rischio di credito; il perdurare di tensioni sui mercati finanziari potrebbe tradursi in un calo delle sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e delle relative commissioni. Per gli intermediari di piccola dimensione e per quelli caratterizzati da un modello di attività tradizionale, che già incontravano difficoltà a mantenere livelli di redditività soddisfacenti, la perdita di reddito potrebbe risultare particolarmente ingente.

Rispetto al periodo immediatamente precedente la diffusione dell'epidemia gli utili attesi delle principali banche italiane quotate relativi al 2020 si sono ridotti del 62,7 per cento; per le maggiori banche europee la flessione attesa è leggermente inferiore (52,4 per cento). Il ROE atteso per le banche italiane ed europee quotate è diminuito rispettivamente di 4,5 e 3,7 punti percentuali, al 2,4 e al 4,1 per cento.

Gli effetti sull'attività dei confidi dipenderanno dall'andamento della domanda di credito delle imprese e dalla quantità di garanzie che verranno concesse nell'ambito del programma di iniziative del Governo. I confidi potranno infatti estendere la copertura delle garanzie dello Stato sul credito alle imprese fino all'intero importo del finanziamento, ottenendo la riassicurazione da parte del Fondo centrale di garanzia (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia* del capitolo 7).

Nel primo trimestre del 2020 i fondi comuni aperti di diritto italiano hanno registrato deflussi netti per 3,3 miliardi. Da marzo l'aumento della domanda di liquidità degli investitori istituzionali si è riflesso in un forte incremento dei riscatti di quote dei fondi monetari, azionari e di quelli obbligazionari specializzati in titoli ad alto rischio e bassa liquidità. I fondi hanno fatto fronte regolarmente alle richieste di rimborso.

Secondo i dati di una nostra indagine condotta presso le principali società di gestione del risparmio italiane, a partire dall'ultima settimana di marzo i riscatti si sono attenuati in quasi tutti i comparti. I fondi specializzati in titoli obbligazionari *high yield* e dei paesi emergenti, per i quali si erano osservati deflussi rilevanti in marzo, hanno registrato una raccolta netta positiva, mentre i deflussi dai comparti che investono in titoli governativi dell'area dell'euro sono proseguiti per tutto il mese di aprile.

L'aumento dell'avversione al rischio degli investitori comporterà verosimilmente una riduzione della raccolta dei fondi comuni nei prossimi mesi, in particolare di quelli che investono prevalentemente nei mercati meno liquidi, il cui peso sul patrimonio complessivo è tuttavia contenuto. Nel medio termine la raccolta dei fondi che rispettano i requisiti dei PIR potrebbe beneficiare delle modifiche introdotte con la legge di bilancio per il 2020, che hanno rimosso i vincoli di investimento introdotti con la riforma dell'anno precedente.

Il calo della raccolta e dei prezzi delle attività finanziarie si rifletteranno negativamente sulla redditività degli investitori istituzionali.

14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate nel corso del 2019. Il rendimento dei titoli di Stato decennali sul mercato secondario è diminuito significativamente, beneficiando sia dell'allentamento delle condizioni monetarie da parte della Banca centrale europea, sia del ridimensionamento del rischio sovrano, cui ha contribuito la riduzione della componente legata al rischio di ridenominazione.

Dalla fine di febbraio 2020 tali condizioni hanno fortemente risentito, come quelle degli altri paesi, della diffusione dell'epidemia di Covid-19 e delle attese riguardo ai suoi effetti sull'economia e sulle finanze pubbliche.

Le tensioni hanno raggiunto l'apice intorno alla metà di marzo, quando si è verificato un brusco calo dei prezzi in tutti i mercati, accentuato da una spirale negativa tra volatilità e illiquidità. Le aspettative di un aumento delle emissioni di titoli di Stato si sono tradotte in premi più elevati per il rischio sovrano; il rialzo degli spread, comune alla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, è stato più accentuato per i titoli italiani.

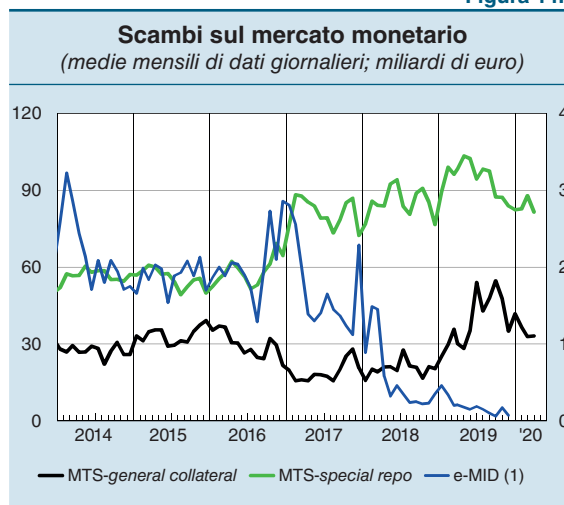
Le turbolenze si sono successivamente attenuate grazie alle misure adottate dalla BCE; vi hanno contribuito anche le politiche di sostegno all'economia varate dai governi, progressivamente più incisive. Le condizioni di mercato sono tuttavia rimaste fragili, con forti oscillazioni dei prezzi.

I mercati monetari e dei titoli pubblici

Il mercato monetario. – Nel 2019 le condizioni del mercato monetario si sono mantenute distese; nel primo trimestre del 2020 hanno risentito in misura limitata della diffusione dell'epidemia di Covid-19, anche a seguito degli immediati stimoli monetari della BCE.

Sulla piattaforma MTS l'attività del mercato pronti contro termine su titoli di Stato si è intensificata nel 2019 rispetto all'anno precedente, raggiungendo in luglio il valore massimo storico degli scambi medi giornalieri (fig. 14.1). Nell'anno l'aumento delle negoziazioni è

Figura 14.1



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa.
(1) Scala di destra. Ultimo dato disponibile: 31 dicembre 2019.

ascrivibile principalmente alla crescita nel segmento *general collateral* (del 91 per cento rispetto al 2018), favorita dalla redistribuzione della liquidità in eccesso tra gli intermediari italiani, e in misura minore nel segmento *special repo* (cresciuto dell'11 per cento).

Nel corso del 2019 i tassi di interesse dei pronti contro termine a brevissima scadenza sui titoli di Stato italiani si sono mantenuti sostanzialmente allineati al tasso sui depositi presso l'Eurosistema. Dopo l'entrata in vigore del sistema di remunerazione a due livelli delle riserve bancarie (*two-tier system*; cfr. *Bollettino economico*, 1, 2020), si è avuto un incremento della raccolta dall'estero del sistema bancario italiano senza che i tassi di interesse mostrassero rialzi significativi. Nel marzo di quest'anno, nei momenti di maggiore volatilità dei mercati finanziari, si sono riscontrati temporanei aumenti dei tassi sul mercato monetario; non si sono tuttavia avute ripercussioni di rilievo sul corretto funzionamento del mercato.

L'offerta e la domanda di titoli pubblici. – L'attività di collocamento sul mercato primario, ordinata nel corso del 2019, è proseguita con regolarità anche nella prima parte del 2020, nonostante il difficile contesto generato dall'emergenza Covid-19.

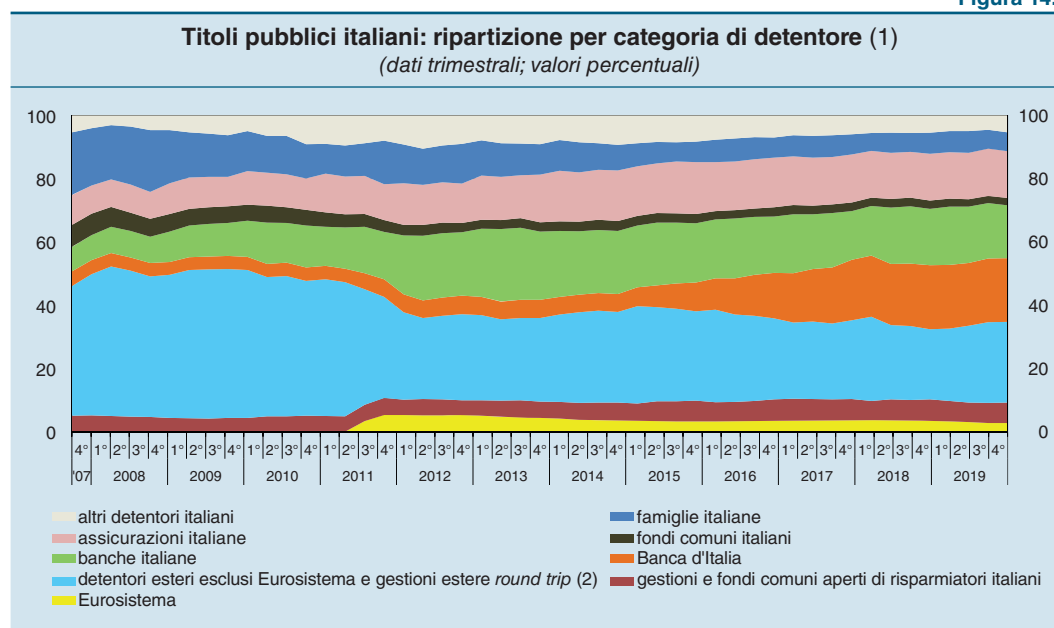
Nel bimestre marzo-aprile 2020, benché il Tesoro abbia offerto maggiori importi, la domanda nelle aste è stata sempre ampiamente superiore all'offerta; per le tipologie di titolo emesse anche negli stessi mesi del 2019 il rapporto tra le due grandezze (*cover ratio*) si è mantenuto in media sui valori osservati nel bimestre dello scorso anno (attorno a 1,5). La variabilità dei prezzi di acquisto presentati in asta è risultata tuttavia in notevole aumento.

I tassi di aggiudicazione – che tra la fine di gennaio e la metà di febbraio avevano toccato il minimo storico su diverse scadenze – sono saliti notevolmente dalla metà di marzo, riflettendo l'andamento sul mercato secondario; sono tornati su valori positivi anche per i titoli a breve termine. Il costo medio all'emissione nel primo quadrimestre è comunque rimasto molto inferiore a quello del periodo corrispondente del 2019; per l'insieme dei titoli in circolazione il costo medio alla fine di aprile era stabile al 2,5 per cento, minimo storico per il debito pubblico italiano.

Lo scorso anno la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è lievemente diminuita, al 20,1 per cento (20,3 alla fine del 2018; fig. 14.2)¹. Nei primi dieci mesi dell'anno il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) è stato interamente reinvestito; da novembre, in base alla decisione del Consiglio direttivo della BCE, sono ripresi gli acquisti netti (cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). Sempre nel 2019 si è ridotta la quota di titoli nel portafoglio delle banche italiane (di un punto percentuale, al 16,8 per cento); si sono lievemente contratte anche le quote delle famiglie italiane e dei fondi comuni di diritto italiano. La quota di titoli detenuti da investitori esteri è salita

¹ Rispetto a quanto riportato nel paragrafo: *La finanza pubblica nel 2019* del capitolo 11, le quote qui presentate sono calcolate con riferimento al valore di mercato (e non a quello facciale) e sulla componente dei titoli (e non sull'intero ammontare del debito).

Figura 14.2



Fonte: Banca d'Italia e stime basate su dati Assogestioni e BCE.

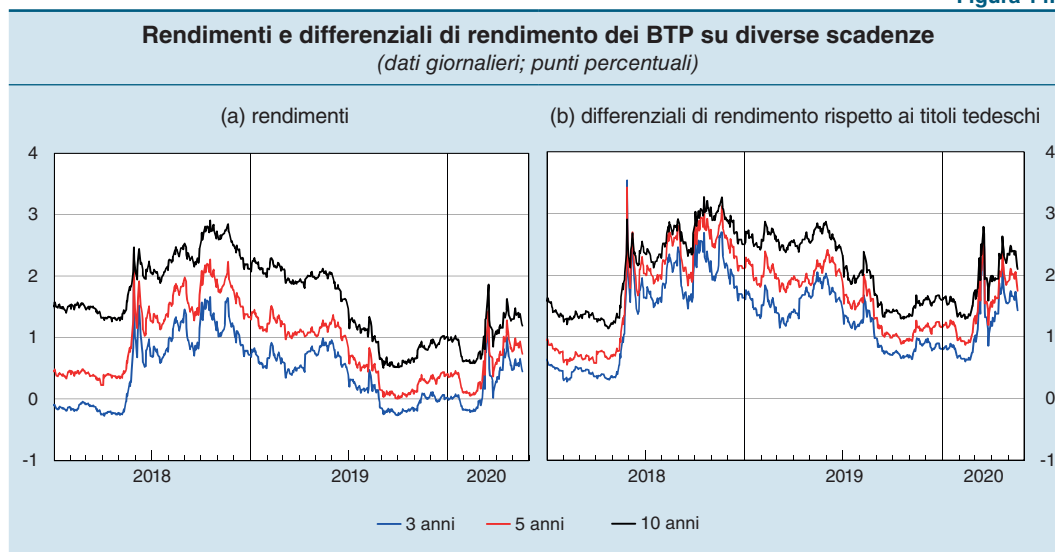
(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. Ultimo dato disponibile: 4° trimestre 2019. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosystem (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

di 2,4 punti percentuali (al 34,8 per cento), rispecchiando l'allentamento delle tensioni nel mercato dei titoli di Stato italiani. Secondo nostre stime, se si escludono i titoli detenuti dalle banche centrali dell'Eurosystem (tranne la Banca d'Italia) e quelli presenti nei portafogli di gestioni patrimoniali nonché di fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani, tale quota sarebbe aumentata di 3,4 punti (al 25,6 per cento).

Nei primi tre mesi del 2020 la quota di titoli detenuta dalle banche italiane è salita al 17,8 per cento, mentre quella degli investitori esteri è scesa al 33,5. Nello stesso periodo la quota della Banca d'Italia è aumentata, al 20,9 per cento, per effetto degli ingenti acquisti netti effettuati nell'ambito sia del programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP), rafforzato in marzo, sia del nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP; cfr. il capitolo 3: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). In marzo e aprile gli acquisti netti effettuati nell'ambito del PSPP hanno superato i 10 miliardi al mese (portando alla fine del primo quadrimestre il valore complessivo della consistenza dei titoli pubblici italiani acquistati mediante tale programma a 393 miliardi di euro). L'ammontare di titoli pubblici e privati emessi nell'area dell'euro acquistati nell'ambito del PEPP era invece pari a 182 miliardi alla metà di maggio.

I rendimenti dei titoli pubblici. – Nel complesso del 2019 il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali sul mercato secondario è diminuito di circa 135 punti base (all'1,41 per cento alla fine dell'anno; fig. 14.3.a), beneficiando, come per i corrispettivi titoli degli altri paesi dell'area, dell'allentamento delle condizioni monetarie da parte della BCE. Il differenziale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(fig. 14.3.b), pur con temporanei rialzi, alla fine del 2019 si collocava intorno a 160 punti base, circa 90 punti in meno rispetto all'inizio dell'anno, anche grazie al ridimensionamento del rischio di ridenominazione, valutato in base all'indicatore *ISDA basis*².

Secondo nostre valutazioni il valore del differenziale tra il tasso di interesse sui titoli di Stato italiani e tedeschi a dieci anni coerente con i fondamentali economici del Paese, che era attorno a 260 punti base nel dicembre 2011, è sceso progressivamente negli anni successivi. A febbraio del 2020, prima dell'insorgere dell'epidemia di Covid-19 in Italia, questo valore era valutabile nell'ordine di 100 punti base³. La flessione rispetto ai massimi registrati in occasione della crisi dei debiti sovrani ha riflesso in larga misura l'ampio incremento dell'avanzo di parte corrente, unitamente al significativo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono risaliti repentinamente dalla seconda metà di febbraio 2020 insieme a quelli della maggior parte dei paesi dell'area (cfr. il riquadro: *Le reazioni dei mercati finanziari al diffondersi dell'epidemia*),

² L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è un'organizzazione di partecipanti al mercato dei derivati *over-the-counter* (OTC). L'*ISDA basis* approssima la valutazione dei mercati in merito alla possibilità che il debito sovrano del paese di riferimento possa essere ridenominato in una nuova valuta; tale indicatore è dato dalla differenza tra il premio del credit default swap (CDS) regolato dalla normativa introdotta nel 2014 – in cui la ridenominazione del debito viene considerata esplicitamente – e il premio relativo ai CDS ai quali si applica la normativa del 2003, che invece non include tale eventualità (cfr. il riquadro: *L'andamento dello spread sovrano dell'Italia* del capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2018).

³ Le stime si basano su un modello che include variabili macroeconomiche (rapporto tra debito pubblico e PIL, disavanzo, crescita, saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti, disoccupazione e inflazione) e indicatori delle condizioni dei mercati finanziari (volatilità e tassi di interesse); il modello distingue tra le determinanti economiche del valore di lungo periodo del differenziale e altri fattori che hanno solo un effetto temporaneo. Si tiene conto inoltre dei timori degli investitori sulla tenuta della UEM, particolarmente rilevante tra l'autunno del 2011 e l'estate del 2012 (cfr. A. Di Cesare, G. Grande, M. Manna e M. Taboga, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 128, 2012).

risentendo del rapido incremento dell'avversione al rischio degli investitori e della conseguente ricomposizione dei portafogli verso le attività ritenute più sicure. In un contesto di elevata volatilità e ridotta liquidità, sono aumentati i differenziali di rendimento dei titoli di tutti i paesi ritenuti più vulnerabili. L'incertezza, misurata dalla volatilità dei contratti futures sui BTP decennali, ha raggiunto alla metà di marzo i valori massimi registrati nella fase più acuta della crisi dei debiti sovrani.

Le decisioni del Consiglio direttivo della BCE, e soprattutto l'annuncio del PEPP il 18 marzo, hanno arrestato la risalita del differenziale di rendimento italiano, che dopo aver toccato – lo stesso 18 marzo – un picco infragiornaliero di 320 punti base, è diminuito a 193 punti il giorno successivo. Queste misure hanno favorito anche un sensibile calo della volatilità e un progressivo miglioramento della liquidità. Le condizioni del mercato sono tuttavia rimaste relativamente tese: al 19 maggio il rendimento del titolo italiano decennale era pari all'1,64 per cento, con un differenziale rispetto al corrispondente titolo tedesco di 210 punti base.

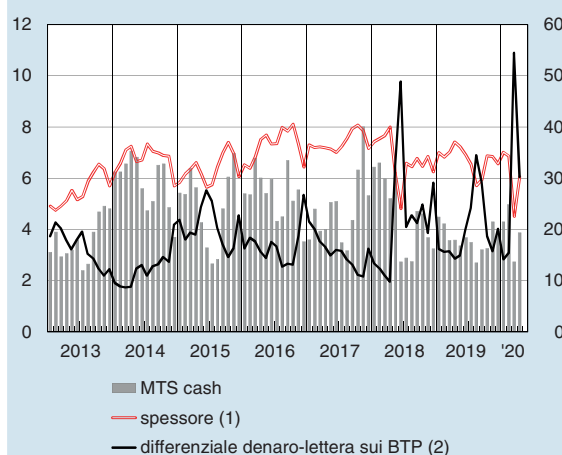
Gli scambi sul mercato secondario. – Nel 2019 le condizioni di liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani si sono mantenute per lo più distese. Gli scambi medi giornalieri sul mercato MTS cash sono stati pari a 3,6 miliardi di euro (-20 per cento rispetto al 2018; fig 14.4); le quantità quotate sono rimaste costanti a 6,7 miliardi di euro; il differenziale denaro-lettera è diminuito a 20 punti base. Il costo medio delle operazioni di prestito titoli (*specialness*) sui titoli di Stato italiani, misurato dalla differenza fra i tassi *general collateral* e quelli *special repo*, si è ulteriormente ridotto (a 2,7 punti base, da 6,7 nel 2018), anche a seguito di una minore domanda di titoli per la copertura di posizioni corte sul debito sovrano italiano.

Dalla fine dello scorso febbraio, con l'acuirsi delle turbolenze sui mercati finanziari, la liquidità del mercato è rapidamente diminuita, seppure in misura inferiore rispetto a quanto avvenuto nelle fasi più acute della crisi del debito sovrano: i *market makers* hanno ridotto il proprio contributo alla liquidità del mercato, ampliando i differenziali denaro-lettera e riducendo le quantità quotate; gli scambi su MTS cash si sono contratti in modo rilevante.

Dopo l'annuncio del PEPP, le condizioni di liquidità sul mercato secondario sono gradualmente migliorate; tuttavia, come accaduto in altre fasi di tensione, l'aumento dello spessore del mercato e il calo dei differenziali denaro-lettera

Figura 14.4

Scambi di titoli di Stato sul mercato secondario
(medie mensili di dati giornalieri;
miliardi di euro e punti base)



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Lo spessore è calcolato come media giornaliera della semisomma delle quantità di titoli BTP, in acquisto e in vendita, proposte dai *market makers* nelle prime 5 migliori quotazioni in pagina. – (2) Scala di destra.

potrebbero riflettersi con ritardo sugli scambi, sia in termini di volume delle transazioni sia di dimensione media dei contratti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

LE REAZIONI DEI MERCATI FINANZIARI AL DIFFONDERSI DELL'EPIDEMIA

Prime tensioni sui mercati finanziari connesse con l'epidemia di Covid-19 si sono manifestate già in gennaio (figura A), quando le notizie sulle misure di contenimento adottate in Cina hanno portato a una revisione al ribasso della crescita attesa del commercio internazionale. Si sono di conseguenza innescati un calo dei prezzi del greggio e delle altre materie prime, un aumento delle quotazioni dell'oro e delle valute utilizzate come attività rifugio, nonché un incremento dei prezzi dei titoli di Stato ritenuti più sicuri.

Le tensioni si sono accentuate nella seconda metà di febbraio e nella prima metà di marzo, con la rapida diffusione dell'epidemia in Europa e negli Stati Uniti e con l'introduzione di misure di contenimento, tra le quali il blocco delle attività, in un numero crescente di paesi. È aumentata l'avversione al rischio degli operatori (figura A, pannello a), con ampie riallocazioni dei portafogli internazionali verso le attività ritenute più sicure; negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono scesi ai minimi storici (figura A, pannello b). Nei momenti di massima tensione, intorno alla seconda settimana di marzo, è cresciuto il fabbisogno di liquidità degli operatori; le vendite si sono estese alle attività ritenute più sicure, generando tensioni anche sul mercato dei titoli di Stato statunitensi¹, dove hanno avuto luogo un brusco innalzamento della volatilità e un rialzo dei rendimenti a più lungo termine (figura A, pannelli a e b). Negli Stati Uniti le tensioni hanno interessato anche il mercato interbancario, come indicato dal deciso incremento del *T-bill EuroDollar* (TED) spread, seppure su livelli ampiamente inferiori ai picchi riscontrati durante la crisi finanziaria globale².

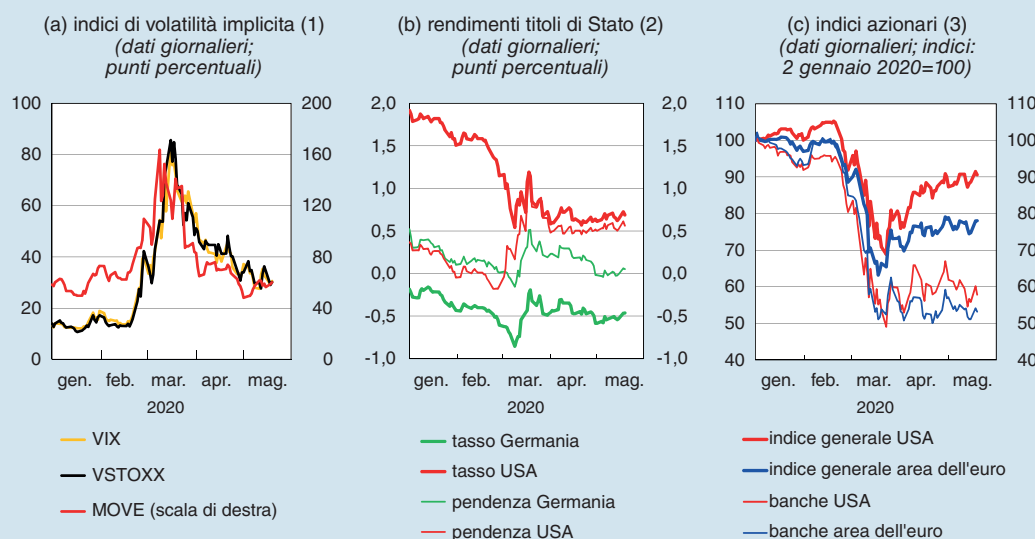
I principali indici azionari globali hanno registrato in questa fase bruschi cali (figura A, pannello c), indotti anche dalla revisione al ribasso delle previsioni sulla redditività delle imprese, soprattutto nei settori ciclici (finanziario, beni di consumo, trasporto, turismo), nell'ordine del 35 per cento tra il 21 febbraio e il 23 marzo (sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti; del 46 e 48 per cento, rispettivamente, nel comparto bancario)³; la volatilità implicita nelle opzioni si è portata in alcune giurisdizioni su livelli di poco superiori a quelli del 2008 dopo il fallimento di Lehman Brothers (figura A, pannello a). La velocità e l'ampiezza delle correzioni delle quotazioni di borsa hanno fatto spesso scattare meccanismi di sospensione temporanea dell'attività di contrattazione (*circuit breakers*) sulle principali piazze finanziarie (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

¹ A. Schrimpf, H.S. Shin e V. Sushko, *Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis*, Bank of International Settlements, BIS Bulletin, 2, 2020.

² Il TED spread è calcolato come differenza tra il rendimento del Libor a tre mesi (ossia il costo sostenuto da una grande banca per reperire finanziamenti nel mercato interbancario) e quello del *T-Bill* di pari scadenza (ossia il rendimento del titolo del Tesoro a breve scadenza); cfr. M.K. Brunnermeier, *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, "Journal of Economic Perspectives", 23, 1, 2009, pp. 77-100; R.J. Caballero, E. Farhi e P.-O. Gourinchas, *Financial crash, commodity prices and global imbalances*, NBER Working Paper, 14521, 2008.

³ In diversi settori del mercato azionario statunitense si sono registrate correzioni a una velocità storicamente mai osservata.

Indici di volatilità, tassi di interesse e corsi azionari



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e Bloomberg.

(1) Indici di volatilità implicita nei mercati azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Indici di volatilità implicita nei mercati titoli di Stato: indice MOVE per gli Stati Uniti. Quest'ultimo è un indice ponderato delle volatilità implicite desunte dalle opzioni a un mese sui tassi di interesse dei titoli di Stato del Tesoro statunitense di diversa scadenza. – (2) Rendimenti dei titoli di Stato: rendimento sul tasso decennale tedesco per l'area dell'euro e rendimento sul tasso decennale statunitense; le pendenze sono calcolate come differenza tra i tassi decennali e quelli a 3 mesi per i titoli dei paesi considerati. – (3) Indici azionari: indici di borsa generali e bancari delle giurisdizioni considerate.

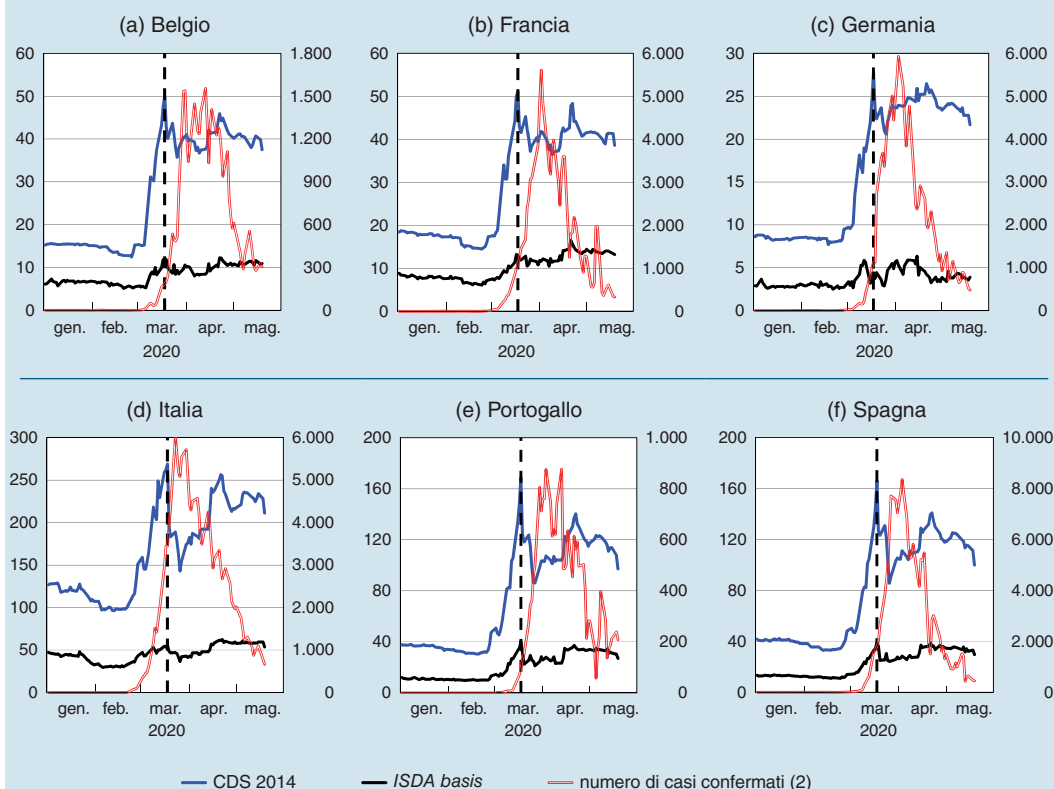
Gli spread delle obbligazioni private hanno registrato aumenti marcati nel comparto *investment grade* e, in misura superiore, in quello *high yield*; nell'area dell'euro hanno raggiunto in quest'ultimo comparto valori prossimi a quelli dei momenti più acuti della crisi dei debiti sovrani. Tensioni analoghe hanno interessato anche altri strumenti di debito emessi dalle imprese, quali la carta commerciale e i *leveraged loans*.

Le aspettative di un forte aumento delle emissioni di titoli di Stato nella maggior parte dei paesi hanno indotto gli investitori a richiedere premi più elevati per il rischio sovrano. Gli spread nei confronti dei titoli più sicuri, insieme ai premi sui credit default swap (CDS), sono risaliti in Italia e in altri paesi dell'area, sebbene su livelli ben al di sotto dei massimi raggiunti nel corso della crisi dei debiti sovrani; a ciò si è accompagnato un forte rialzo della volatilità e una diminuzione della liquidità, in una situazione di estrema rarefazione degli scambi. Anche la percezione del rischio di ridenominazione dei paesi dell'area, misurata dall'*ISDA basis*, è salita in molti paesi, seppure in misura più contenuta rispetto a precedenti periodi di tensione (figura B).

Le turbolenze sui mercati finanziari si sono attenuate nella seconda metà di marzo, in seguito alle ingenti misure espansive adottate dalle autorità fiscali e monetarie (cfr. i riquadri: *La risposta delle politiche di bilancio all'emergenza Covid-19* e *La risposta delle banche centrali all'emergenza Covid-19* del capitolo 1). Con l'annuncio, il 18 marzo, del nuovo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) da parte della BCE si è interrotto il rialzo dei premi per il rischio sovrano dell'area dell'euro (figura B).

Figura B

CDS, ISDA basis e numero dei contagi da coronavirus nell'area dell'euro (1)
(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati ICE CMA e European Centre for Disease Prevention and Control.

(1) CDS 2014: premio del CDS a 5 anni sul debito di un paese regolato dal protocollo ISDA 2014. Numero di casi confermati: numero di nuovi casi giornalieri accertati di Covid-19 nel paese (media mobile a 3 giorni). La barra verticale indica il 18 marzo, giorno dell'annuncio del PEPP da parte della BCE. – (2) Scala di destra.

A seguito delle misure introdotte dalla Riserva federale sono divenute più favorevoli anche le condizioni di liquidità del mercato dei titoli di Stato statunitensi⁴.

Dalla fine di marzo sono anche migliorate, pur restando tese, le condizioni di liquidità in molti mercati e si è ridotta la volatilità; sono riprese le emissioni delle obbligazioni societarie, sebbene prevalentemente nel comparto *investment grade*; gli indici azionari hanno recuperato parte dei cali subiti in febbraio e nelle precedenti settimane del mese di marzo. Le condizioni dei mercati azionari e obbligazionari sono rimaste però fragili; le quotazioni hanno continuato a mostrare forti oscillazioni, risentendo dell'elevata incertezza circa la portata degli effetti recessivi di più lungo periodo della pandemia.

⁴ Al rilevante miglioramento delle condizioni di liquidità sul mercato dei titoli di Stato statunitensi, oltre all'ingente programma di acquisto di titoli pubblici della Riserva federale, hanno contribuito anche misure mirate quali la *Repurchase Agreement Facility for Foreign and International Monetary Authorities* e la variazione al *Supplementary Leverage Ratio Rule*, annunciate tra la fine di marzo e l'inizio di aprile.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel corso del 2019 le società non finanziarie italiane, incentivate dalla riduzione del costo della raccolta, hanno incrementato il ricorso al mercato obbligazionario; i collocamenti lordi sono stati pari a 21 miliardi (da 15 nel 2018; tav. 14.1). Tuttavia, a fronte di rimborsi per 25 miliardi (da 19), il saldo netto è in linea con quello del 2018. La consistenza delle obbligazioni emesse è rimasta pressoché stabile in proporzione al PIL, all'8 per cento (12 nell'area dell'euro).

Sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni delle banche italiane, sebbene in misura molto inferiore rispetto al 2018 (2 miliardi, da 30; tav. 14.1), grazie alla flessione dei rimborsi lordi (91 miliardi, da 119) e alla stabilità dei collocamenti lordi (88 miliardi, da 89), per i quali è aumentata la quota dei titoli non garantiti rispetto a quelli garantiti (covered bond). Alla fine dell'anno la consistenza di obbligazioni emesse dalle banche ha raggiunto il 25 per cento del PIL (37 per cento nella media dell'area dell'euro).

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
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2019
Banche	-64.910	-29.516	-2.048	481.873	450.984	447.274	25
Altre società finanziarie	15.780	10.781	25.906	199.689	211.525	236.926	13
Società non finanziarie	21.705	-4.156	-3.801	144.589	140.492	136.714	8
Totale	-27.425	-22.891	20.057	826.151	803.001	820.914	46

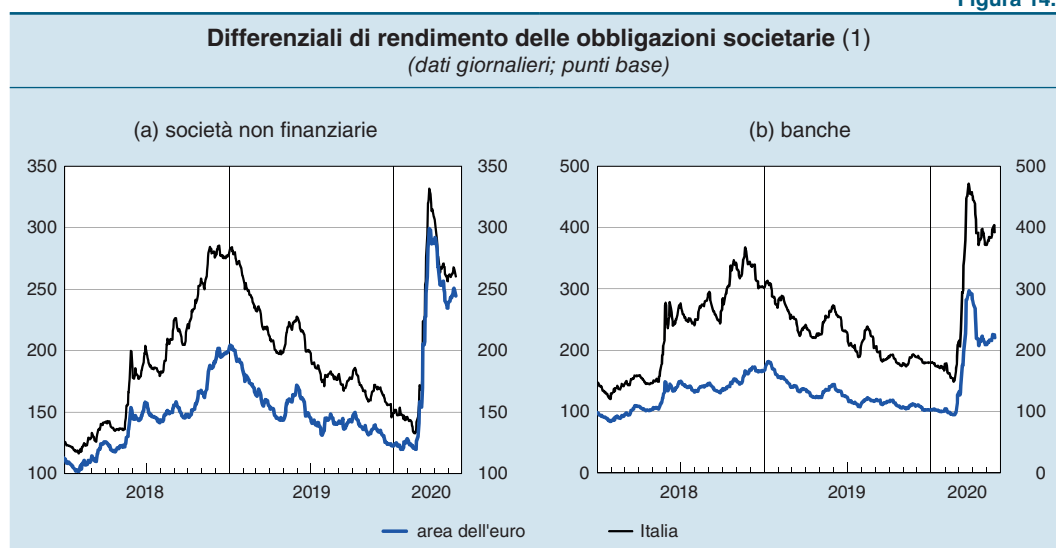
(1) La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

Dopo una dinamica favorevole nel bimestre gennaio-febbraio 2020, in marzo le emissioni lorde di obbligazioni bancarie sono fortemente diminuite rispetto al periodo corrispondente del 2019, determinando un saldo negativo dei collocamenti netti nel primo trimestre (-14 miliardi). L'andamento è stato analogo per le emissioni lorde delle società non finanziarie, per le quali nel complesso del primo trimestre si sono registrati rimborsi netti per circa 3 miliardi.

I differenziali di rendimento. – I costi di finanziamento delle imprese sono scesi sensibilmente nel corso del 2019, grazie sia alla diminuzione dei tassi di interesse su impieghi privi di rischio (in linea con il progressivo allentamento delle condizioni monetarie), sia alla compressione degli spread societari, che ha riflesso una maggiore propensione al rischio degli investitori (fig. 14.5.a). Anche gli spread sulle obbligazioni delle banche si sono ridotti (fig. 14.5.b).

Dall'inizio del 2020 alla fine della seconda decade di maggio, nel contesto di tensione dovuto all'epidemia, gli spread sulle obbligazioni delle imprese italiane sono saliti di 115 punti base, un aumento di poco inferiore a quello per l'insieme dell'area dell'euro

Figura 14.5



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Differenziali di rendimento corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option adjusted spread*) ponderati per le capitalizzazioni di mercato di singoli titoli delle società.

(122 punti base). L'incremento è stato più marcato per le imprese con minore merito di credito e per i settori più esposti alle misure di contenimento e alla contrazione della domanda. La decisione adottata in aprile dal Consiglio direttivo della BCE di accettare in garanzia anche obbligazioni eventualmente declassate a *high yield* dopo il 7 aprile, purché il loro rating non scenda al di sotto dei migliori due livelli (*notches*) di tale categoria, ha contribuito a contenere l'incremento degli spread (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

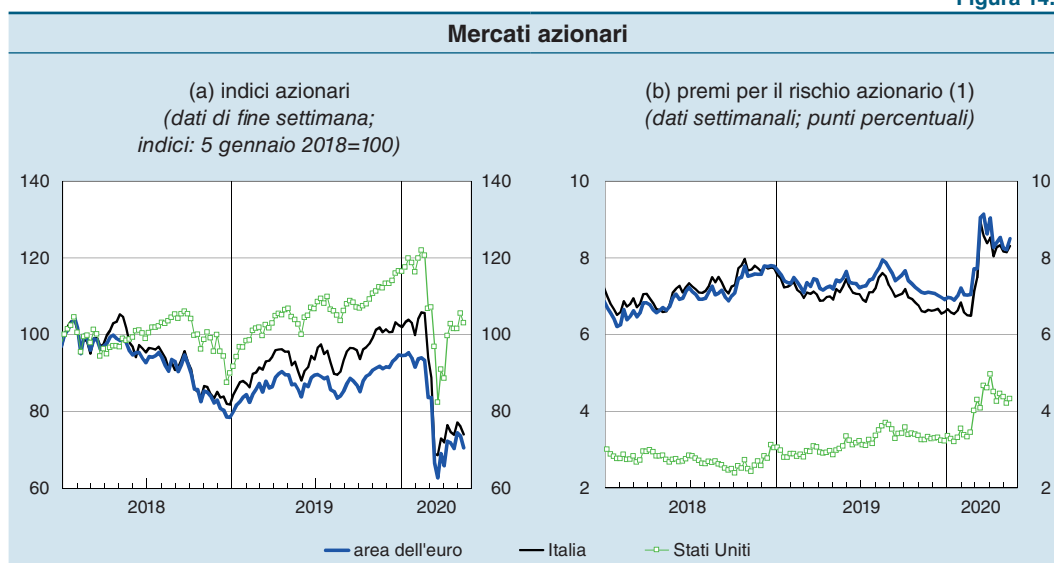
Nello stesso periodo, anche a causa di timori di un forte deterioramento delle prospettive reddituali, gli spread delle obbligazioni bancarie italiane sono saliti (di 213 punti base), più che per la media dell'area dell'euro (118 punti base), nonostante le loro condizioni finanziarie siano rimaste più favorevoli di quelle dei precedenti periodi di tensione (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

Il mercato azionario

Andamento delle quotazioni azionarie. – Lo scorso anno in Italia l'indice del mercato azionario è cresciuto del 25 per cento (fig. 14.6.a). A fronte di una riduzione degli utili societari attesi, le quotazioni sono state sospinte dal miglioramento delle condizioni finanziarie globali e dalla diminuzione dell'incertezza politica nel Paese dopo l'estate, che hanno determinato una flessione dei premi per il rischio (fig. 14.6.b).

Le quotazioni del settore finanziario – comparto che rappresenta una quota consistente della capitalizzazione dell'indice di borsa italiano (cfr. il riquadro: *L'andamento della borsa italiana negli ultimi anni* del capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2018) – sono salite nell'anno del 31 per cento, grazie all'incremento della redditività attesa e al miglioramento delle condizioni del mercato dei titoli di Stato italiani. Andamenti fortemente positivi sono stati registrati anche nei settori dell'industria e dei beni e servizi di pubblica utilità, caratterizzati da buone prospettive reddituali.

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

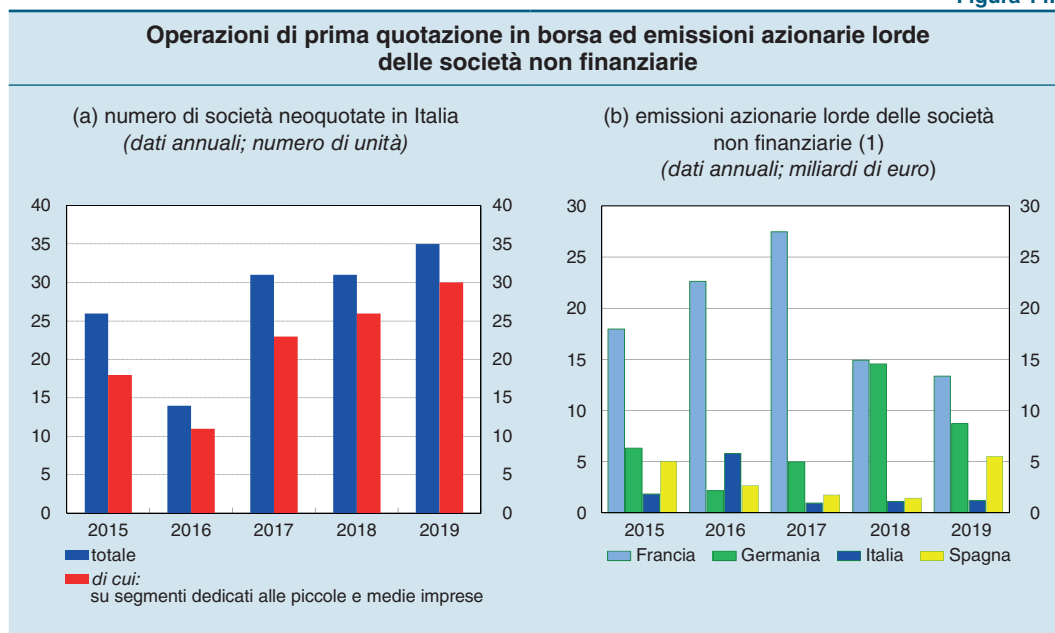
(1) Per i tre indici azionari Datastream (*Italy Total Market* per l'Italia, *EMU Total Market* per l'area dell'euro e *US Total Market* per gli Stati Uniti) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto 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.

Nella prima parte del 2020, soprattutto tra la fine di febbraio e la metà di marzo, i principali listini mondiali hanno subito forti cali, accompagnati da un rialzo della volatilità su livelli massimi storici. Questi andamenti hanno interessato in particolare le quotazioni di società, tra cui le aziende di credito, le cui prospettive sono più esposte all'impatto delle misure di contenimento della pandemia. Tra il 21 febbraio e il 18 marzo l'indice generale della borsa italiana è sceso del 38 per cento (fig. 14.6.a), in linea con le variazioni registrate nei principali paesi dell'area dell'euro; la volatilità ha superato i valori toccati durante la crisi finanziaria globale. Nello stesso periodo le quotazioni delle aziende di credito italiane sono scese del 44 per cento, lievemente meno rispetto a quelle degli altri paesi dell'area dell'euro; l'aumento del premio per il rischio e la diminuzione degli utili attesi hanno determinato una netta riduzione del rapporto tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*). Nella seconda metà di marzo le quotazioni azionarie in Italia e nell'area dell'euro sono state sostenute dalle misure di politica monetaria e di finanza pubblica, nonché dai segnali di rallentamento dell'epidemia; in aprile si è verificato un nuovo indebolimento, a causa della crescente incertezza sulla redditività di più lungo periodo.

Nel complesso, tra la fine del 2019 e il 19 maggio 2020, l'indice di borsa italiano è diminuito di circa il 27 per cento (22 nella media dell'area dell'euro). Le azioni del comparto bancario hanno registrato una flessione maggiore rispetto all'indice generale, sia in Italia (-39 per cento), sia nella media dell'area (-47 per cento).

L'offerta di azioni. – Nel 2019 le operazioni di nuova quotazione sono aumentate nel confronto con l'anno precedente (35 operazioni, contro 31; fig. 14.7.a), per un controvalore di 2,5 miliardi (da 2,0); anche lo scorso anno tali operazioni hanno riguardato prevalentemente il comparto Alternative Investment Market (AIM) Italia dedicato alle piccole e medie imprese. La capitalizzazione di mercato media

Figura 14.7



delle 129 società di questo segmento ha continuato a essere limitata, pari a 50 milioni nel dicembre 2019, contro i 2.800 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 imprese – è tuttavia salito di 25 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

La raccolta totale di fondi mediante emissioni di azioni da parte delle società italiane si è incrementata (a circa 4,9 miliardi, da 2,5 nel 2018). Per le società non finanziarie il valore complessivo delle emissioni lorde è rimasto pressoché invariato in Italia, mentre è diminuito in misura marcata in Germania e Francia ed è cresciuto in Spagna (fig. 14.7.b).

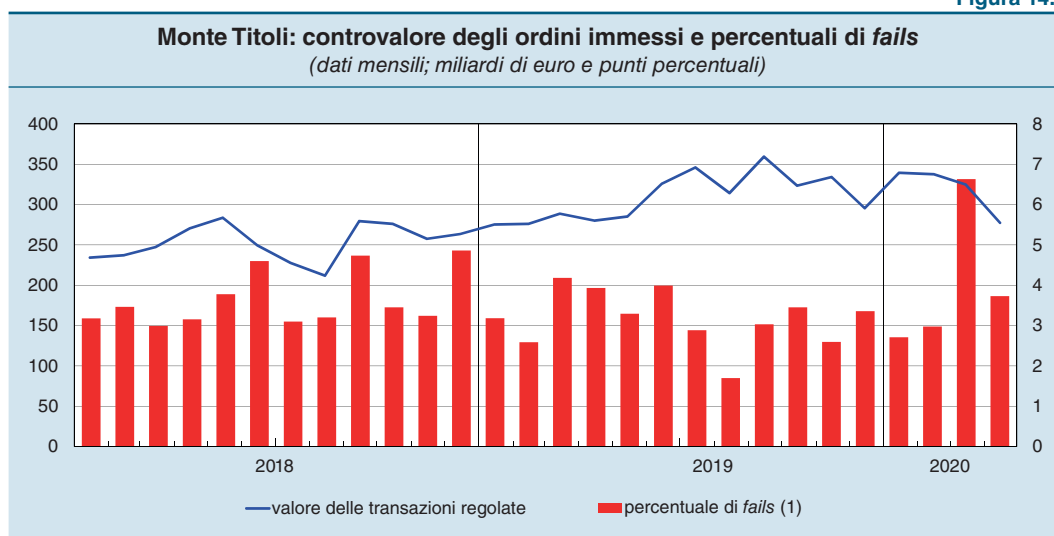
Nei primi tre mesi del 2020 le nuove quotazioni hanno fortemente risentito del diffondersi dell'epidemia di Covid-19: si è registrato un solo nuovo ingresso, a fronte dei sei nello stesso periodo del 2019.

Nel primo bimestre il valore complessivo delle emissioni lorde di azioni da parte delle società italiane è cresciuto significativamente rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, soprattutto per effetto delle operazioni di ricapitalizzazione effettuate dalle società non finanziarie in febbraio; in marzo le emissioni lorde di azioni sono state nulle.

Le infrastrutture di mercato

Nel 2019 l'operatività di TARGET2-Securities (T2S) ha raggiunto una media di oltre 700.000 transazioni al giorno (100.000 in più rispetto al 2018), con controvalore medio attorno ai 1.000 miliardi (250 in più). Valori analoghi si sono registrati nel primo

Figura 14.8



Fonte: elaborazioni su dati Monte Titoli spa.
(1) Scala di destra.

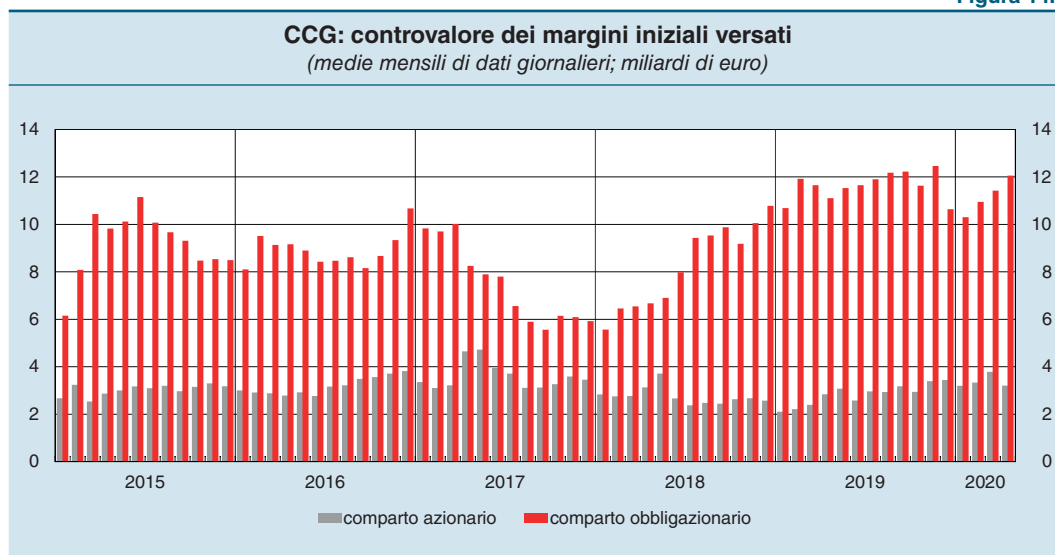
bimestre di quest'anno. In marzo il numero medio di operazioni immesse è salito a oltre un milione, con un corrispondente aumento del controvalore, per effetto dell'incremento nelle negoziazioni connesso con l'acuirsi delle tensioni sui mercati; la percentuale media di operazioni regolate non ne ha risentito, mantenendosi sui livelli dei mesi precedenti (circa il 97 per cento).

Nel 2019 – a fronte del maggiore controvalore medio giornaliero di transazioni negoziate sul mercato MTS repo, in espansione dall'anno precedente – il valore delle operazioni regolate in T2S dal depositario centrale italiano (Monte Titoli spa) si è collocato in media a 309 miliardi al giorno (in crescita del 21,6 per cento rispetto al 2018), un valore pari a circa il 28 per cento del totale registrato sulla piattaforma europea e leggermente inferiore al contributo del 2018. La quota di operazioni non regolate in Monte Titoli spa per mancata consegna di titoli o di contante entro la data stabilita (*fails*) è diminuita, con percentuali medie giornaliere intorno al 3 per cento (fig. 14.8). Livelli simili si sono osservati anche nei primi due mesi del 2020, mentre in marzo la quota regolata è scesa di circa quattro punti percentuali, al 93,5 per cento; i *fails* sono saliti in media a 25 miliardi al giorno in marzo (da 10 nel primo bimestre), per poi ridursi gradualmente dalla fine del mese, riportandosi in aprile su livelli normali.

Lo scorso anno l'ammontare dei margini raccolti dalla Cassa di compensazione e garanzia (CCG) è ulteriormente salito, segnando una crescita del 30 per cento (fig. 14.9), soprattutto per l'incremento del controvalore delle operazioni garantite (salito del 25 per cento). La volatilità si è mantenuta su livelli contenuti e i margini si sono dimostrati ampiamente sufficienti a coprire le variazioni dei prezzi.

Le turbolenze dei primi mesi del 2020 non hanno generato particolari criticità nell'attività della CCG; hanno tuttavia indotto quest'ultima a rivedere al rialzo i parametri utilizzati per il calcolo dei margini sui titoli del comparto azionario. L'adeguamento è avvenuto in modo graduale per contenerne l'effetto prociclico. Non è stato necessario modificare i parametri riguardanti i titoli di Stato italiani.

Figura 14.9



Fonte: elaborazioni su dati CCG.

L'elevata volatilità dei mercati garantiti si è tradotta in richieste di margini di elevato ammontare, onorate regolarmente. I margini infragiornalieri nelle giornate critiche del 13 e del 18 marzo hanno superato i 2 miliardi, a fronte di una media di 380 milioni nel 2019.

SEZIONE MONOGRAFICA

15. L'EPIDEMIA DI COVID-19 E L'ECONOMIA

Dai primi mesi del 2020 il mondo affronta la più grave pandemia degli ultimi cent'anni. La gravità dell'emergenza riflette la forte contagiosità del virus e la sua notevole letalità tra le persone più vulnerabili. La sua veloce diffusione ha generato un'improvvisa e considerevole pressione sui sistemi sanitari, per l'aumento della domanda di cure e la necessità di ricovero in terapia intensiva dei casi più gravi. In assenza di vaccini o terapie efficaci, i paesi più colpiti hanno adottato stringenti misure di distanziamento fisico e di limitazione della mobilità dei cittadini volte al contenimento del contagio. Gli interventi adottati hanno frenato la diffusione dell'infezione e ridotto considerevolmente il numero dei decessi rispetto alla naturale evoluzione dell'epidemia.

Le ripercussioni della pandemia sull'attività economica e sulla domanda aggregata mondiale sono state pesanti, amplificate dall'elevata incertezza che circonda la sua evoluzione. La propagazione degli effetti economici ha seguito l'andamento del contagio, prima in Cina e in Asia, poi in Europa e negli Stati Uniti; in altre aree, come l'America Latina, l'epidemia si è diffusa successivamente e, in molti casi, le misure di contenimento sono state rafforzate solo da inizio maggio. L'intensità degli effetti ha risentito della severità delle restrizioni adottate in ciascun paese e della diversità dei sistemi economici. Le ricadute sul sistema produttivo sono state eterogenee tra i settori: molto forti sulle attività dei servizi di ristorazione, ospitalità e intrattenimento, più limitate nei comparti dell'agricoltura e dei servizi finanziari e assicurativi.

Le politiche di bilancio e monetarie hanno rapidamente reagito in senso espansivo; rispetto alle crisi precedenti, sono caratterizzate sia dall'ampiezza eccezionale degli interventi, intrapresi o annunciati, sia dalla natura specifica dello shock, che richiede di imporre limiti alle attività di produzione e di consumo che rendono meno efficaci gli strumenti tradizionali di sostegno alla domanda. Oltre a rafforzare i sistemi sanitari, le misure hanno ovunque mirato a sostenere i redditi delle famiglie e la liquidità delle imprese e a garantire condizioni ordinate sui mercati monetari e finanziari.

Le conseguenze della pandemia sull'economia mondiale permarranno per un periodo non breve, anche per i tempi necessari a sviluppare possibili vaccini o metodi di cura efficaci. Alcune tendenze che si sono manifestate nei mesi passati condizioneranno le politiche economiche future: il possibile rallentamento del processo di globalizzazione; la diffusione di modalità di lavoro agile (*smart working*); la digitalizzazione nella fornitura di molti servizi privati e pubblici; le riallocazioni settoriali.

Diffusione ed evoluzione dell'epidemia

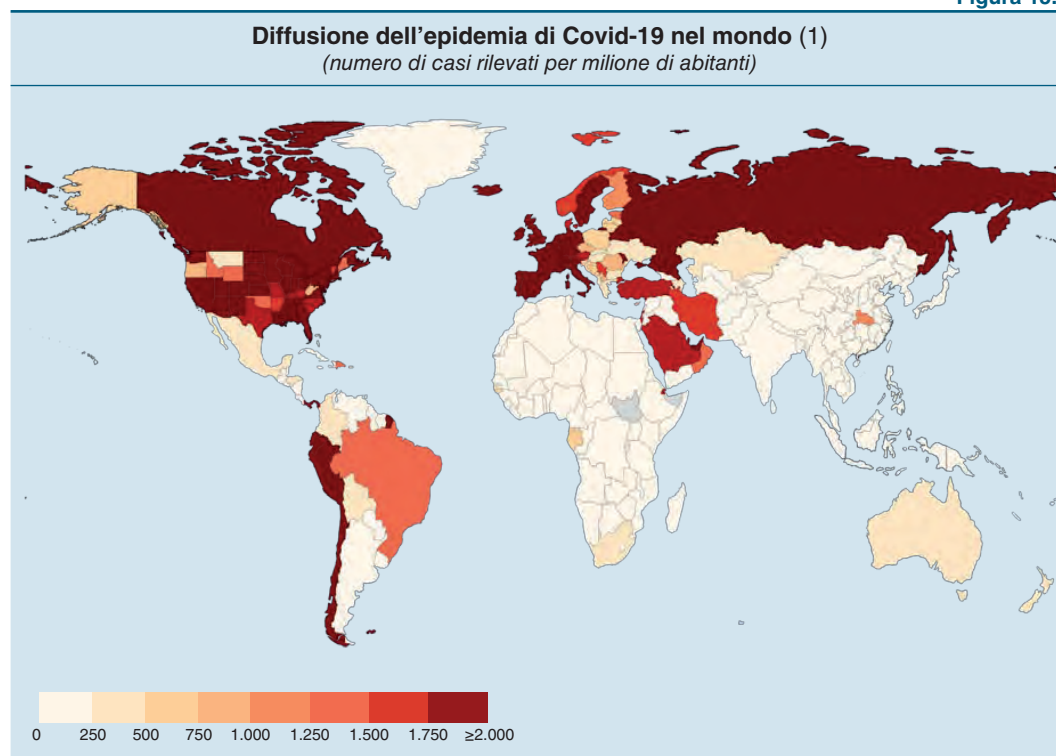
La diffusione mondiale. – Il 12 gennaio 2020 l'Organizzazione mondiale della sanità ha annunciato che nella città cinese di Wuhan era stato individuato un nuovo coronavirus

(SARS-CoV-2), causa di una malattia respiratoria acuta denominata Covid-19. L'infezione, probabilmente già in corso dalla metà di novembre dello scorso anno, si è rapidamente diffusa nella provincia cinese di Hubei; le drastiche misure di contenimento attuate dalle autorità cinesi ne hanno limitato la propagazione alle altre aree del paese. Sino alla fine di febbraio, oltre alla Cina, l'epidemia ha interessato soprattutto alcuni paesi del Sud Est asiatico, il Giappone e la Corea del Sud; in quest'ultima, la maggior parte dei casi è rimasta circoscritta all'interno di un focolaio nell'area metropolitana di Daegu.

L'Italia è il primo paese europeo in cui, dal 20 febbraio scorso, è stata accertata un'ampia diffusione del virus, sviluppatasi sottotraccia nelle settimane precedenti a causa dell'elevato numero di contagiati asintomatici o con sintomi lievi, non facilmente distinguibili da quelli che caratterizzano le comuni sindromi influenzali. Nel corso di una decina di giorni, quando in Italia i casi rilevati erano già più di 1.000, l'epidemia ha iniziato rapidamente a manifestarsi anche nel resto dell'Europa e nel Medio Oriente. Con un ritardo di una o due settimane rispetto all'Italia il contagio è emerso in Francia, Germania, Regno Unito e Spagna. Dalla metà di marzo il virus ha iniziato a diffondersi su larga scala anche negli Stati Uniti, soprattutto a New York, che in maggio era la città più colpita a livello globale, e nelle altre aree metropolitane della costa nordorientale. Tra la fine di marzo e l'inizio di aprile il contagio ha coinvolto molti altri paesi, inclusi Canada, Russia, Turchia e quelli dell'America Latina.

Secondo le statistiche ufficiali, tutti i paesi del mondo sono interessati dall'epidemia, sebbene con diverso livello di intensità (fig. 15.1). Al 20 maggio il numero globale di casi registrati di Covid-19 è di quasi 5 milioni, di cui il 31 e il 33 per cento rispettivamente negli Stati Uniti e in Europa. Gli Stati Uniti sono il paese con il numero di infezioni più elevato; i valori più alti in rapporto alla popolazione si registrano invece in Spagna, Irlanda e Belgio.

Figura 15.1

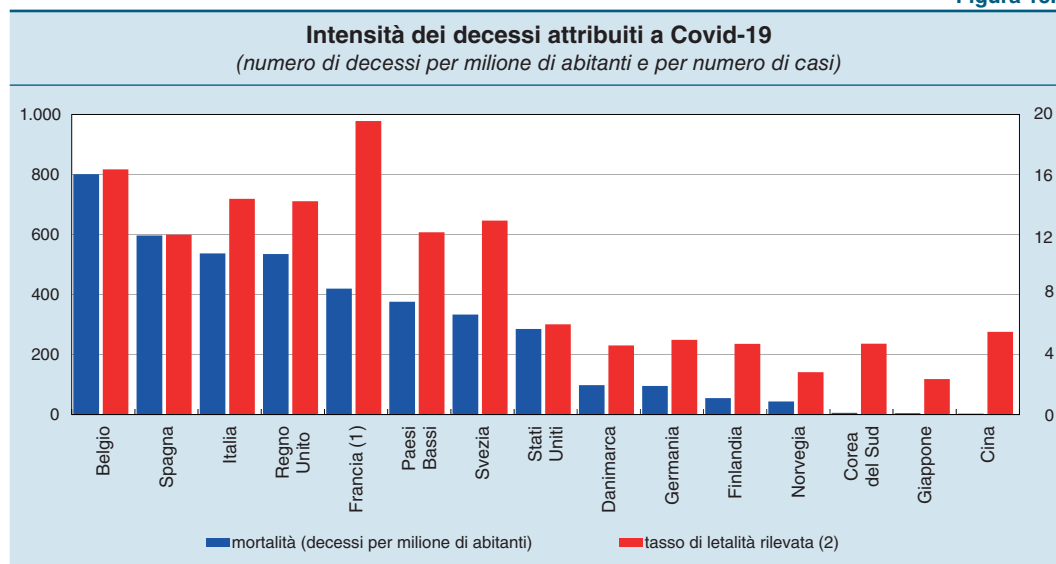


Fonte: elaborazioni su dati Johns Hopkins University e Banca Mondiale.

(1) Per gli Stati Uniti sono indicati i singoli stati e per la Cina le singole province.

I decessi ufficialmente attribuiti all'epidemia di Covid-19 al 20 maggio sono quasi 330.000 a livello globale; in rapporto alla popolazione, il loro numero è particolarmente alto in Belgio, Spagna, Italia, Regno Unito, Francia e Paesi Bassi (fig. 15.2). Il bilancio delle vittime è relativamente elevato anche in Svezia, mentre è più contenuto negli altri paesi nordici. Il tasso di letalità rilevata, dato dal rapporto tra decessi e casi registrati, supera il 10 per cento nella maggior parte degli Stati europei, non in Germania, dove è poco al di sotto del 5 per cento.

Figura 15.2



Fonte: European Centre for Disease Prevention and Control.

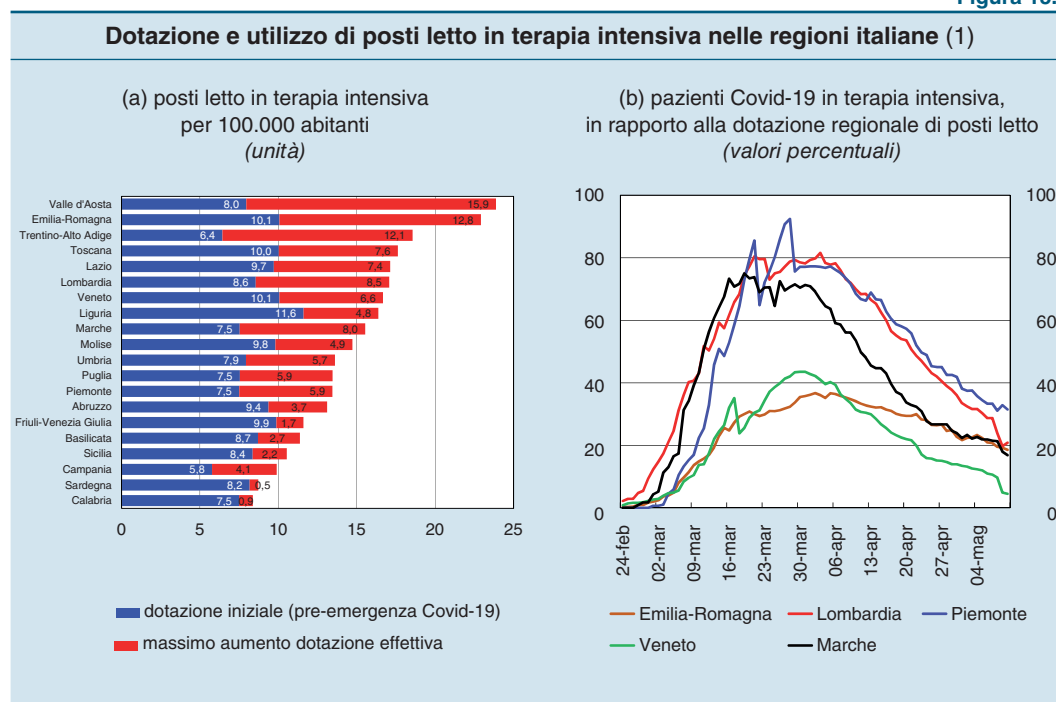
(1) Per la Francia, mentre il numero di casi riportato dallo European Centre for Disease Prevention and Control si riferisce solo a quelli confermati, il numero di decessi registrato include anche quelli plausibilmente attribuibili a Covid-19, ma non confermati da test di laboratorio. Includendo al denominatore anche i casi plausibili di Covid-19, il tasso di letalità rilevata scenderebbe al 15,5 per cento. – (2) Scala di destra.

Sui confronti internazionali incidono sia le differenti politiche di somministrazione dei test, sia le diverse prassi di registrazione dei decessi seguite nei vari paesi. Considerata la difficoltà di individuare i molti casi con sintomi lievi o assenti, i tassi di letalità effettivi della malattia potrebbero essere sensibilmente più bassi rispetto a quelli misurati sui casi accertati.

La risposta sanitaria. – In mancanza di vaccini o trattamenti farmacologici specifici, molti Stati hanno aumentato le risorse a disposizione dei sistemi sanitari e adottato iniziative per potenziarne l'efficacia: oltre a creare nuovi posti letto in terapia intensiva per fare fronte all'incremento dei ricoveri, hanno disposto l'applicazione di nuovi protocolli per razionalizzare l'uso delle risorse esistenti e hanno posticipato gli interventi non urgenti di chirurgia. L'accresciuto fabbisogno di personale sanitario è stato coperto attraverso nuove assunzioni di medici e infermieri; si è fatto ricorso al personale in pensione (ad es. nel Regno Unito), ai medici in formazione specialistica (Paesi Bassi) o a medici afferenti ad altri ambiti specialistici per specifiche necessità delle terapie intensive. Sono state inoltre attuate misure per aumentare la dotazione di dispositivi di protezione individuale per gli operatori sanitari e la popolazione più in generale: sussidi alla produzione (Giappone) o alla riconversione produttiva (Regno Unito); semplificazione delle procedure amministrative per l'importazione (Francia); accentramento degli acquisti (Germania); regolamentazione del prezzo di vendita di alcuni dispositivi (mascherine in Francia).

In Italia, come in altri paesi, nelle regioni colpite con maggiore intensità dal contagio si sono manifestate carenze critiche di posti letto e di personale qualificato nelle unità di terapia intensiva. Prima dell'inizio dell'epidemia il numero di letti in queste unità era pari a 8,6 ogni 100.000 abitanti, un valore intermedio tra quelli dei paesi dell'OCSE. Il loro numero variava da un minimo di 5,8 per 100.000 abitanti in Campania a un massimo di 11,6 in Liguria (fig. 15.3.a), con una media leggermente superiore nel Centro Nord rispetto al Mezzogiorno. Anche la distribuzione del personale sanitario in ospedali e strutture pubbliche (610.000 unità, di cui 12.000 anestesisti-rianimatori, specialisti coinvolti nel trattamento della sindrome respiratoria acuta) era ampiamente eterogenea tra le regioni, riflettendo specifiche caratteristiche dei sistemi sanitari regionali, quali la rilevanza delle strutture private accreditate.

Figura 15.3



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Salute, Istat, Presidenza del Consiglio dei ministri. Dipartimento della Protezione civile e su informazioni raccolte dalle Filiali regionali della Banca d'Italia.

(1) I dati sui nuovi posti letto in terapia intensiva, creati per fronteggiare l'emergenza, sono stati raccolti dalle Filiali della Banca d'Italia sulla base di documenti ufficiali e notizie pubblicamente disponibili, le quali potrebbero non riflettere interamente la disponibilità di letti in terapia intensiva. Queste informazioni vengono incorporate nelle elaborazioni a partire dalla data in cui i posti letto sono censiti; tale data non rispecchia necessariamente quella in cui sono entrati in funzione. Una parte dei pazienti Covid-19 rappresentati nella figura potrebbe essere stata curata al di fuori della propria regione di residenza. I trasferimenti fra regioni sono stati coordinati dalla Centrale remota operazioni soccorso sanitario (Cross), attivata dal Dipartimento della Protezione civile per alleviare la pressione sulle terapie intensive delle regioni più duramente colpite dal contagio.

Al manifestarsi dell'epidemia, sia il Governo centrale sia quelli regionali hanno rapidamente introdotto provvedimenti per colmare le carenze di risorse¹. Con il DL 34/2020 (decreto "rilancio") in maggio l'Esecutivo ha ulteriormente rafforzato

¹ Per maggiori dettagli, cfr. la 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; L. Aimone Gigio, L. Citino, D. Depalo, M. Francese e A. Petrella, *Contrastare l'emergenza. L'espansione della capacità produttiva del sistema sanitario italiano: progressi conseguiti*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 21 aprile 2020.

l'offerta sanitaria (territoriale e ospedaliera) principalmente attraverso l'assunzione di nuovo personale e l'incremento della disponibilità di letti utilizzabili in terapia intensiva.

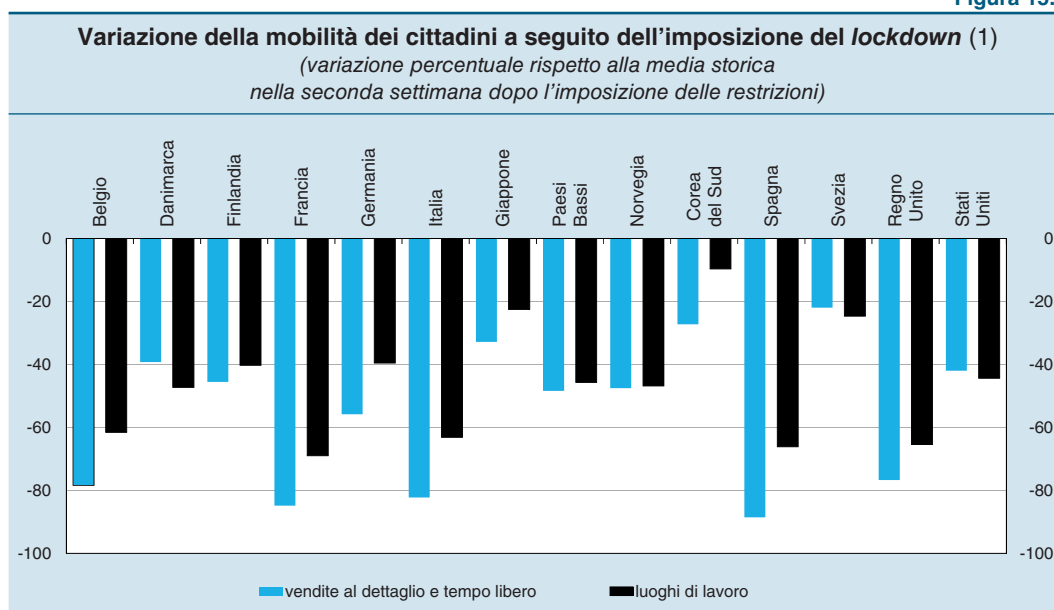
Molte regioni, in particolare quelle dove si è registrato il maggior numero di casi, hanno sostanzialmente raddoppiato la dotazione di posti letto in terapia intensiva, anche con soluzioni temporanee; alcune hanno programmato ulteriori aumenti, nell'eventualità di recrudescenze dell'epidemia. Unito alle misure di contenimento, l'ampliamento del numero di posti letto in terapia intensiva ha permesso di superare le fasi più critiche anche nelle regioni più duramente colpite (fig. 15.3.b). Nel Servizio sanitario nazionale sono state realizzate oltre 20.000 nuove assunzioni, di cui poco meno di un quarto a tempo indeterminato: il conseguente incremento del personale sanitario pubblico (circa il 4 per cento) più che compensa il calo registrato nell'ultimo quinquennio (1,0 per cento). La Protezione civile ha infine distribuito ingenti forniture di materiale protettivo e di tamponi per i test diagnostici, specialmente nelle regioni più colpite del Nord, che si sono aggiunte alle iniziative di approvvigionamento messe in atto dalle singole regioni.

Le misure di contenimento. – I paesi hanno cercato di frenare la trasmissione del virus attraverso politiche mirate alla riduzione dei contatti sociali e all'isolamento delle aree più colpite. Le prime drastiche limitazioni agli spostamenti dei cittadini sono state imposte dalle autorità cinesi nella provincia di Hubei. Gli altri paesi hanno inizialmente imposto restrizioni all'ingresso e quarantene per i viaggiatori provenienti dalla Cina e dalle altre aree a rischio; questi provvedimenti tuttavia non sono riusciti a impedire che l'epidemia si diffondesse, anche a causa della loro applicazione non omogenea e della difficoltà di individuare gli asintomatici.

Per arginare il contagio e allentare la pressione sulle strutture sanitarie, la maggior parte dei paesi colpiti dall'epidemia ha introdotto misure di distanziamento fisico delle persone: chiusura delle scuole e di molte attività produttive, cancellazione di eventi pubblici, divieto di assembramento, restrizioni agli spostamenti interni, divieto di lasciare la propria abitazione se non per ragioni essenziali. I provvedimenti sono stati più stringenti in alcuni paesi; in altri sono stati meno intensi o circoscritti alle aree più colpite. In Italia gli interventi hanno inizialmente riguardato le zone in cui sono emersi i primi focolai, ma sono stati poi estesi a livello nazionale con la sospensione delle attività (il cosiddetto *lockdown*), disposta il 9 marzo. Le restrizioni sono state allentate una prima volta il 4 maggio e poi il 18 consentendo la riapertura, pur con le opportune precauzioni, anche del commercio al dettaglio, dei servizi alla persona e delle attività di ristorazione.

Le limitazioni hanno ridotto la mobilità dei cittadini, in misura corrispondente al loro grado di severità. In base ai dati di Google Maps, nella seconda settimana successiva all'imposizione del *lockdown* in Belgio, Francia, Italia, Regno Unito e Spagna la mobilità legata al tempo libero e agli acquisti al dettaglio è diminuita di circa l'80 per cento rispetto ai valori medi precedenti alla sospensione delle attività, mentre quella associata agli spostamenti da e verso i luoghi di lavoro è scesa di oltre il 60 per cento (fig. 15.4). In Germania, nei Paesi Bassi, negli Stati Uniti e in alcuni paesi nordici la mobilità si è ridotta di circa il 40 per cento. In Corea del Sud, in Giappone e in Svezia, dove non sono state imposte chiusure e restrizioni generalizzate a livello nazionale, il calo è stato più contenuto.

Figura 15.4



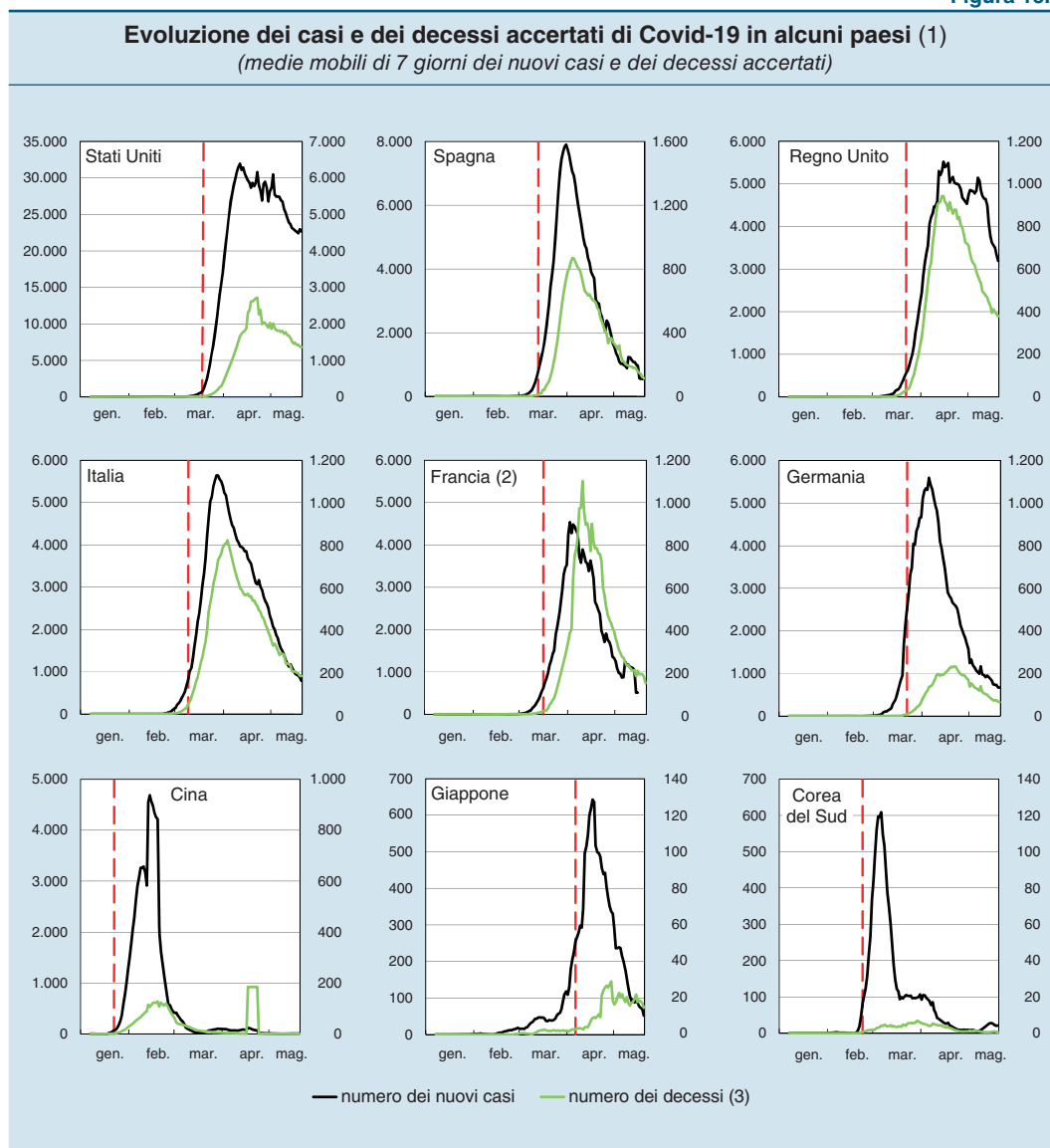
Fonte: Covid-19 Google Community Mobility Reports.

(1) Nel caso della Svezia, dove non è stato imposto un lockdown, la data di riferimento è il 13 marzo, quando il governo ha emanato una serie di raccomandazioni volte a limitare gli spostamenti dei cittadini. Per la Corea del Sud la data di riferimento è il 24 febbraio, quando si è decisa la chiusura delle scuole e la sospensione delle attività per 180.000 lavoratori, e per il Giappone il 7 aprile, quando è stato dichiarato lo stato di emergenza.

Le misure di *lockdown* e la conseguente riduzione degli spostamenti si sono rivelate efficaci nel contenere la diffusione dell'epidemia. In tutti i paesi i contagi hanno iniziato a scendere 16-20 giorni dopo l'avvio dei *lockdown*, in linea con i tempi di incubazione della malattia e di individuazione e registrazione dei casi (fig. 15.5). In Italia, secondo i più diffusi modelli epidemiologici, in assenza di misure di contenimento si sarebbe potuto raggiungere un numero di infezioni giornaliere tra le 15 e le 40 volte superiore a quello osservato nei giorni di picco del marzo scorso, con conseguenze sociali ed economiche gravissime.

Alcuni paesi hanno contenuto l'epidemia attraverso l'uso di test su larga scala e un'attività estesa di tracciamento dei contatti delle persone contagiate (*contact tracing*), che ha permesso di individuare e isolare tempestivamente altri possibili casi. Ad esempio, la Corea del Sud e alcuni altri paesi asiatici hanno migliorato la capacità di ricostruzione dei contatti sociali affiancando alle tradizionali interviste individuali soluzioni tecnologiche avanzate, tra cui le applicazioni per la notifica di esposizione (*exposure notification*) che sfruttano la possibilità di rilevare a basso costo e con immediatezza la prossimità tra due o più dispositivi elettronici. Per essere efficaci questi strumenti devono raggiungere elevati tassi di adozione ed essere inseriti in un articolato sistema di sorveglianza sanitaria che sia in grado di rilevare tempestivamente chi ha contratto la malattia (compresi i casi asintomatici), di mettere a disposizione test clinici a chi riceve una notifica di esposizione e di impedire il caricamento di dati falsi all'interno delle applicazioni. Il trattamento dei dati sensibili raccolti dai dispositivi e la possibilità che l'uso di queste applicazioni condizionino, anche parzialmente, la libertà di movimento pongono delicate questioni di bilanciamento tra diritto alla salute e altri diritti individuali, a partire da quello, sempre più centrale con l'avanzare della digitalizzazione, alla riservatezza. In molti paesi tali questioni non sono ancora state del tutto risolte.

Figura 15.5



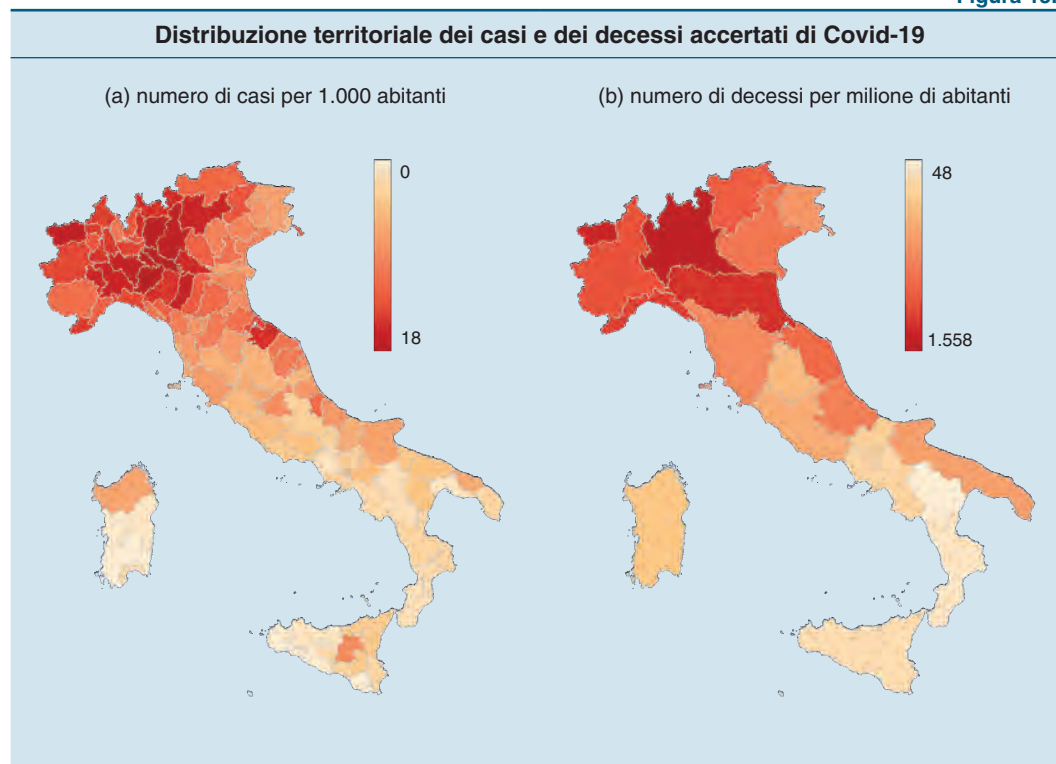
Fonte: European Centre for Disease Prevention and Control.

(1) Le barre verticali indicano le date di imposizione del *lockdown* a livello nazionale. Nel caso della Corea del Sud, dove non è stato imposto un *lockdown*, la data di riferimento è il 24 febbraio, quando si è decisa la chiusura delle scuole e la sospensione delle attività per 180.000 lavoratori; per il Giappone la data è il 7 aprile, quando è stato dichiarato lo stato di emergenza. – (2) Il numero di decessi include anche quelli plausibilmente attribuibili a Covid-19 ma non confermati da test di laboratorio, mentre il numero dei casi si riferisce solo a quelli confermati. – (3) Scala di destra. Per tutti i paesi, la scala di destra (numero dei decessi) è un quinto della scala di sinistra (numero dei casi); se le due curve fossero coincidenti, a meno di uno sfasamento temporale, il tasso di letalità rilevata sarebbe pari al 20 per cento.

Al momento in Europa l'adozione di queste soluzioni tecnologiche rimane al più in fase sperimentale. Il Governo italiano ha annunciato la possibilità che vengano utilizzate, su base volontaria, dopo l'allentamento delle misure restrittive avviato il 4 maggio. In questa fase, per evitare nuove progressioni incontrollate dell'epidemia, ancora possibili data la quota elevata di persone non immunizzate, sarà importante monitorare strettamente l'insorgere di nuovi focolai attraverso politiche di *testing*, tracciamento e isolamento tempestivo dei casi. Dall'efficacia di queste politiche dipenderà la capacità di mantenere aperti in sicurezza settori ampi dell'economia e di ridurre il ricorso a nuovi periodi di *lockdown* su scala nazionale.

La diffusione in Italia. – L'epidemia si è sviluppata in modo eterogeneo sul territorio italiano. Dall'epicentro in Lombardia, il contagio si è inizialmente diffuso alle province vicine del Veneto, dell'Emilia-Romagna, del Piemonte e della Liguria, anche per effetto degli stretti legami tra i sistemi produttivi di queste regioni. Nelle settimane seguenti l'epidemia si è gradualmente estesa a gran parte del Nord. Le misure di contenimento del 9 marzo sono state introdotte quando la diffusione della malattia era ancora nelle fasi iniziali nelle regioni centro-meridionali, limitando l'incidenza del contagio in quest'area (fig. 15.6.a). Nonostante i diversi livelli di partenza, dopo l'introduzione degli interventi di contenimento l'evoluzione dell'epidemia è stata abbastanza simile nelle varie regioni (fig. 15.7). Il numero rilevato di nuove infezioni ha raggiunto un picco intorno alla fine di marzo ed è in seguito diminuito lentamente, con l'eccezione del Piemonte dove ha iniziato a scendere dalla metà di aprile. La dinamica della mortalità ha seguito quella delle infezioni con un ritardo di pochi giorni.

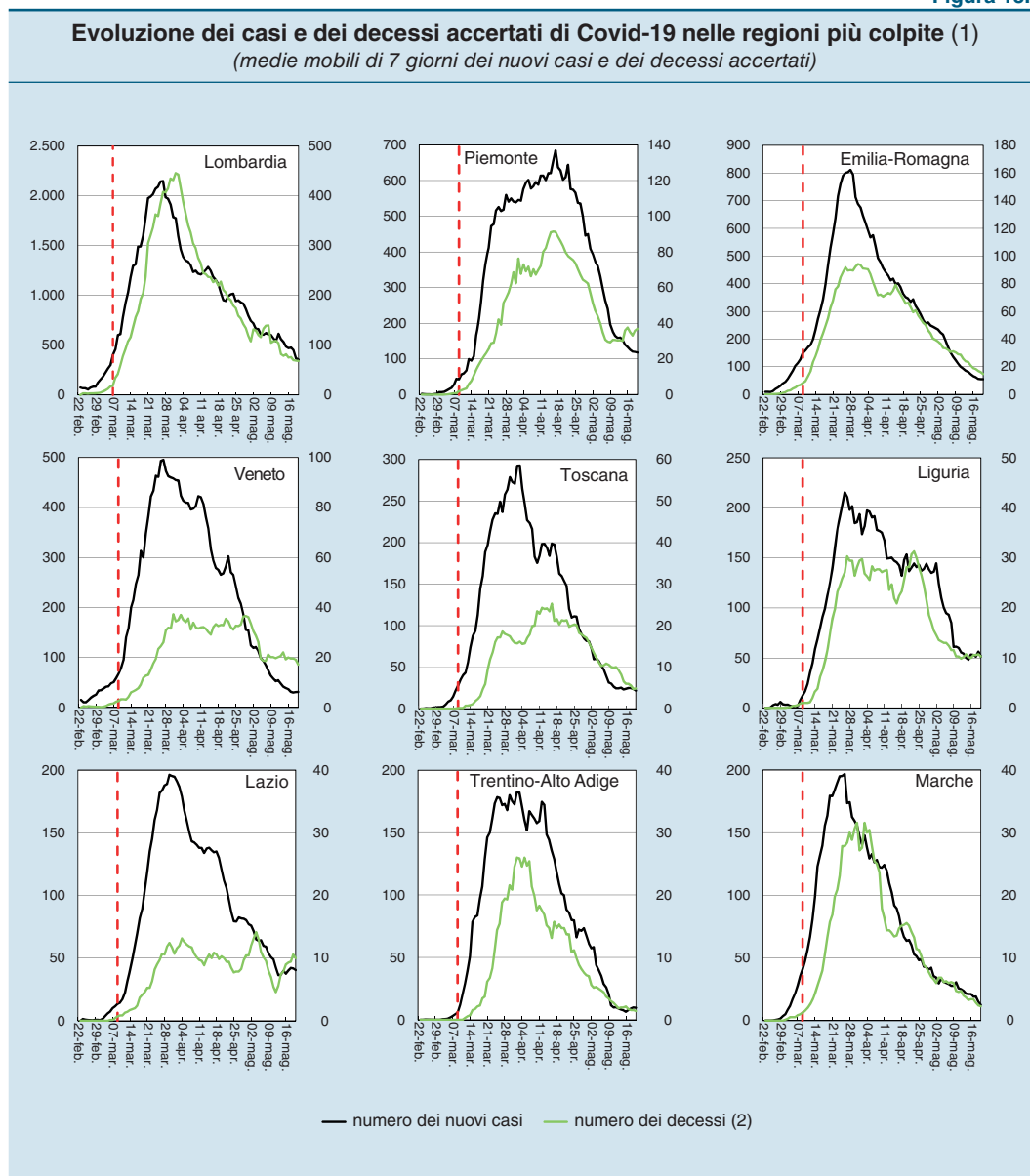
Figura 15.6



Fonte: Presidenza del Consiglio dei ministri. Dipartimento della Protezione civile.

L'incidenza della mortalità differisce sostanzialmente tra le regioni. Il tasso di letalità rilevata supera la media nazionale soprattutto in Lombardia, ma anche in Emilia-Romagna, Liguria e Marche; è invece notevolmente più basso in Campania, Lazio, Toscana, Veneto, e nelle altre regioni del Mezzogiorno (fig. 15.8). La variabilità regionale potrebbe riflettere un'effettiva diversa letalità della malattia dovuta sia a caratteristiche preesistenti delle diverse aree (composizione demografica, condizioni di salute) sia a circostanze legate all'epidemia (intensità del contagio, capacità di isolare e monitorare i soggetti più a rischio, dotazione di unità di terapia intensiva). Potrebbe risentire anche dei problemi di misurazione sopra indicati e, in particolare, della sottostima del numero di casi (e di decessi) dove l'epidemia è stata più

Figura 15.7



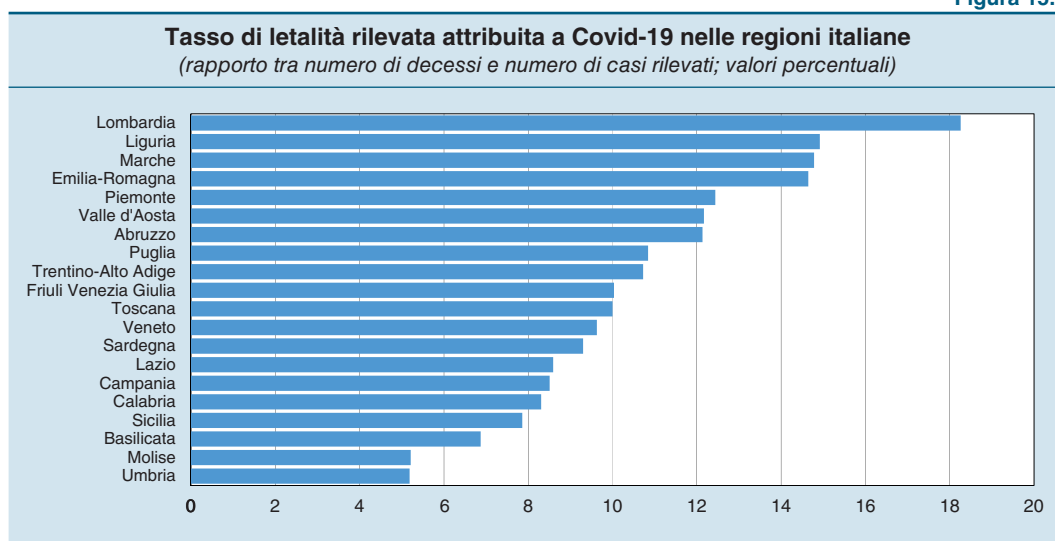
Fonte: Presidenza del Consiglio dei ministri. Dipartimento della Protezione civile.

(1) Le barre verticali indicano le date di imposizione del *lockdown* a livello regionale (7 marzo per la Lombardia, 9 marzo per le altre regioni). – (2) Scala di destra. Per tutte le regioni, la scala di destra (numero dei decessi) è un quinto della scala di sinistra (numero dei casi); se le due curve fossero coincidenti, a meno di uno sfasamento temporale, il tasso di letalità rilevata sarebbe pari al 20 per cento.

intensa, a causa della difficoltà di somministrare un numero sufficiente di test: in queste situazioni, i casi accertati hanno riguardato prevalentemente i pazienti con sintomatologie più critiche.

Secondo i dati pubblicati dall'Istat per 6.866 comuni italiani (su un totale di 7.904), dal 21 febbraio al 31 marzo la mortalità delle persone di età pari a 50 e più anni è considerevolmente aumentata rispetto alla media del quinquennio precedente. L'incremento è stato molto forte in Lombardia, elevato in Emilia-Romagna, Liguria, Marche, Piemonte, Trentino-Alto Adige e Valle d'Aosta e più contenuto in Veneto e Friuli Venezia Giulia (tav. 15.1). Nelle regioni in cui la diffusione del contagio è stata

Figura 15.8



Fonte: Presidenza del Consiglio dei ministri. Dipartimento della Protezione civile.

Tavola 15.1

Mortalità in eccesso della popolazione con almeno 50 anni e decessi attribuiti a Covid-19 (1)
(percentuali, numeri e variazioni percentuali)

REGIONI	Percentuale della popolazione inclusa nel campione	Mortalità in eccesso	Variazione della mortalità	Variazione del tasso di mortalità per 1.000 abitanti	Decessi attribuiti a Covid-19 nei comuni del campione	Differenza tra mortalità in eccesso e decessi attribuiti a Covid-19	Rapporto tra mortalità in eccesso e decessi attribuiti a Covid-19
Piemonte	93,3	2.313	39,2	1,2	1.018	1.295	2,3
Valle d'Aosta	91,2	80	48,3	1,6	70	10	1,1
Lombardia	97,1	16.086	147,0	3,7	8.362	7.724	1,9
Trentino-Alto Adige	92,4	584	54,6	1,5	281	303	2,1
Veneto	87,2	1.032	18,8	0,5	511	521	2,0
Friuli Venezia Giulia	73,4	148	8,7	0,3	57	91	2,6
Liguria	92,3	917	37,3	1,3	368	549	2,5
Emilia-Romagna	94,6	3.101	54,4	1,6	1.890	1.211	1,6
Toscana	89,1	524	10,5	0,3	226	298	2,3
Umbria	93,8	47	3,9	0,1	37	10	1,3
Marche	83,4	750	37,3	1,3	328	422	2,3
Lazio	80,9	-277	-4,3	-0,1	158	-435	-1,8
Abruzzo	85,2	219	12,8	0,4	64	155	3,4
Molise	73,5	30	6,7	0,3	4	26	7,5
Campania	79,3	63	1,0	0,0	79	-16	0,8
Puglia	85,0	361	8,2	0,2	118	243	3,1
Basilicata	75,0	11	1,5	0,1	5	6	2,2
Calabria	77,0	81	3,4	0,1	18	63	4,5
Sicilia	73,4	-43	-0,7	-0,0	77	-120	-0,6
Sardegna	75,6	249	13,0	0,4	39	210	6,4

Fonte: Istat e Istituto superiore di sanità, *Impatto dell'epidemia Covid-19 sulla mortalità totale della popolazione residente. Primo trimestre 2020*, 4 maggio 2020.

(1) Il campione include 6.866 comuni italiani su un totale di 7.904. Il periodo di riferimento considerato è tra il 21 febbraio e il 31 marzo 2020. L'eccesso di mortalità e la sua variazione sono definite rispetto alla media dello stesso periodo nel quinquennio precedente.

limitata, la mortalità è simile e talora inferiore alla media del quinquennio precedente, probabilmente per effetto dell'inverno mite, che può aver ridotto l'incidenza di malattie stagionali, e della diminuzione dei decessi attribuiti a altre cause di morte (ad es. per incidente stradale), che in parte può essere una conseguenza del *lockdown*. Nelle regioni dove l'epidemia è stata più intensa il numero dei decessi per Covid-19 è ben al di sotto della mortalità in eccesso stimata per la popolazione con 50 e più anni.

I canali di trasmissione della pandemia all'economia reale

L'arresto dell'economia ha compresso marcatamente l'interscambio estero di beni della Cina, acuendo, per effetto della centralità di questo paese nelle catene globali del valore, la flessione degli scambi commerciali mondiali. Le ricadute derivanti dall'interruzione delle forniture sono state rilevanti per le imprese italiane, che importano quasi il 6 per cento dei loro beni intermedi dalla Cina (cfr. il capitolo 10: *La competitività, l'interscambio con l'estero e la bilancia dei pagamenti*).

La drastica riduzione della mobilità internazionale ha colpito direttamente i servizi di trasporto e i flussi turistici, interrompendo l'espansione della componente che negli ultimi anni più aveva sospinto la dinamica del commercio globale. Sulla base dei dati dell'organizzazione intergovernativa che coordina il traffico aereo a livello europeo (Eurocontrol), in aprile e nella prima metà di maggio il traffico aereo complessivo si è contratto di oltre il 90 per cento rispetto allo scorso anno. La maggior parte delle manifestazioni fieristiche programmate per la primavera sono state annullate o rinviate alla seconda metà dell'anno, in Italia come nel resto dell'Europa, con effetti negativi potenzialmente duraturi sui legami internazionali tra imprese. Il collasso del turismo ha effetti molto rilevanti per l'economia italiana: secondo le stime del World Travel and Tourism Council, per il 2017 – considerando anche gli effetti indiretti – al settore turistico è imputabile il 13,2 per cento del PIL; il 14,6 in Spagna, il 9,5 in Francia e l'8,6 in Germania (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2020). Poiché il turismo straniero pesa per circa un terzo del totale, in Italia gli effetti recessivi rimarranno considerevoli finché la mobilità internazionale continuerà a essere frenata da disposizioni normative o dalla percezione di un maggiore rischio di contagio nei viaggi internazionali.

L'attuazione delle misure di contenimento del contagio ha amplificato la caduta dell'attività nei settori giudicati "non essenziali" e di conseguenza sospesi in molti paesi; la possibilità di ricorrere a modalità di *smart working* ha permesso di contenere la perdita di valore aggiunto (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Le chiusure hanno avuto un impatto molto eterogeneo tra settori: alcuni, come l'agricoltura e i servizi finanziari e assicurativi, ne hanno risentito in misura limitata; altri, in particolare i servizi di ristorazione, ospitalità e intrattenimento, hanno visto il proprio fatturato quasi completamente azzerato.

Sin dai primi segnali di crisi, le aziende hanno programmato una significativa revisione al ribasso della spesa per investimenti, che potrebbe tradursi in un sensibile calo nel prossimo futuro. Il ridimensionamento sembra essere maggiore nell'edilizia e nei servizi non commerciali. Il fabbisogno di liquidità delle imprese è considerevolmente aumentato (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia* del capitolo 7). Le misure introdotte dal Governo hanno mirato a evitare che le carenze di liquidità si trasformassero rapidamente in crisi di insolvenza.

Le ricadute della crisi sull'occupazione sono state rilevanti in tutti i paesi. In Italia il fermo delle attività non essenziali ha riguardato circa un terzo degli occupati. Il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG), esteso eccezionalmente a tutte le imprese, dovrebbe consentire di salvaguardare le posizioni permanenti riducendo le ore lavorate pro capite (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). La flessione della domanda di lavoro ha riguardato tutti i gruppi professionali; ne hanno risentito meno le professioni intellettuali e impiegatizie, che più di frequente possono essere svolte a distanza. La diffusione del contagio avrebbe verosimilmente portato a una forte riduzione dell'input di lavoro anche in assenza della sospensione delle attività, qualora molti lavoratori si fossero ammalati o assentati dal luogo di lavoro per evitare il contagio oppure per accudire familiari ammalati.

Per le famiglie, la pandemia determina effetti di natura reale e finanziaria. Da un lato, i nuclei familiari risentono della caduta dell'occupazione e dei redditi da lavoro; dall'altro, subiscono l'erosione della loro ricchezza finanziaria dovuta al calo dei prezzi azionari e obbligazionari. Gli effetti sulla spesa per consumi possono essere considerevoli, anche prescindendo dalle limitazioni agli acquisti connesse con le misure di contenimento. Il reddito disponibile è sceso in misura più marcata tra le famiglie a basso reddito, tra le quali è più elevata la quota di occupati in settori oggetto dei provvedimenti di sospensione e limitazione dell'attività produttiva o in mansioni non effettuabili a distanza. L'impatto sulla disuguaglianza nella distribuzione dei redditi dovrebbe essere parzialmente mitigato dagli ammortizzatori sociali, estesi anche a categorie tradizionalmente escluse.

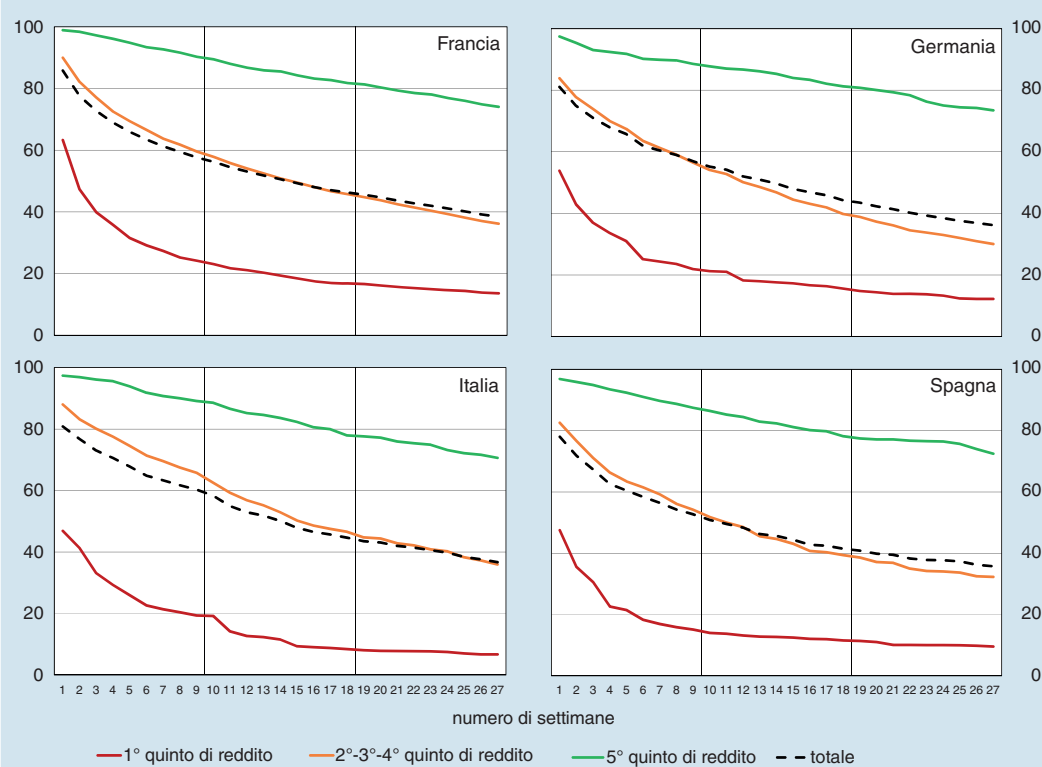
La scarsa disponibilità di attività finanziarie liquide tra i nuclei familiari con redditi più bassi può far sì che lo shock sul reddito possa tradursi in un sensibile aumento del numero di famiglie che non riescono a mantenere standard di vita accettabili². Sulla base dell'ultima indagine armonizzata europea sui bilanci delle famiglie (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS), riferita al 2016, è possibile effettuare un confronto internazionale della quota di persone, nelle diverse classi di reddito, in grado di vivere alla soglia convenzionale di povertà attingendo solamente alle attività finanziarie liquide disponibili (fig. 15.9). In Italia, tra le famiglie in cui la persona di riferimento ha meno di 65 anni e il cui reddito ricade nel primo quinto della distribuzione dei redditi disponibili equivalenti, circa l'80 per cento non ha risparmi liquidi sufficienti per rimanere al di sopra della soglia di povertà per più di nove settimane. La quota corrispondente è maggiore in Spagna (85 per cento circa), simile in Germania e inferiore in Francia (75 per cento circa). Nei tre quinti centrali della distribuzione dei redditi, tale quota in Italia è invece inferiore a quella degli altri paesi (35 per cento a fronte di valori superiori al 40).

La crisi innescata dalla pandemia ha ripercussioni negative soprattutto per le generazioni più giovani. Come nelle recenti recessioni, la riduzione delle assunzioni e il mancato rinnovo dei contratti temporanei ha riguardato particolarmente chi è entrato da poco nel mercato del lavoro. Per sopperire alla chiusura delle scuole e delle università si è fatto ricorso a modalità di didattica a distanza. L'utilizzo di tali modalità non è stato tuttavia omogeneo nel Paese e ha sollevato seri problemi di equità nell'accesso all'istruzione, poiché ne sono esclusi gli studenti che vivono in famiglie che non dispongono degli

² R. Gambacorta, A. Rosolia e F. Zanichelli, *Le condizioni finanziarie delle famiglie europee di fronte alla pandemia*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 2 aprile 2020.

Figura 15.9

Quota di popolazione con attività finanziarie liquide sufficienti a fronteggiare shock negativi di reddito estremi: persone in famiglie in cui il maggior percettore di reddito ha meno di 65 anni (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati HFCS-UDB 3.0.

(1) Ciascuna curva mostra la quota di persone che vivono in famiglie con attività liquide sufficienti a sostenerne gli standard di vita al livello della soglia di povertà per il numero di settimane indicate sull'asse orizzontale nel caso di azzeramento dei redditi. Per ciascun paese, i quinti di reddito si riferiscono alla distribuzione nazionale dei redditi equivalenti (scala dell'OCSE modificata) tra le persone; la soglia di povertà è pari al 60 per cento del reddito equivalente mediano (al lordo di imposte). Le attività liquide includono depositi, azioni quotate, obbligazioni private e titoli di Stato. I dati si riferiscono al 2016 per Francia, Germania e Italia e al 2014 per la Spagna.

strumenti necessari (computer, connessione internet) o degli ambienti adeguati a seguire le lezioni a distanza. Gli effetti potenzialmente permanenti sull'accumulazione e sulla distribuzione del capitale umano possono richiedere interventi per assicurare a tutti i giovani le stesse opportunità e garantire l'acquisizione delle competenze necessarie per una piena integrazione nella società e nel mondo del lavoro.

Un fattore di amplificazione degli effetti economici dell'epidemia può derivare da un riaccendersi delle tensioni finanziarie. Queste si sono rapidamente inasprite, raggiungendo l'apice intorno alla metà di marzo, con la diffusione dell'epidemia in Europa e negli Stati Uniti. Sono caduti i principali indici di borsa mondiali ed è salita repentinamente l'avversione al rischio degli investitori; la volatilità attesa ha raggiunto un picco simile a quello registrato nella fase più intensa della crisi finanziaria globale (cfr. il capitolo 14: *I mercati monetari e finanziari*). Le aspettative di un rapido peggioramento dei saldi di finanza pubblica e di un forte aumento delle emissioni di titoli di Stato nella maggior parte dei paesi hanno indotto gli investitori a richiedere premi più elevati per il rischio sovrano. Le tensioni sono state contenute dagli interventi delle banche centrali e dagli annunci di provvedimenti di politica economica, ma le condizioni su molti mercati rimangono fragili.

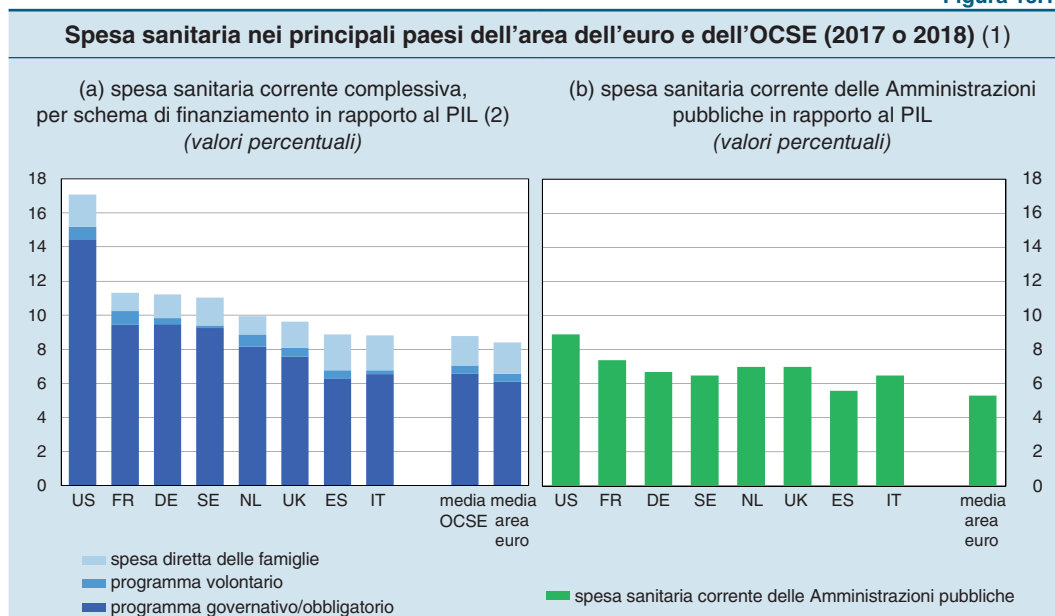
Gli orientamenti delle politiche economiche

La risposta delle politiche economiche non ha potuto fare leva sulle tradizionali misure di sostegno alla domanda di consumo e di investimento; il disegno degli interventi ha dovuto tenere conto delle circostanze eccezionali in cui si sono trovati a operare i settori produttivi.

In tutti i paesi le politiche di bilancio e monetarie hanno rapidamente reagito in senso espansivo e con misure di dimensione eccezionale. La diversa entità degli interventi nei vari paesi ha rispecchiato le differenze nelle condizioni economiche e finanziarie di partenza, nella profondità della crisi e nei margini di manovra disponibili. In generale le misure hanno ovunque mirato a rafforzare i sistemi sanitari, sostenere i redditi delle famiglie e la liquidità delle imprese e garantire condizioni ordinate sui mercati monetari e finanziari. Anche in Italia e al livello dell'Unione europea la politica economica si è articolata lungo queste direttrici, con interventi di ampia portata.

L'intensità dell'epidemia ha richiesto risorse aggiuntive e aggiustamenti organizzativi nei sistemi sanitari anche nei paesi più ricchi, dove questi sono avanzati e ben finanziati, pur differendo nell'ammontare di risorse impegnate e nei modelli organizzativi. Ad esempio, in Germania e Francia la spesa complessiva per la sanità è intorno all'11 per cento del PIL (fig. 15.10). La spesa in Italia è più contenuta (poco meno del 9 per cento) e sostanzialmente in linea con la media dell'area dell'euro e dei paesi dell'OCSE; i risultati in termini di indicatori di salute della popolazione sono tra i migliori fra i paesi avanzati. Benché la spesa riconducibile alle Amministrazioni

Figura 15.10



Fonte: OCSE (Health Data, *System of Health Accounts*), Eurostat (*System of Health Accounts* e dati COFOG).

(1) Sigle internazionali dei paesi: US=Stati Uniti; FR=Francia; DE=Germania; SE=Svezia; NL=Paesi Bassi; UK=Regno Unito; ES=Spagna; IT=Italia. – (2) Sulla base degli standard statistici del *System of Health Accounts* 2011 nella categoria dei programmi governativi/obbligatori sono inclusi tutti quelli per cui la partecipazione è automatica e universale per tutti i cittadini/residenti (ad es. nel caso di sistemi sanitari nazionali) o per cui la partecipazione è obbligatoria in base alla legge o regolamenti per tutta la popolazione o per sottogruppi di cittadini (come può essere il caso per assicurazioni sanitarie pubbliche o private). Negli schemi volontari invece la partecipazione è lasciata alla discrezione dei singoli o delle imprese (ad es. nel caso di assicurazioni volontarie individuali o collettive). Per gli Stati Uniti, per cui è riportato il 2017 (anno successivo all'entrata in vigore dell'*Affordable Care Act* nel 2014), la categoria programma governativo/obbligatorio include *Medicaid*, *Indian Health Service*, *SAMHSA*, *Medicare*, *CHIP*, *Veterans Administration*, *Department of Defense* e *Workers Compensation* e altri programmi governativi, e anche assicurazioni offerte tramite i datori di lavoro o acquistate individualmente.

pubbliche sia la componente principale in quasi tutti i paesi, questa è leggermente più rilevante in Italia e nel Regno Unito (dove la sanità si articola intorno a un sistema sanitario nazionale) rispetto alla Francia e alla Germania. La spesa totale è solo uno dei fattori da tenere in considerazione per valutare l'efficienza e l'efficacia nell'erogazione dei servizi sanitari; oltre che dalle modalità di finanziamento (ricorso al gettito fiscale, meccanismi assicurativi obbligatori o volontari, spesa diretta dei pazienti), molto dipende dall'assetto istituzionale (grado di decentramento, ruolo del settore privato, ecc.) e organizzativo (grado di autonomia nell'allocazione delle risorse, volume e tipologia di servizi da garantire in condizioni normali e di emergenza).

Le misure di sostegno alle famiglie hanno perseguito l'obiettivo di mitigare la caduta dei redditi e gli effetti sfavorevoli sull'occupazione. Pur riflettendo l'eterogeneità degli schemi di sostegno al reddito esistenti nei diversi paesi, gli interventi hanno mirato in via prioritaria a favorire il mantenimento dei rapporti di lavoro dipendente (come il rafforzamento della CIG in Italia) e a sostenere i lavoratori autonomi la cui attività era ferma o fortemente limitata dalle misure di contenimento. L'azione a livello di Unione europea ha assecondato questi obiettivi con l'introduzione di uno strumento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) che è stato approvato dal Consiglio europeo della fine di aprile e adottato il 19 maggio dal Consiglio della UE (cfr. il capitolo 2: *L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro*). Lo strumento sarà operativo non appena tutti i paesi avranno assicurato la loro quota di garanzie.

Gli interventi immediati a sostegno delle imprese si sono concentrati sulla necessità di assicurare che queste continuassero a disporre di un livello sufficiente di liquidità. Nel perseguimento di tale obiettivo, pur nelle differenze degli assetti produttivi e istituzionali, i paesi sono accomunati dal ricorso alla concessione di prestiti e garanzie pubbliche e alla rimodulazione di alcuni pagamenti, inclusi quelli fiscali e contributivi. Allo stesso tempo, nei paesi in cui gli interventi sono stati attivati principalmente attraverso il canale del credito bancario, il grado di indebitamento delle imprese potrebbe aumentare nel medio termine soprattutto se, come è verosimile, parte delle perdite subite non saranno recuperate. L'incremento della leva potrebbe rendere più vulnerabile la struttura finanziaria delle imprese³, indebolendo la loro capacità di realizzare piani di investimento e ritardando i tempi della ripresa. Molti paesi hanno avviato o stanno considerando politiche volte a compensare direttamente le perdite con trasferimenti pubblici o a rafforzare la patrimonializzazione.

Le politiche monetarie sono state di portata eccezionale e di segno fortemente espansivo. Nei principali paesi avanzati sono stati attuati dalle banche centrali interventi per evitare un rapido prosciugarsi della liquidità e interruzioni nei flussi del credito che avrebbero potuto rendere più severi gli effetti della crisi; vi rientrano i provvedimenti assunti con decisione dal Consiglio direttivo della BCE. L'azione delle banche centrali è stata articolata e ha interessato i vari strumenti a disposizione: riduzioni nei tassi di riferimento, programmi di acquisto di titoli e attivazione di linee di credito.

³ G. Gobbi, F. Palazzo e A. Segura, *Le misure di sostegno finanziario alle imprese post-Covid-19 e le loro implicazioni di medio termine*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 15 aprile 2020; apparso anche con il titolo *Unintended effects of loan guarantees during the Covid-19 crisis* su "VoxEU.org".

La portata globale della crisi si è riflessa anche sulle iniziative delle istituzioni finanziarie internazionali per consentire a tutti i paesi di rispondere adeguatamente all'emergenza sanitaria, sostenere i settori produttivi e riavviare il percorso di crescita. A seguito dell'emergenza connessa con l'epidemia, più di 100 paesi membri hanno richiesto di accedere ai finanziamenti del Fondo monetario internazionale; per circa la metà delle richieste sono già stati stanziati i fondi. Per fare fronte alle accresciute necessità di erogazione di finanziamenti, l'FMI ha ampliato e rivisto gli strumenti a propria disposizione. A sostegno in particolare dei paesi a basso reddito sono state annunciate iniziative della Banca Mondiale e, su impulso di quest'ultima e dell'FMI e con l'approvazione del G20, è stata prevista la sospensione, da parte di tutti i creditori ufficiali bilaterali, del servizio del debito sino alla fine del 2020. Il G20 ha inoltre approvato un piano di azione con l'obiettivo di affrontare in modo coordinato l'emergenza sanitaria ed economica⁴.

Considerazioni sull'economia nel medio periodo dopo l'epidemia

I tempi e i modi con cui verranno superati gli effetti economici della pandemia di Covid-19 sono molto difficili da prevedere soprattutto per l'incertezza sui tempi necessari per l'introduzione di un vaccino o di cure efficaci e sulla loro disponibilità per l'intera comunità mondiale. Alcune tendenze che si sono manifestate nei primi mesi del 2020 – ossia il possibile rallentamento dell'integrazione economica internazionale, la più rapida digitalizzazione dell'economia, le diverse dinamiche settoriali – potrebbero avere ripercussioni di più lungo periodo, condizionando le politiche economiche future.

L'integrazione economica internazionale. – L'esperienza recente potrebbe frenare il processo di integrazione economica e finanziaria mondiale, accelerando una tendenza in parte già in atto negli ultimi anni. La pandemia ha evidenziato la fragilità dell'attuale assetto delle filiere produttive globali governate da modelli organizzativi di pianificazione *just-in-time*. Una valutazione più prudente dei rischi derivanti da una così stretta interdipendenza tra economie potrebbe innescare processi di maggiore integrazione verticale e di accorciamento delle catene globali del valore, a costo di perdere alcuni benefici della specializzazione produttiva e della diversificazione delle reti dei fornitori.

L'intervento dello Stato potrebbe ampliarsi anche in settori fino a tempi recenti ritenuti non strategici, attraverso partecipazioni dirette, uso di poteri speciali e controlli stringenti sugli investimenti esteri, limitando in parte la libertà di impresa e di movimento di merci e capitali. Considerazioni di sicurezza nazionale, quali la dipendenza dalle importazioni per l'approvvigionamento di beni di prima necessità o ritenuti strategici (ad es. alimentari, energia, medicinali, tecnologia), potrebbero accentuare la tendenza alla reintroduzione di barriere commerciali. Le restrizioni agli spostamenti delle persone, oggi giustificate dalla necessità di contenere i rischi di contagio, potrebbero generare un cambiamento nei comportamenti individuali o un irrigidimento delle politiche di controllo dell'immigrazione. Queste dinamiche verrebbero mitigate da un rinnovato impegno alla cooperazione internazionale.

⁴ G20, *Annex I: G20 Action Plan. Supporting the global economy through the Covid-19 pandemic*, 15 aprile 2020.

In uno scenario di debolezza degli scambi commerciali tra diverse aree, l'appartenenza all'Unione europea e all'area dell'euro rimarranno centrali per sostenere la crescita facendo leva in misura maggiore rispetto al passato sulla domanda interna e sul rafforzamento del potenziale di crescita dei paesi membri. Data la forte integrazione tra le varie economie, il coordinamento delle politiche potrebbe aiutare il ritorno alla crescita economica nei paesi dell'Unione.

La digitalizzazione dell'economia. – In tutti i paesi il ricorso alle tecnologie digitali è stato fondamentale per attenuare gli effetti depressivi causati dalla necessità di prevenire il contagio (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*). Sono state massimamente sfruttate le modalità di *smart working*, con effetti potenzialmente duraturi sull'organizzazione del lavoro, soprattutto per le mansioni impiegatizie e quelle intellettuali.

Il cambiamento nelle modalità di consumo associato alla necessità del distanziamento sociale, che si protrarrà ben oltre i vincoli imposti dalle misure di sospensione delle attività, potrebbe favorire i canali di acquisto online rispetto alla distribuzione tradizionale. La prevedibile rapida espansione del commercio elettronico potrebbe anche facilitare lo sviluppo di nuovi operatori con modelli di business innovativi. L'uso crescente delle interazioni a distanza potrebbe inoltre accelerare i processi di ristrutturazione in corso degli intermediari finanziari e sostenere la crescita delle piattaforme online per la distribuzione di servizi finanziari; potrebbe ridisegnare il rapporto con i cittadini per i servizi offerti dalle Amministrazioni pubbliche, nonché portare a un ribilanciamento tra attività in presenza e a distanza nelle scuole e nelle università.

Questi sviluppi, se opportunamente regolati, possono avere effetti positivi in termini di conciliazione tra i tempi di lavoro e le esigenze familiari, di ampliamento delle possibilità di consumo, di facilità di accesso ai servizi, ma possono anche accentuare fenomeni, già in corso prima della pandemia, di concentrazione del potere di mercato nelle mani di pochi grandi operatori, con notevoli implicazioni allocative, distributive e connessi effetti sull'occupazione. Le conseguenze di queste tendenze si estenderebbero anche, ad esempio, all'organizzazione della rete dei trasporti, al mercato immobiliare e a fenomeni di lungo periodo, come i cambiamenti legati al riscaldamento globale e alla gestione del territorio e dell'ambiente, creando opportunità per orientare la struttura dei sistemi economici verso traiettorie più sostenibili.

La riallocazione settoriale. – Le conseguenze economiche della pandemia sono diverse tra i settori, nell'immediato e rispetto a possibili evoluzioni future.

Il settore più colpito nella fase attuale è quello del turismo, in particolare internazionale. La sua ripartenza sarà molto graduale, considerando la difficoltà di rimuovere i vincoli alla mobilità e il tempo necessario per recuperare la fiducia dei consumatori. Nei prossimi mesi l'Italia potrebbe sperimentare un sottoutilizzo della propria capacità produttiva; nel più lungo periodo potrà contare sulla ricchezza del proprio patrimonio artistico e ambientale, ma dovrà saper offrire garanzie di sicurezza sanitaria se parte dei flussi si dovessero reindirizzare dai paesi percepiti come più rischiosi a quelli percepiti come più sicuri.

Anche il settore del commercio, già interessato da processi di ristrutturazione, potrebbe risentire del cambiamento nei modelli distributivi, come già indicato. Alcuni settori manifatturieri potrebbero subire una riduzione significativa della domanda, potenzialmente persistente: ad esempio la cantieristica navale, per l'andamento del settore crocieristico, e il settore aeronautico, per la contrazione del traffico aereo. Il comparto automobilistico, impegnato nella transizione verso la propulsione elettrica, potrebbe vedere ridotta la capacità di finanziare i progetti di investimento già programmati. Dall'andamento del ciclo degli investimenti dipenderanno le ripercussioni sul settore della meccanica, centrale nell'economia italiana.

Questi aggiustamenti strutturali richiederanno una significativa riallocazione delle forze di lavoro. Gli addetti del commercio, dei servizi di alloggio e ristorazione, dei trasporti e dei servizi alla persona, fortemente colpiti dalla crisi, sono per oltre il 40 per cento occupati in imprese con meno di dieci addetti e circa un terzo è costituito da lavoratori autonomi. L'attuale emergenza ha evidenziato limiti della rete di protezione sociale cui si è risposto con misure straordinarie. Nel medio periodo, sarà importante valutare se gli strumenti esistenti saranno in grado di salvaguardare i livelli minimi di reddito delle persone interessate dai processi di riallocazione, inclusi i lavoratori autonomi, garantendo le necessarie coperture finanziarie. Sarà inoltre importante assicurare che la forza lavoro acquisisca quelle competenze professionali la cui domanda diventerà più robusta, e che le politiche pubbliche favoriscano l'accumulazione di un adeguato capitale umano e processi di formazione continua.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 29 MAGGIO 2020

DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Daniele FRANCO	- DIRETTORE GENERALE
Luigi Federico SIGNORINI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Alessandra PERRAZZELLI	- VICE DIRETTRICE GENERALE
Piero CIPOLLONE	- VICE DIRETTORE GENERALE

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Gaetano MACCAFERRI
Francesco ARGIOLAS	Ignazio MUSU
Nicola CACUCCI	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Carlo CASTELLANO	Donatella SCIUTO
Marco D'ALBERTI	Orietta Maria VARNELLI
Andrea ILLY	Marco ZIGON

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

AUGUSTO APONTE	- REVISORE GENERALE FINO AL 30 GIUGNO 2020
GIAN LUCA TREQUATTRINI	- REVISORE GENERALE DAL 1° LUGLIO 2020
PAOLO ANGELINI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
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 E ORGANIZZAZIONE
FRANCESCO NICOLÒ	- CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA E PAGAMENTI AL DETTAGLIO
MARINO OTTAVIO PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
ROBERTO RINALDI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO BILANCIO E CONTROLLO
GIUSEPPE SOPRANZETTI	- FUNZIONARIO GENERALE CON INCARICHI SPECIALI E DIRETTORE DELLA SEDE DI MILANO

Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA (UIF)

