BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

Roma, 30 maggio 2025

CENTOTRENTUNESIMO ESERCIZIO

anno 2024

esercizio CXXXI

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione annuale

anno 2024 – centotrentunesimo esercizio

Roma, 30 maggio 2025

© Banca d'Italia, 2025

Indirizzo
Via Nazionale, 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono
+39 06 47921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

Tutti i diritti riservati.
È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 1972-845X (stampa)
ISSN 2280-4129 (online)

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

Stampato nel mese di maggio 2025

Il bilancio della Banca d'Italia è disponibile sul sito internet dell'Istituto (www.bancaditalia.it).
Copie a stampa possono essere richieste alla Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

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

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'economia mondiale e le relazioni internazionali 3

Lo scenario macroeconomico internazionale 4

La finanza internazionale e le materie prime 7

La cooperazione internazionale 10

Riquadro: *La situazione debitoria dei paesi poveri* 12

L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

2. L'economia e le politiche di bilancio dell'area dell'euro 19

La fase ciclica 20

I prezzi e i costi 22

I mercati finanziari 24

Le politiche di bilancio 25

Riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* 26

3. La politica monetaria nell'area dell'euro 34

L'azione di politica monetaria 34

Riquadro: *La politica monetaria nell'area dell'euro e l'approccio guidato dai dati* 35

Le operazioni di politica monetaria 38

I tassi di interesse, le aspettative di inflazione e il cambio dell'euro 39

Riquadro: *Gli andamenti dei tassi di interesse nell'area dell'euro: determinanti e reattività alle notizie macroeconomiche* 40

La moneta e il credito 42

Riquadro: *La trasmissione dell'allentamento della politica monetaria nell'area dell'euro attraverso il canale bancario* 42

L'ECONOMIA ITALIANA

4. Il quadro di insieme 49

Gli andamenti nel 2024 49

Riquadro: *Crescita del PIL e inflazione nel 2024: le determinanti dello scostamento tra valori realizzati e valori previsti* 50

Riquadro: *Le recenti evoluzioni dei divari tra Centro Nord e Mezzogiorno* 51

Riquadro: *L'impatto del costo dell'energia sul settore industriale* 55
Riquadro: *Lo stato di attuazione del* Piano nazionale di ripresa e resilienza 57
I primi mesi del 2025 63

5. Le famiglie 64
Il reddito e la sua distribuzione 64
I consumi 67
Riquadro: *L'utilizzo dell'intelligenza artificiale generativa da parte delle famiglie italiane* 67
La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni 71
La ricchezza e gli investimenti finanziari 71
Riquadro: *Le attività finanziarie delle famiglie italiane nel periodo 2010-24* 74
L'indebitamento 76

6. Le imprese 79
Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo 80
Gli investimenti 83
La produttività e l'innovazione 85
Riquadro: *Il sistema dell'innovazione in Italia nel confronto internazionale* 86
Riquadro: *L'utilizzo dell'intelligenza artificiale nelle imprese italiane* 89
Riquadro: *L'esposizione delle imprese manifatturiere italiane ai rischi idrogeologici* 92
La redditività e il saldo finanziario 94
Le fonti di finanziamento 95
Riquadro: *I prestiti bancari sindacati alle società non finanziarie* 97

7. Il mercato del lavoro 103
L'occupazione 103
L'offerta di lavoro 107
Riquadro: *Il recente andamento del tasso di attività in Italia: determinanti demografiche e contesto economico* 108
Riquadro: *Immigrazione e politiche migratorie in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro* 111
La domanda di lavoro 114

8. I prezzi e i costi 115
I prezzi al consumo nel 2024 115
I prezzi alla produzione 117
Il costo del lavoro 118
Le prospettive dei costi e dell'inflazione nel 2025 119

9. L'interscambio con l'estero, la competitività e la bilancia dei pagamenti 121
Le esportazioni e le importazioni 121
Riquadro: *L'andamento delle esportazioni dell'Italia nell'ultimo quinquennio e le loro prospettive* 123

La competitività di prezzo 127
La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero 128

10. La finanza pubblica 134
La finanza pubblica nel 2024 134
Riquadro: *Gli effetti redistributivi dei servizi pubblici in Italia* 138
Le prospettive 143
Riquadro: *Modifiche all'Irpef e altri interventi sul cuneo fiscale nell'ultima legge di bilancio: un'analisi di microsimulazione* 145

11. Il contesto istituzionale e la regolamentazione dell'attività di impresa 151
I fattori di contesto 151
Riquadro: *Un indicatore della qualità del contesto istituzionale* 153
La concorrenza e la regolamentazione dei mercati 157
Riquadro: *Il commercio al dettaglio tra regolamentazione e commercio elettronico* 158
La regolamentazione dell'attività di impresa 162
Riquadro: *La remunerazione degli amministratori delegati e i fattori ESG* 162

12. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali 165
La struttura dell'industria bancaria 166
Le attività delle banche 167
Riquadro: *La dinamica dei finanziamenti bancari alle grandi e piccole imprese* 167
La raccolta bancaria 171
La redditività e il patrimonio delle banche 173
La digitalizzazione e la transizione climatica dell'industria bancaria 176
Gli altri intermediari creditizi, i confidi e gli istituti di pagamento 179
Gli investitori istituzionali 180

13. I mercati monetari e finanziari 184
I mercati monetari e dei titoli pubblici 184
Riquadro: *La domanda e l'offerta di titoli di Stato italiani nella fase di riduzione del bilancio dell'Eurosistema* 186
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche 189
Il mercato azionario 190
Le infrastrutture di mercato 192
Riquadro: *L'espansione dei servizi di clearing della controparte centrale italiana* 193

SEZIONE MONOGRAFICA

14. Il commercio internazionale tra frammentazione e digitalizzazione 195
Le fasi del commercio internazionale: dalla nascita della globalizzazione al protezionismo del XXI secolo 196

La frammentazione geopolitica dell'interscambio commerciale 199
Riquadro: *Sicurezza nazionale e nuove politiche industriali nel settore dei chip* 201
Le nuove politiche protezionistiche degli Stati Uniti 204
Il commercio di servizi e la digitalizzazione 208
Le implicazioni per l'economia italiana 210
Riquadro: *La reazione delle imprese esportatrici italiane alla Brexit* 210

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA 215

CONSIDERAZIONI FINALI *(in fascicolo separato)*

AVVERTENZE

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.

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

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.
Per la denominazione dei paesi 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 16 maggio 2025, salvo diversa indicazione.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. L'ECONOMIA MONDIALE E LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

Nel 2024 la crescita globale è rimasta moderata e disomogenea. L'attività economica si è espansa nei paesi avanzati, trainata dagli Stati Uniti; nelle economie emergenti ha lievemente rallentato, mantenendo comunque ritmi di crescita elevati. È proseguito il calo dell'inflazione nelle principali economie avanzate, creando le condizioni per l'avvio di una graduale normalizzazione della politica monetaria nella seconda metà dell'anno da parte della Banca centrale europea, della Federal Reserve e della Bank of England. Al contrario, in Giappone il rialzo dell'inflazione ha indotto la banca centrale ad aumentare i tassi di interesse per la prima volta da quasi due decenni. Tra i principali paesi emergenti, Brasile e Turchia hanno mantenuto politiche monetarie restrittive per contrastare un'inflazione ancora elevata, mentre in Cina, nonostante le diverse misure espansive adottate dalla banca centrale, la dinamica dei prezzi è rimasta molto debole, con un'inflazione al consumo intorno allo zero dagli inizi del 2023.

Nei primi mesi del 2025 il forte aumento dell'incertezza sulle politiche commerciali e sul futuro delle relazioni internazionali, legato all'orientamento di maggior chiusura da parte della nuova amministrazione statunitense, ha intaccato le prospettive di crescita dell'economia globale per l'anno in corso. L'annuncio, lo scorso 2 aprile, di dazi sulle importazioni negli Stati Uniti superiori alle attese ha innescato un calo degli indici azionari e vendite di titoli del Tesoro statunitense. I mercati azionari hanno tuttavia recuperato le perdite grazie alla sospensione per 90 giorni di alcune delle misure annunciate e all'avvio delle negoziazioni con la Cina e con altri paesi; si sono invece mantenuti elevati i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti. Questi andamenti, e il contestuale deprezzamento del dollaro, rivelano le preoccupazioni dei mercati per le conseguenze di un esteso e prolungato conflitto commerciale, oltre che per un ulteriore peggioramento delle finanze pubbliche negli Stati Uniti. In tale congiuntura le quotazioni dell'oro hanno toccato nuovi massimi storici, consolidandone il ruolo di bene rifugio. L'incertezza continua a rimanere elevata anche per il susseguirsi di annunci di nuovi dazi, sospensioni temporanee e accordi parziali da parte dell'amministrazione statunitense.

Nel 2024 la cooperazione economica e finanziaria internazionale nelle sedi del G7 e del G20 ha affrontato temi strategici come la crescita sostenibile, la sicurezza energetica, la riforma delle istituzioni finanziarie internazionali e il sostegno ai paesi più vulnerabili e altamente indebitati; i lavori si sono svolti in un contesto segnato dalla crescente polarizzazione geopolitica e dalla pressione delle economie emergenti per accrescere il proprio peso negli assetti multilaterali costruiti nel secondo dopoguerra. Le politiche avviate all'inizio del 2025 dall'amministrazione statunitense, fortemente imperniate sulla sicurezza economica nazionale, rischiano di accentuare la tendenza alla frammentazione commerciale e di rendere più difficile un coordinamento efficace tra blocchi di paesi con interessi divergenti.

Lo scenario macroeconomico internazionale

Crescita e commercio mondiale. – Nel 2024 l'economia globale ha registrato una crescita moderata e disomogenea (tav. 1.1). Tra i paesi avanzati, l'espansione è stata più forte negli Stati Uniti, grazie all'aumento degli investimenti nei settori tecnologico e manifatturiero e alla dinamica robusta dei consumi privati, favorita dal buon andamento dell'occupazione e dai guadagni ottenuti attraverso il forte apprezzamento dei titoli azionari. Nell'area dell'euro e nel Regno Unito la crescita è stata più contenuta (cfr. il capitolo 2). In Giappone l'attività economica ha ristagnato, rallentata dal lieve calo dei consumi, dalla debole dinamica degli investimenti fissi e dal contributo negativo della domanda estera.

Tavola 1.1

PIL e inflazione nei principali paesi avanzati ed emergenti
(valori percentuali)

PAESI	PIL			Inflazione (1)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mondo	**3,6**	**3,5**	**3,3**	**8,6**	**6,6**	**5,7**
Paesi avanzati	**2,9**	**1,7**	**1,8**	**7,3**	**4,6**	**2,6**
Giappone	0,9	1,4	0,2	2,5	3,3	2,7
Regno Unito	4,8	0,4	1,1	9,1	7,3	2,5
Stati Uniti	2,5	2,9	2,8	6,6	3,8	2,5
Area dell'euro	3,4	0,1	0,9	8,4	5,4	2,4
Paesi emergenti e in via di sviluppo	**4,1**	**4,7**	**4,3**	**9,5**	**8,0**	**7,7**
Brasile	3,0	3,2	3,4	9,3	4,6	4,4
Cina	3,1	5,4	5,0	2,0	0,2	0,2
India	7,0	8,8	6,7	6,7	5,7	4,9
Russia	-1,4	4,1	4,3	13,8	5,9	8,5

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2025 e dati nazionali.
(1) Indice dei prezzi al consumo. Per l'area dell'euro, indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Tra le principali economie emergenti, l'India ha registrato l'espansione del prodotto più ampia nonostante l'indebolimento degli investimenti privati. In Cina la domanda interna è stata frenata dal protrarsi della crisi del settore immobiliare e dal deterioramento della fiducia dei consumatori, mentre le esportazioni hanno accelerato negli ultimi mesi dell'anno, contribuendo al raggiungimento dell'obiettivo di crescita del 5 per cento. Sulle economie a basso reddito, cresciute meno dei paesi emergenti, continua a pesare l'elevato debito pubblico, a cui si è associato un calo degli afflussi finanziari.

Il commercio globale nel 2024 ha continuato a risentire delle tensioni geopolitiche: il confronto tra Stati Uniti e Cina ha portato a nuove limitazioni al trasferimento di tecnologie avanzate (cfr. il riquadro: *Sicurezza nazionale e nuove politiche industriali nel settore dei chip* del capitolo 14), mentre la crisi in Medio Oriente ha influito sulla sicurezza delle rotte di navigazione nel Mar Rosso, determinando maggiori costi di trasporto. Questi fattori hanno contribuito a rallentare gli scambi commerciali, la cui crescita è risultata debole.

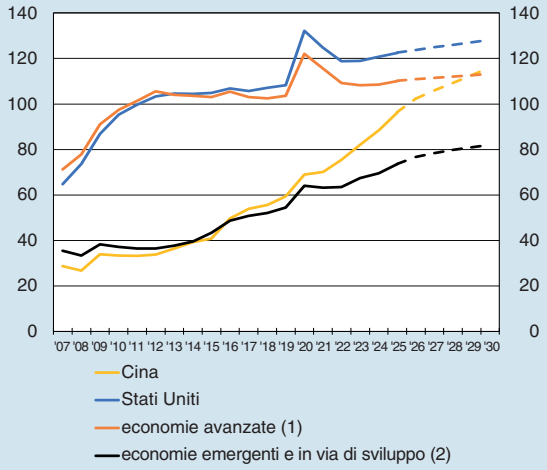
Secondo le più recenti stime dell'FMI, l'attività economica globale nel 2025 si ridurrà più di quanto atteso all'inizio dell'anno. A tale revisione hanno contribuito

soprattutto il prospettato aumento delle barriere commerciali e l'incertezza sulle politiche economiche della nuova amministrazione statunitense, fattori che provocherebbero una diminuzione degli investimenti e dei flussi commerciali e finanziari globali. Tra febbraio e marzo del 2025 gli Stati Uniti hanno introdotto nuovi dazi alle importazioni provenienti da alcuni paesi e per specifiche categorie di beni, misure che sono state significativamente inasprite ed estese verso tutti i partner commerciali all'inizio di aprile. Anche tenendo conto delle successive sospensioni temporanee, i dazi introdotti hanno riportato le barriere commerciali degli Stati Uniti al livello più alto dal protezionismo degli anni trenta. Nel primo trimestre dell'anno le importazioni negli Stati Uniti sono fortemente cresciute, anche a causa dell'atteso incremento dei prezzi dei beni provenienti dall'estero dovuto ai dazi, causando una lieve contrazione del PIL rispetto al trimestre precedente. Alla revisione delle stime sulla crescita globale contribuiscono anche le perduranti tensioni legate ai conflitti in Ucraina e nel Medio Oriente (cfr. *Bollettino economico*, 1 e 2, 2024), che alimentano la tendenza alla frammentazione commerciale, con ulteriori effetti negativi sull'attività economica (cfr. il capitolo 14).

Nel medio termine la crescita potenziale dell'economia globale stimata dall'FMI si ridurrebbe a circa il 3 per cento, mezzo punto percentuale in meno rispetto alla media del periodo che va dalla fine degli anni novanta sino alla pandemia di Covid-19. Oltre all'invecchiamento della popolazione in molte economie avanzate e in Cina, vi inciderebbe anche la frammentazione degli scambi, che limita la diffusione dell'innovazione e l'adozione di tecnologie avanzate. Questi fattori accrescerebbero anche i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche: entro la fine del decennio il rapporto tra il debito pubblico e il PIL globale raggiungerebbe il 100 per cento, principalmente per effetto dell'aumento previsto negli Stati Uniti e in Cina (fig. 1.1).

Figura 1.1

Debito pubblico nelle economie avanzate e in quelle emergenti e in via di sviluppo
(in percentuale del PIL)

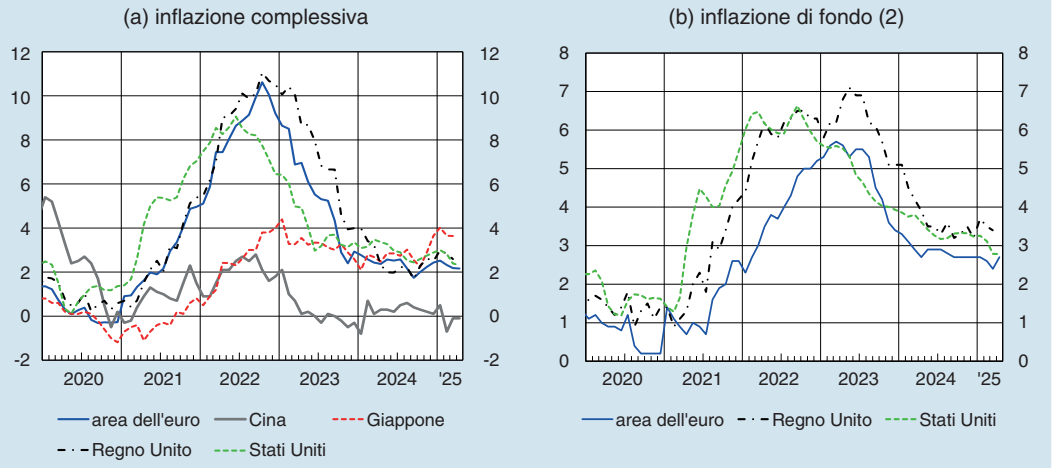


Fonte: elaborazioni su dati FMI.
(1) Inclusi gli Stati Uniti. – (2) Inclusa la Cina.

Inflazione e politiche monetarie. – L'inflazione nelle principali economie avanzate ha continuato a scendere rispetto ai picchi raggiunti nel biennio 2022-23 (fig. 1.2.a), avvicinandosi ai livelli compatibili con gli obiettivi delle banche centrali. La BCE, la Bank of England e la Federal Reserve hanno iniziato a ridurre i tassi di politica monetaria nel secondo semestre del 2024 (fig. 1.3.a); negli Stati Uniti, dove l'inflazione di fondo è diminuita più lentamente (fig. 1.2.b) in un contesto di crescita robusta, la banca centrale ha allentato le condizioni monetarie con maggiore gradualità di quanto inizialmente atteso dai mercati. Fa eccezione il Giappone, dove il rialzo dell'inflazione, dovuto inizialmente all'aumento dei prezzi delle materie prime importate, ha creato le condizioni perché la banca centrale desse avvio a un processo graduale di aumento dei tassi ufficiali, portandoli al livello più alto da 17 anni.

Figura 1.2

Tassi di inflazione nelle principali economie (1)
(dati mensili; valori percentuali)

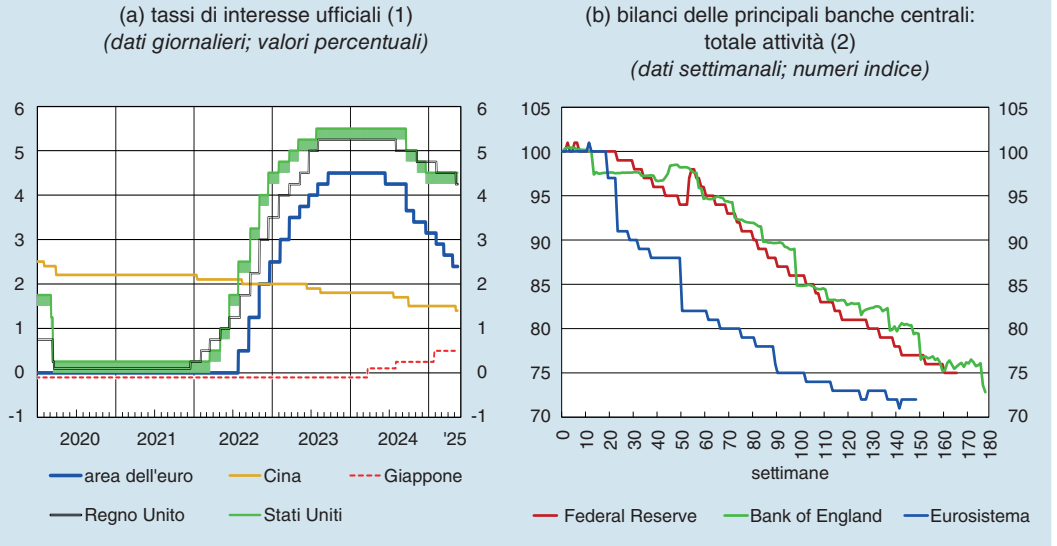


Fonte: statistiche nazionali.
(1) Indice dei prezzi al consumo, variazioni percentuali sul periodo corrispondente dell'anno precedente. – (2) Inflazione misurata al netto delle variazioni dei prezzi dei beni energetici e alimentari.

Tra i paesi emergenti l'inflazione rimane molto debole in Cina, nonostante i ripetuti interventi espansivi da parte delle autorità in risposta alla fiacca domanda interna e alla crisi nel settore immobiliare; resta invece elevata in Argentina, Brasile e Turchia, costringendo le banche centrali a mantenere condizioni monetarie restrittive.

Figura 1.3

Tassi di interesse ufficiali e bilanci delle principali banche centrali



Fonte: per il pannello (a), BCE e statistiche nazionali; per il pannello (b), BCE, Bank of England e Federal Reserve.
(1) Per l'area dell'euro, tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per la Cina, tasso reverse repo a 7 giorni; per il Giappone, tasso sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati; per il Regno Unito, tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Bank of England; per gli Stati Uniti, intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds. – (2) L'indice è fissato pari a 100 per l'ultimo dato disponibile antecedente il primo rialzo dei tassi ufficiali da parte delle banche centrali riportate nella figura; questo dato corrisponde al 15 luglio 2022 per l'Eurosistema, all'11 marzo 2022 per la Federal Reserve e al 10 dicembre 2021 per la Bank of England. Sull'asse delle ascisse è riportata la progressione delle settimane.

Le banche centrali dei paesi avanzati hanno continuato a ridurre i loro bilanci (*quantitative tightening*; fig. 1.3.b). La Federal Reserve ha tuttavia diminuito il ritmo di tale contrazione per garantire un livello sufficientemente ampio di riserve nel sistema, prevenendo così eventuali tensioni sul mercato interbancario. L'Eurosistema, la Federal Reserve e la Bank of England hanno ridotto i propri bilanci di circa un quarto rispetto ai picchi raggiunti nel 2022 (cfr. il capitolo 3). La Banca del Giappone ha abbandonato il controllo rigido della curva dei rendimenti e alcuni programmi di acquisto di titoli; ha inoltre avviato la diminuzione degli acquisti di titoli di Stato. La banca centrale cinese ha rafforzato le iniezioni di liquidità attraverso riduzioni del coefficiente di riserva obbligatoria e misure di credito agevolato per sostenere il settore immobiliare e le piccole imprese.

La finanza internazionale e le materie prime

La finanza internazionale. – Nel 2024 le condizioni sui mercati finanziari globali si sono mantenute distese, anche grazie al graduale allentamento delle politiche monetarie nelle principali economie avanzate e alla solidità dell'economia statunitense.

Negli Stati Uniti i mercati azionari hanno beneficiato del buon andamento degli utili e del dinamismo delle imprese tecnologiche, il cui peso nella capitalizzazione complessiva dell'indice di borsa Standard & Poor's 500 (S&P 500) è ulteriormente aumentato; episodi di correzione, come quello osservato in agosto in corrispondenza dell'uscita di dati macroeconomici statunitensi inferiori alle attese (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2024), sono rimasti temporanei. Gli spread sulle obbligazioni societarie statunitensi nel segmento *investment grade* (BBB) e in quello *high-yield* (rating inferiore) si sono mantenuti su livelli storicamente bassi. I mercati azionari si sono apprezzati anche nelle altre principali economie avanzate (soprattutto in Giappone, guidati da utili elevati) ed emergenti; sono inoltre aumentati i flussi finanziari verso queste ultime economie, in particolare la Cina.

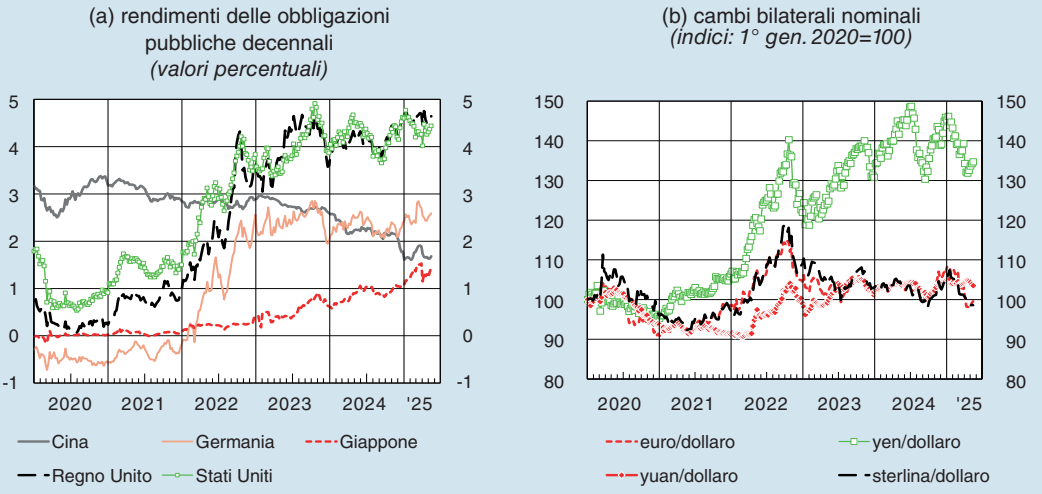
I rendimenti dei titoli pubblici sono saliti nelle economie avanzate (fig. 1.4.a); sono diminuiti in Cina e in India, dove hanno raggiunto un minimo storico, mentre sono cresciuti in Brasile in seguito all'aumento dei tassi ufficiali e al peggioramento del quadro dei conti pubblici. Il dollaro si è apprezzato rispetto alle principali valute (fig. 1.4.b), sostenuto dal differenziale di crescita atteso con gli altri paesi avanzati e dal favore degli investitori, in un contesto di maggiori tensioni internazionali. Dopo le elezioni presidenziali negli Stati Uniti queste dinamiche si sono rafforzate, con nuovi aumenti dei tassi di interesse e dei corsi azionari statunitensi e un ulteriore apprezzamento del dollaro.

Il 2 aprile del 2025 l'amministrazione statunitense ha annunciato un drastico aumento dei dazi verso quasi tutti i paesi, commisurato al loro avanzo commerciale nei confronti degli Stati Uniti ("dazi reciproci"). Tale annuncio ha peggiorato il clima di fiducia e indotto una revisione al ribasso delle prospettive di crescita negli Stati Uniti. A differenza di precedenti fasi di incertezza globale, i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitense, che erano scesi nel primo trimestre, sono saliti; all'aumento hanno anche contribuito i timori di un ulteriore deterioramento delle finanze pubbliche statunitensi. La maggiore incertezza ha provocato il deprezzamento del dollaro e sostenuto il prezzo dell'oro, che ha rafforzato il proprio ruolo di bene

rifugio. Le tensioni, inoltre, hanno indotto un marcato calo delle quotazioni nei mercati azionari a livello internazionale (fig. 1.5.a) e un aumento della volatilità sui mercati finanziari, che ha raggiunto i livelli più elevati dalla pandemia (fig. 1.5.b). In seguito alla decisione dell'amministrazione statunitense di sospendere per 90 giorni alcune delle misure annunciate il 2 aprile e all'avvio delle negoziazioni commerciali con il Regno Unito e con la Cina, i mercati azionari hanno recuperato le perdite e la volatilità è tornata su livelli contenuti.

Figura 1.4

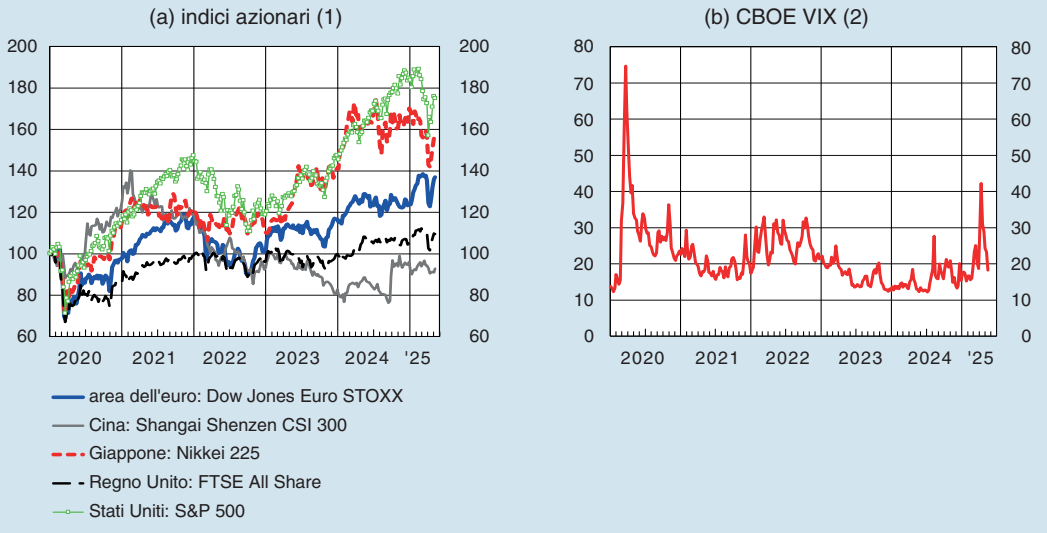
Tassi di interesse a lungo termine e tassi di cambio
(dati settimanali)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

Figura 1.5

Indici azionari nei principali mercati e indice di volatilità dei mercati
(dati settimanali; indici: 1° gen. 2020=100)

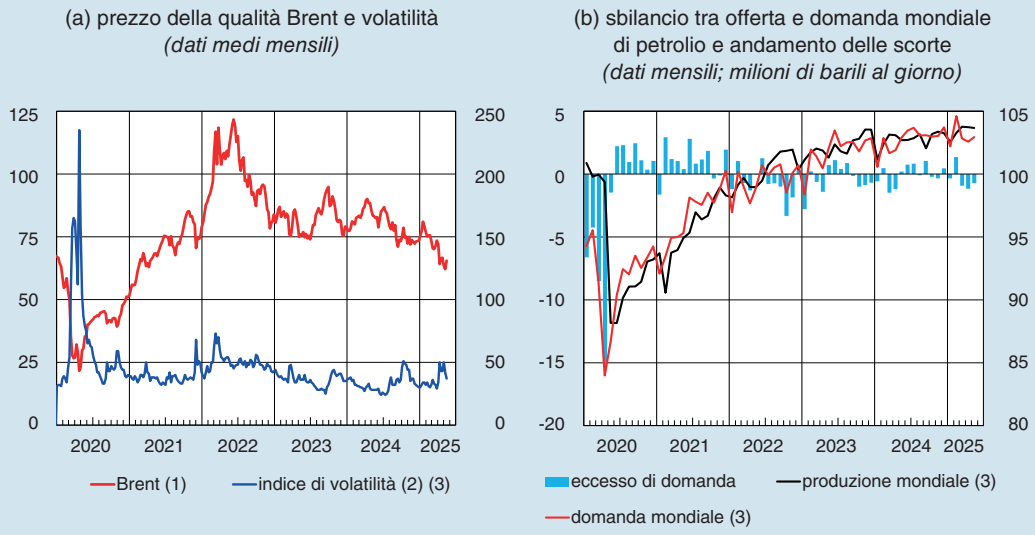


Fonte: BCE, LSEG e statistiche nazionali.
(1) Indici azionari espressi in valuta locale. – (2) Il *Chicago board options exchange volatility index* (CBOE VIX) è un indicatore sintetico della volatilità attesa del mercato azionario statunitense a 30 giorni, derivato dai prezzi delle opzioni sull'indice S&P 500. È comunemente utilizzato come misura del grado di incertezza o di avversione al rischio degli investitori.

Le materie prime. – Nella prima parte del 2024 il prezzo del Brent ha registrato un aumento (fig. 1.6.a) riconducibile ai rischi geopolitici, successivamente compensato da una domanda più debole, in particolare dalla Cina, e da un'ampia offerta proveniente specialmente dai produttori non appartenenti all'OPEC (fig. 1.6.b); ha poi terminato l'anno su valori vicini a quelli prevalenti nell'anno precedente (75 dollari al barile). Nei primi mesi del 2025, dopo un nuovo temporaneo aumento, è sceso bruscamente in aprile, riflettendo l'indebolimento delle prospettive macroeconomiche e del commercio mondiale, nonché la graduale riduzione dei tagli di produzione annunciata dall'OPEC. I futures sul Brent indicano prezzi poco superiori a 60 dollari al barile entro la fine dell'anno; pressioni al ribasso potrebbero anche provenire dal calo progressivo della domanda di petrolio in Cina, a seguito della crescente diffusione di autoveicoli elettrici.

Figura 1.6

Indicatori del mercato del petrolio



Fonte: elaborazioni su dati Energy Information Administration (EIA), International Energy Agency (IEA) e LSEG.
(1) Dollari al barile. – (2) Volatilità implicita dei contratti futures (CBOEOVX); punti percentuali. – (3) Scala di destra.

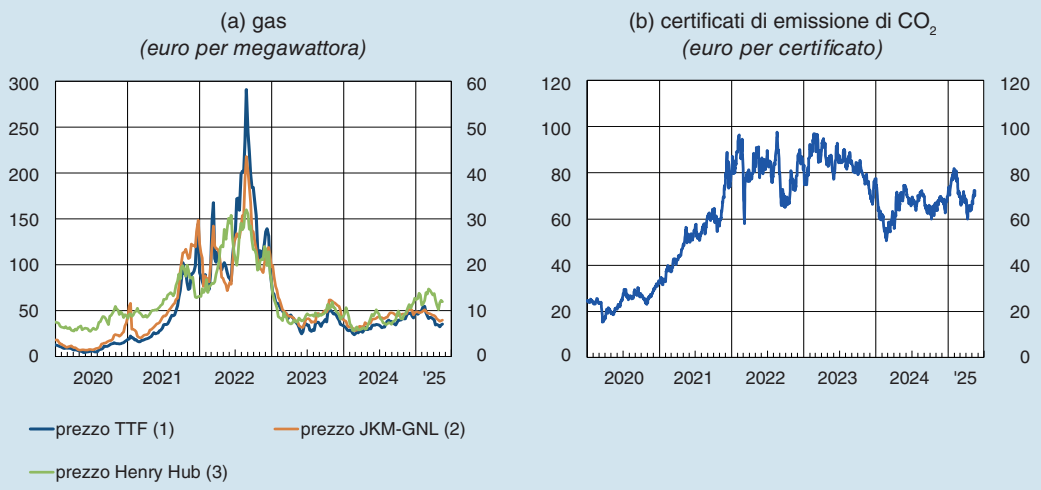
In Europa dall'inizio del 2024 il prezzo del gas naturale è aumentato, in un contesto di forte volatilità. A partire dallo scorso autunno i prezzi hanno ulteriormente accelerato, toccando circa 60 euro per megawattora all'inizio di quest'anno (fig. 1.7.a). Vi hanno contribuito sia fattori di offerta, tra cui la chiusura per manutenzione di alcuni impianti di produzione e il mancato rinnovo di un contratto di transito di gas russo destinato all'Europa attraverso l'Ucraina, sia fattori di domanda, prevalentemente legati alle condizioni climatiche. Dal febbraio scorso si è osservata una graduale diminuzione, dovuta all'affievolirsi delle pressioni al rialzo e ai timori sulla domanda globale alimentati dalle dispute commerciali in corso (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2025).

Nel 2024 la produzione energetica europea da fonti rinnovabili e nucleare è aumentata. Vi hanno contribuito, nel caso delle energie rinnovabili, ampi incrementi della capacità produttiva incoraggiati dalle politiche europee di decarbonizzazione e dai minori costi di installazione; nel caso di quella nucleare, il completamento

delle opere di manutenzione dei reattori francesi. L'aumento della produzione da fonti meno inquinanti ha inciso sul calo della domanda dei permessi di emissione di CO_2 nel sistema di scambio di quote di emissione di inquinanti e di gas a effetto serra nell'Unione europea (*EU Emissions Trading System*, ETS), i cui prezzi si sono ridotti di circa il 20 per cento (fig. 1.7.b).

Figura 1.7

Prezzi del gas e dei certificati di emissione di CO_2
(dati settimanali)



Fonte: BCE, LSEG e statistiche nazionali.
(1) Prezzo del gas naturale europeo scambiato sul mercato Title Transfer Facility (TTF) nei Paesi Bassi. – (2) Prezzo globale di riferimento del gas naturale liquefatto (GNL) scambiato su Japan Korea Marker (JKM). – (3) Prezzo del gas distribuito attraverso il polo Henry Hub, in Louisiana (Stati Uniti). Scala di destra.

La cooperazione internazionale

Nel 2024 la cooperazione internazionale ha continuato a confrontarsi con sfide rilevanti, accentuate dai cambiamenti in atto negli equilibri geopolitici e dalla crescente polarizzazione tra blocchi di paesi con interessi divergenti. Il protrarsi della guerra in Ucraina, l'inasprimento dei conflitti in Medio Oriente, la rivalità strategica tra Stati Uniti e Cina, nonché le rivendicazioni di un maggior peso della propria rappresentanza da parte dei BRICS e del cosiddetto Sud globale hanno esercitato forti pressioni sull'architettura multilaterale costruita nel secondo dopoguerra. Tale contesto complica gli sforzi dei principali organismi quali il G7 e il G20 per un efficace coordinamento delle politiche economiche e finanziarie e per affrontare sfide complesse, come quelle provenienti dai cambiamenti climatici, dalla crescente pressione sul debito nei paesi vulnerabili e dalle richieste di una governance più inclusiva.

Nell'ambito della Presidenza italiana del G7, il filone di lavoro sui temi economici e finanziari (Finance Track) ha posto al centro dell'agenda il tema della sicurezza economica, intesa come la capacità di proteggere l'economia da rischi sistemici di natura geopolitica, tecnologica e ambientale. Le priorità hanno riguardato il sostegno all'Ucraina, il rafforzamento della stabilità finanziaria anche in relazione ai rischi derivanti dalle nuove tecnologie informatiche, la promozione di una transizione verde equa e il rafforzamento della resilienza delle catene globali del valore.

Tra le principali iniziative figura il lancio dell'*Extraordinary Revenue Acceleration* (ERA), un meccanismo che prevede l'utilizzo dei proventi generati dalle attività finanziarie della Banca centrale russa, immobilizzate a seguito delle sanzioni, per il rimborso di prestiti a favore dell'Ucraina per un importo complessivo di circa 50 miliardi di dollari. Secondo i dati della Commissione europea e del Kiel Institute for the World Economy, gli aiuti bilaterali erogati a favore dell'Ucraina fino a dicembre 2024, inclusi quelli destinati al sostegno militare, ammontavano a poco oltre 300 miliardi, di cui circa la metà forniti dall'Unione europea e dai suoi paesi membri e due quinti dagli Stati Uniti. A questi si affiancano le erogazioni dell'FMI nell'ambito dell'Extended Fund Facility (EFF), che alla fine del 2024 raggiungevano poco meno di 10 miliardi.

Sul fronte della sicurezza cibernetica, il G7 ha rafforzato il coordinamento tra autorità finanziarie attraverso il Cyber Expert Group (CEG), che ha organizzato un'esercitazione congiunta sulla risposta ad attacchi informatici sistemici, coinvolgendo 23 autorità finanziarie. Nell'ambito della Presidenza italiana, la Banca d'Italia ha promosso la discussione all'interno del CEG sulla migrazione sicura verso tecnologie *quantum safe*[1], evidenziando l'opportunità di un coordinamento tra autorità finanziarie e settore privato. Un rapporto elaborato dall'High-Level Panel of Experts on Artificial Intelligence del G7 ha fornito orientamenti condivisi per promuovere un uso responsabile dell'intelligenza artificiale nei sistemi finanziari, sottolineando l'importanza di garantire trasparenza algoritmica, sorveglianza umana e gestione dei rischi sistemici.

In ambito climatico e industriale, la Presidenza italiana ha promosso la condivisione tra i membri del G7 di approcci e strumenti per conciliare decarbonizzazione, coesione sociale e competitività industriale[2]. In Europa misure come il Meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM) e l'estensione del sistema europeo di scambio delle emissioni ETS ad altri settori ad alta intensità energetica pongono sfide rilevanti alla competitività dell'industria, richiedendo un'attenta calibrazione degli strumenti a tutela delle attività più esposte. Tra le misure discusse figura anche la proposta di istituire un partenariato pubblico-privato per la protezione assicurativa contro i disastri naturali (*public-private insurance programme against natural hazards*), volto a migliorare la capacità progettuale, promuovere la prevenzione e attrarre capitali privati verso investimenti in infrastrutture resilienti, soprattutto nei contesti più esposti ai rischi climatici.

Sul fronte della cooperazione con l'Africa, l'iniziativa del G7 denominata *Resilient and Inclusive Supply-Chain Enhancement* (RISE), avviata sotto la Presidenza giapponese nel 2023, ha ricevuto nuovo impulso durante la Presidenza italiana con la definizione di strutture di coordinamento per la realizzazione dei progetti. Sono state sviluppate road map nazionali in Malawi, Repubblica Democratica del Congo e Zambia, con focus su argomenti quali batterie, estrazione sostenibile di materie prime critiche e creazione di opportunità occupazionali e industriali nei territori coinvolti. Il potenziale complessivo di investimento è stimato in circa 20 miliardi di dollari. Il finanziamento

---

1 Tecnologie crittografiche progettate per garantire la sicurezza delle comunicazioni anche contro minacce future legate all'informatica quantistica; cfr. *G7 Cyber Expert Group statement on planning for the opportunities and risks of quantum computing*, settembre 2024.

2 Per maggiori dettagli, cfr. G7 Finance Track, *Finance Track menu of policy options for a just transition towards net zero*, incontro dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali del G7, Stresa, 23-25 maggio 2024.

effettivo resta subordinato a impegni volontari da parte dei partecipanti alla RISE Partnership, tra cui paesi, organizzazioni internazionali e investitori privati, e al grado di preparazione tecnica dei progetti. In tale ambito si inserisce anche l'iniziativa per le infrastrutture verdi in Africa denominata *Alliance for Green Infrastructure in Africa*, che collega le politiche per il clima con la sicurezza delle catene del valore e il rafforzamento dei partenariati strategici con i paesi africani. L'iniziativa mira a mobilitare investimenti pubblici e privati in progetti infrastrutturali sostenibili, contribuendo allo sviluppo economico locale e al rafforzamento della resilienza a fronte del cambiamento climatico.

In parallelo, il G20 a Presidenza brasiliana ha posto l'accento sulla riforma delle banche multilaterali di sviluppo (*multilateral development banks*, MDB). La *G20 Roadmap towards better, bigger and more effective MDBs* contiene una serie di raccomandazioni volte a promuovere il miglioramento dei processi operativi, il rafforzamento della capacità finanziaria e l'utilizzo di strumenti per mobilizzare il capitale privato. Con il contributo attivo dell'Italia è stata inoltre concordata la ventunesima ricapitalizzazione dell'Agenzia internazionale per lo sviluppo (International Development Association, IDA; istituto della Banca Mondiale a supporto dei paesi più poveri) per un valore complessivo di circa 100 miliardi di dollari, nonché il quattordicesimo rifinanziamento dell'Asian Development Fund, che ha mobilitato 5 miliardi. Tuttavia il consenso su una riforma della governance delle MDB rimane fragile.

Con riferimento all'FMI, è ancora in fase di ratifica la sedicesima revisione delle quote di partecipazione, approvata nel 2023. Il Fondo ha continuato a svolgere un ruolo fondamentale nella gestione delle crisi macroeconomiche, erogando nuove tranche di prestiti in favore di Ecuador, Egitto e Pakistan, oltre al supporto all'Ucraina. Ad aprile del 2025 è stato raggiunto un accordo per un nuovo prestito di circa 20 miliardi di dollari all'Argentina, il principale debitore dell'FMI, con un'esposizione complessiva già superiore a 40 miliardi. Il programma sostiene la transizione verso una maggiore flessibilità del tasso di cambio, la graduale rimozione delle restrizioni valutarie e il consolidamento delle riserve internazionali. In generale, il tema della sostenibilità del debito nei paesi poveri ha mantenuto un ruolo centrale nell'agenda degli organismi internazionali (cfr. il riquadro: *La situazione debitoria dei paesi poveri*).

LA SITUAZIONE DEBITORIA DEI PAESI POVERI

Nei paesi poveri, un insieme composto da 73 economie a più basso reddito dove vive oltre il 20 per cento della popolazione mondiale, il debito pubblico è passato dal 30 al 50 per cento del PIL tra il 2012 e il 2024[1]. Sebbene si tratti di un valore nettamente inferiore ai picchi di oltre l'80 per cento registrati negli anni novanta, che avevano condotto alle iniziative internazionali di cancellazione del debito (*Highly Indebted Poor Countries Initiative*), le diffuse situazioni di vulnerabilità rendono necessario un sostegno ai paesi più esposti.

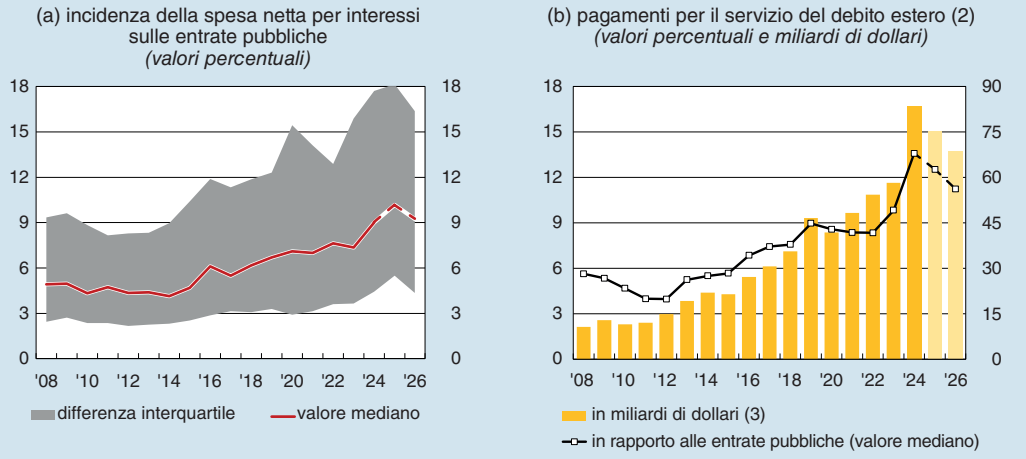
[1] I dati si riferiscono al valore mediano. In questo riquadro per paesi poveri si intendono i 73 paesi ammessi a beneficiare delle iniziative di alleggerimento del debito promosse dal G20 (*G20 Common Framework* e, in precedenza, *Debt Service Suspension Initiative*); per la lista dei paesi, cfr. sul sito della Banca Mondiale: *Debt Service Suspension Initiative (DSSI)*. Si tratta sostanzialmente dei paesi definiti a basso e medio-basso reddito secondo la classificazione della Banca Mondiale e che ricevono assistenza finanziaria a condizioni agevolate dalla stessa istituzione. Nel 2024 tali paesi rappresentavano il 22 per cento della popolazione mondiale e il 2,2 per cento del PIL globale ai prezzi di mercato (5,2 a parità di potere d'acquisto).

Molti di questi paesi si trovano a fronteggiare elevati rimborsi di passività in scadenza, costi di rifinanziamento più onerosi e flussi di investimento dall'estero in calo. Secondo le analisi dell'FMI e della Banca Mondiale, circa la metà ha una posizione debitoria ad alto rischio o ha già sperimentato difficoltà di rimborso.

In media la spesa netta per interessi rispetto alle entrate pubbliche è più che raddoppiata negli ultimi 15 anni, raggiungendo il 9 per cento nel 2024; per un quarto dei paesi essa supera il 18 per cento (figura A, pannello a). Sono aumentati anche i pagamenti per il servizio del debito pubblico estero[2], pari a 54 miliardi di dollari in media all'anno nel periodo 2021-23, da 27 nel decennio precedente. Secondo la Banca Mondiale tali pagamenti saliranno a 75 miliardi nella media del triennio 2024-26, risultando pari al 13 per cento delle entrate pubbliche, un valore triplicato rispetto ai primi anni del decennio scorso (figura A, pannello b).

Figura A

Peso del servizio del debito pubblico dei paesi poveri (1)
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca Mondiale e FMI. Le entrate pubbliche sono calcolate al netto dei trasferimenti a fondo perduto ricevuti dall'estero.
(1) Per il 2025 e il 2026, dati stimati. – (2) Riferiti al debito estero emesso o garantito dal settore pubblico. – (3) Scala di destra.

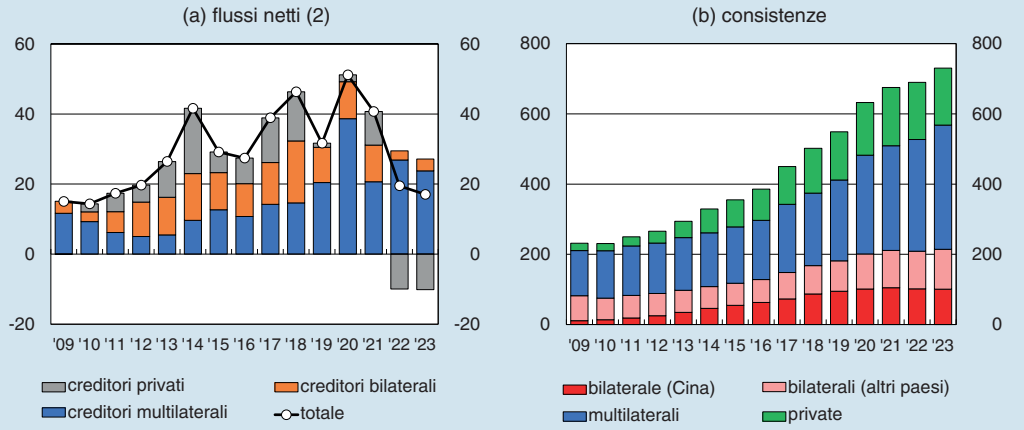
A questi andamenti si è associato, negli ultimi anni, un calo dei flussi finanziari dall'estero. Per il complesso dei paesi poveri, nel biennio 2022-23 i flussi netti di risorse finanziarie da creditori privati sono stati negativi e solo parzialmente compensati dall'aumento di quelli provenienti dalle istituzioni multilaterali (figura B, pannello a).

Il sostegno ai paesi in difficoltà mira innanzitutto a ridurre il rischio che, pur in presenza di un debito sostenibile, l'inasprimento delle condizioni di liquidità, se non adeguatamente gestito, possa sfociare in una crisi. A tale scopo l'FMI e la Banca Mondiale hanno proposto un piano su tre pilastri (*3-pillar approach*), che include sia interventi volti a conseguire miglioramenti strutturali delle condizioni

[2] Definito come il debito estero emesso o garantito dal settore pubblico. Per il complesso dei paesi poveri, a fine 2023 esso ammontava a 730 miliardi di dollari. La quota più rilevante, di poco inferiore al 50 per cento, è nei confronti di istituzioni multilaterali (banche di sviluppo e FMI).

Figura B

Debito estero dei paesi poveri: flussi e consistenze per tipologia di creditore (1)
(dati annuali; miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni su dati Banca Mondiale.
(1) Riferiti al debito estero emesso o garantito dal settore pubblico. – (2) Flussi in entrata al netto dei rimborsi e degli interessi pagati.

finanziarie dei paesi sia misure di sostegno a più breve termine. Il primo pilastro si focalizza sulla promozione di riforme per favorire la crescita e innalzare la capacità di prelievo fiscale. Le stime dell'FMI indicano che esiste un notevole potenziale per aumentare, anche con l'assistenza tecnica della comunità internazionale, le entrate tributarie, che nei paesi più poveri si attestano mediamente su livelli inferiori al 15 per cento del PIL[3]. Il secondo pilastro è rappresentato dall'erogazione di prestiti a condizioni agevolate da parte delle istituzioni internazionali. Il terzo pilastro prevede azioni mirate alla riduzione del peso del servizio del debito, anche attraverso l'uso di garanzie e strumenti di mitigazione del rischio volti a incoraggiare i flussi di capitale privato. In questo ambito possono risultare utili, sotto certe condizioni, anche i *debt swaps*[4], che consentono di ridurre il peso del servizio del debito grazie a garanzie prestate da partner bilaterali o multilaterali.

Negli organismi internazionali si sta inoltre discutendo la possibilità di inserire nei contratti di prestito clausole che, al verificarsi di eventi naturali catastrofici, accordino automaticamente una temporanea sospensione dei pagamenti per il servizio del debito (rinviandoli senza alterarne il valore attuale netto). Simili clausole sono state già introdotte nei contratti di alcuni creditori ufficiali; la loro diffusione presso quelli privati richiede il superamento di una serie di ostacoli tecnici e di mercato.

---

3 Per maggiori dettagli, cfr. *Stepping up domestic resource mobilization: a new joint initiative from the IMF and WB*, rapporto dello staff dell'FMI e della Banca Mondiale per il G20, giugno 2024. Il potenziale di gettito tributario aggiuntivo è stimato in 6,7 punti percentuali di PIL nell'ipotesi di chiusura dei divari rispetto al paese povero con i migliori risultati, e in 9 punti in caso di miglioramento della capacità istituzionale al livello di quella delle economie emergenti.

4 I *debt swaps* sono accordi tra un paese e uno o più creditori che consentono di ridurre i pagamenti per il servizio del debito, in cambio dell'impegno da parte del paese stesso di indirizzare parte dei risparmi ottenuti a favore di determinate categorie di spesa (ad es. adattamento al cambiamento climatico, protezione dell'ambiente, istruzione, sanità). Negli anni più recenti l'interesse per questo strumento è cresciuto, riflettendosi in un aumento del numero e del volume delle transazioni.

Per i paesi con debito insostenibile è opportuno accelerare e rendere più efficienti i processi di ristrutturazione condotti attraverso il *G20 Common Framework*, che risentono dei costi di coordinamento di una platea di creditori più eterogenea rispetto al passato. Da un lato, il peso dei creditori privati è aumentato dal 9 per cento nel 2009 al 22 nel 2023 (figura B, pannello b); dall'altro, la crescita del peso della Cina – irrilevante fino ai primi anni 2000, e pari oggi a circa il 50 per cento del debito bilaterale dei paesi poveri (e al 14 del loro debito estero totale) – ha reso inadeguato il tradizionale meccanismo di gestione delle ristrutturazioni imperniato sul Club di Parigi, del quale la Cina non è membro permanente.

Finora solo quattro paesi hanno richiesto una ristrutturazione del debito attraverso il *G20 Common Framework*. Per i primi due paesi, Ciad e Zambia, il processo è risultato piuttosto lento, per le incertezze relative alle varie fasi procedurali, alle modalità di condivisione delle informazioni fra gli attori coinvolti e all'applicazione del principio di parità di trattamento fra i creditori. I tempi si sono ridotti per Etiopia e Ghana, che hanno aderito successivamente al *G20 Common Framework*[5].

[5] Tra la conclusione di un'intesa con lo staff dell'FMI per un programma di aggiustamento e il raggiungimento di un accordo di principio con i creditori bilaterali sono trascorsi rispettivamente 10 mesi per l'Etiopia e 13 mesi per il Ghana, contro 19 per lo Zambia e 21 per il Ciad (cfr. Global Sovereign Debt Roundtable, *3rd Cochairs Progress Report*, ottobre 2024).

All'inizio del 2025 l'indirizzo impresso dalla nuova amministrazione statunitense alla politica estera prefigura una minore ambizione delle iniziative delle istituzioni finanziarie internazionali in materia di contrasto al cambiamento climatico, a favore di una reinterpretazione più restrittiva dei rispettivi mandati, con possibili implicazioni anche sul ridimensionamento dei prestiti erogati a condizioni particolarmente favorevoli e sulla riduzione del numero di paesi beneficiari.

L’ECONOMIA DELL’AREA DELL’EURO

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

Nel 2024 il prodotto interno lordo dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,9 per cento, grazie al contributo dei consumi, sia privati sia pubblici, e delle esportazioni, aumentate più delle importazioni. Si sono invece ridotti gli investimenti, in un contesto caratterizzato da un ampio margine inutilizzato della capacità produttiva e da condizioni finanziarie ancora restrittive. La dinamica dell'attività è stata moderatamente positiva anche nei primi mesi del 2025, sostenuta sia dall'espansione dei consumi sia dall'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti in vista dell'aumento dei dazi.

Nella media dello scorso anno l'inflazione al consumo si è più che dimezzata rispetto al 2023, scendendo al 2,4 per cento, soprattutto per la marcata diminuzione dei prezzi delle componenti di fondo e dei beni alimentari. Nei primi mesi del 2025 si è collocata poco sopra il 2 per cento, riflettendo l'ulteriore, seppure graduale, attenuazione della dinamica dei prezzi dei servizi; le previsioni degli analisti della Banca centrale europea e degli organismi internazionali indicano che il calo dell'inflazione proseguirebbe nel corso dell'anno.

Le condizioni dei mercati finanziari sono migliorate nel 2024 grazie all'accresciuta fiducia nel percorso di ritorno dell'inflazione al 2 per cento e all'orientamento progressivamente meno restrittivo della politica monetaria. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, hanno risentito dell'incertezza politica in alcuni paesi dell'area e dell'acuirsi delle tensioni commerciali. Dopo un ulteriore miglioramento nei primi mesi del 2025, all'inizio di aprile l'annuncio dei nuovi dazi ha innescato una fase di notevole aumento dell'incertezza e di turbolenze sui mercati finanziari internazionali. Questa fase si è attenuata nelle settimane successive, grazie alla sospensione per 90 giorni delle misure annunciate e all'avvio delle negoziazioni con la Cina.

Nel 2024 il disavanzo pubblico in rapporto al prodotto nei paesi dell'area dell'euro è diminuito di quasi mezzo punto percentuale, collocandosi al 3,1 per cento; secondo le più recenti previsioni della Commissione europea, quest'anno sarebbe pari al 3,2 per cento. Il peso del debito pubblico sul PIL, pari all'88,9 per cento nel 2024, aumenterebbe nell'anno in corso di oltre un punto percentuale. Queste previsioni tengono conto solo in parte del piano *ReArm Europe/Readiness 2030*, annunciato lo scorso marzo dalla Commissione europea.

Sono proseguite le erogazioni di fondi attraverso il Dispositivo di ripresa e resilienza, fulcro del programma *Next Generation EU* (NGEU): finora sono stati versati ai paesi dell'Unione europea oltre 311 miliardi di euro, di cui 201 sotto forma di sovvenzioni.

Ad eccezione della Germania, tutti gli Stati membri della UE hanno presentato il proprio piano strutturale di bilancio di medio termine, il documento di programmazione

previsto dal nuovo sistema di regole europee; la maggior parte di essi ha ricevuto una valutazione positiva dalla Commissione europea e l'approvazione dal Consiglio.

La fase ciclica

Nel 2024 il PIL dell'area dell'euro è tornato a crescere dopo cinque trimestri consecutivi di stagnazione, seppure in misura ancora contenuta (0,9 per cento, da 0,4 nel 2023; tav. 2.1).

Tavola 2.1

PIL nell'area dell'euro e nei maggiori paesi (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PAESI	Pesi 2024	2022	2023	2024	2024				2025
					1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Area dell'euro (2)	100,0	3,5	0,4	0,9	0,3	0,2	0,4	0,2	0,3
Germania	27,9	1,4	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,2
Francia	20,0	2,6	0,9	1,2	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,1
Italia	14,9	4,8	0,7	0,7	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3
Spagna	10,5	6,2	2,7	3,2	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6
Paesi Bassi	7,1	5,0	0,1	1,0	-0,1	1,0	0,8	0,3	0,1
Belgio	4,1	4,3	1,2	1,0	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4
Irlanda	3,6	8,6	-5,5	1,2	1,6	-0,4	4,1	3,6	3,2

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) Si riferisce alla composizione a 20 paesi.

Il prodotto ha continuato a espandersi marcatamente in Spagna, dove è stato sostenuto da tutte le componenti della domanda interna (con i consumi, in particolare, che hanno beneficiato dell'incremento demografico dovuto all'immigrazione; cfr. il riquadro: *Immigrazione e politiche migratorie in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 7). Il PIL è ancora cresciuto anche in Francia e in Italia, sebbene con minore intensità; per il secondo anno consecutivo si è ridotto in Germania penalizzato dalle difficoltà della manifattura, che si traducono in un netto calo degli investimenti e nella flessione delle esportazioni.

Il valore aggiunto dell'area è aumentato dell'1,6 per cento nel settore terziario, guidato dai comparti dell'informazione e della comunicazione – che riflettono la progressiva trasformazione tecnologica in atto – e, in misura minore, dai servizi professionali e di consulenza tecnica. L'attività del settore del commercio, alloggio e ristorazione è tornata a espandersi anche in Germania e in Francia, dove era diminuita significativamente nel 2023; anche il settore pubblico ha sostenuto il valore aggiunto, specialmente in Germania. Nell'industria in senso stretto l'attività si è invece ridotta dell'1,0 per cento, ma sarebbe cresciuta di poco più di mezzo punto percentuale al netto del calo di oltre il 20 per cento osservato in Irlanda. Il comparto ha risentito delle condizioni di finanziamento ancora restrittive, dei costi tuttora elevati degli input energetici e della debolezza della domanda globale. Il valore aggiunto è inoltre diminuito nelle costruzioni (-1,6 per cento), con andamenti differenziati fra i principali

paesi: in flessione in Germania e in Francia e in espansione in Spagna e in Italia, dove il netto ridimensionamento del Superbonus ha determinato una forte decelerazione.

Dal lato della domanda, alla dinamica del PIL ha contribuito soprattutto l'aumento della spesa sia delle famiglie (1,0 per cento), per effetto del recupero dei redditi reali, sia delle Amministrazioni pubbliche (2,7 per cento). I consumi sono tornati a crescere in Germania e sono nuovamente saliti in Francia (stimolati da fattori temporanei quali i Giochi olimpici di Parigi 2024) e in Italia. I tassi di interesse elevati e un atteggiamento ancora improntato alla cautela hanno comunque sostenuto la propensione al risparmio delle famiglie, che è salita al 15,2 per cento, a fronte di un'accelerazione del reddito disponibile in termini reali (2,2 per cento). Al rialzo del tasso di risparmio ha contribuito inoltre la composizione dell'incremento del reddito delle famiglie, in parte trainato dalla componente finanziaria; a quest'ultima si associa, diversamente da quella relativa alle retribuzioni, una minore propensione al consumo.

Gli investimenti fissi lordi sono diminuiti dell'1,8 per cento, per effetto di ampi margini inutilizzati della capacità produttiva, di condizioni di finanziamento ancora restrittive e dell'incertezza sul consolidamento della ripresa. La spesa per macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto si è contratta del 2,6 per cento, quella per costruzioni dell'1,4, riflettendo le difficoltà del settore residenziale che si sono tuttavia attenuate nella seconda parte del 2024 in connessione con il riavvio del ciclo immobiliare in molti paesi.

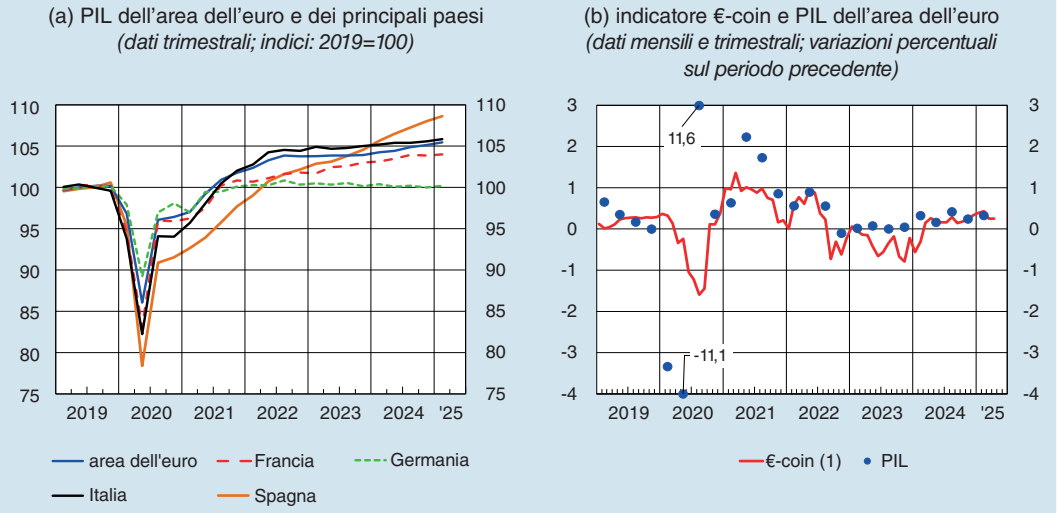
L'interscambio commerciale ha fornito un apporto positivo all'andamento del prodotto: le esportazioni sono aumentate dell'1,1 per cento e le importazioni dello 0,3, in entrambi i casi per effetto della dinamica positiva dei servizi, parzialmente controbilanciata da quella negativa dei beni.

Il numero di occupati ha continuato a espandersi (1,0 per cento): la crescita è stata sostenuta in Spagna, più moderata in Francia e in Italia e contenuta in Germania. Negli ultimi due paesi la dinamica dell'occupazione è risultata inferiore a quella del 2023. Nel complesso dell'area l'incremento si è concentrato nelle costruzioni e nei servizi, in particolare quelli di informazione e comunicazione e quelli turistici, e ha interessato unicamente i contratti a tempo indeterminato, che risentono meno dell'andamento della congiuntura. Il tasso di occupazione è risultato pari al 70,5 per cento in media d'anno (70,0 nel 2023). L'incidenza delle posizioni vacanti sul totale delle posizioni lavorative è scesa ulteriormente, collocandosi alla fine dell'anno su valori prossimi a quelli pre-pandemici. Le indagini della Commissione europea condotte nel 2024 hanno rilevato minori difficoltà nel reperimento della manodopera da parte delle imprese, soprattutto nell'industria in senso stretto.

Nei primi mesi del 2025 il PIL dell'area ha continuato ad aumentare (0,3 nel primo trimestre; fig. 2.1.a), ancora sostenuto dall'espansione dei consumi e dalla crescita delle esportazioni di alcuni paesi (specialmente l'Irlanda); queste ultime sono state sospinte anche dall'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti in previsione dell'aumento dei dazi (cfr. il capitolo 1). 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 – in aprile era su livelli moderatamente positivi, come in marzo (fig. 2.1.b).

Figura 2.1

PIL dell'area dell'euro e €-coin



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 ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*.

I prezzi e i costi

Nel corso del 2024 l'inflazione al consumo ha proseguito, seppure a un ritmo più lento, il percorso di riduzione iniziato l'anno prima (cfr. *Relazione annuale* sul 2023), collocandosi in media al 2,4 per cento (5,4 nel 2023); al netto delle componenti più volatili è diminuita al 2,8 per cento (4,9 nel 2023). Fra le maggiori economie il calo dell'inflazione è stato più marcato in Italia e in Germania (all'1,1 e al 2,5 per cento), meno accentuato in Francia e in Spagna (al 2,3 e al 2,9 per cento).

Il principale contributo alla discesa dell'inflazione è provenuto dalla decelerazione dei prezzi dei beni non energetici (alimentari e industriali) e, in misura minore, dalla riduzione di quelli dell'energia. L'inflazione nei servizi ha mostrato, invece, maggiore persistenza, riflettendo l'impatto delle pressioni salariali e soprattutto l'andamento di alcune voci che tipicamente si adeguano con ritardo alla dinamica generale dei prezzi[1].

Nei primi mesi del 2025 l'inflazione è diminuita ulteriormente, collocandosi al 2,2 per cento in aprile (fig. 2.2), grazie al rallentamento dei prezzi dei servizi (nonostante la marcata accelerazione di quelli del comparto turistico in coincidenza con le festività pasquali). La componente energetica ha registrato un rialzo in gennaio e in febbraio, a causa sia di effetti base[2] sia dell'aumento dei corsi petroliferi e del

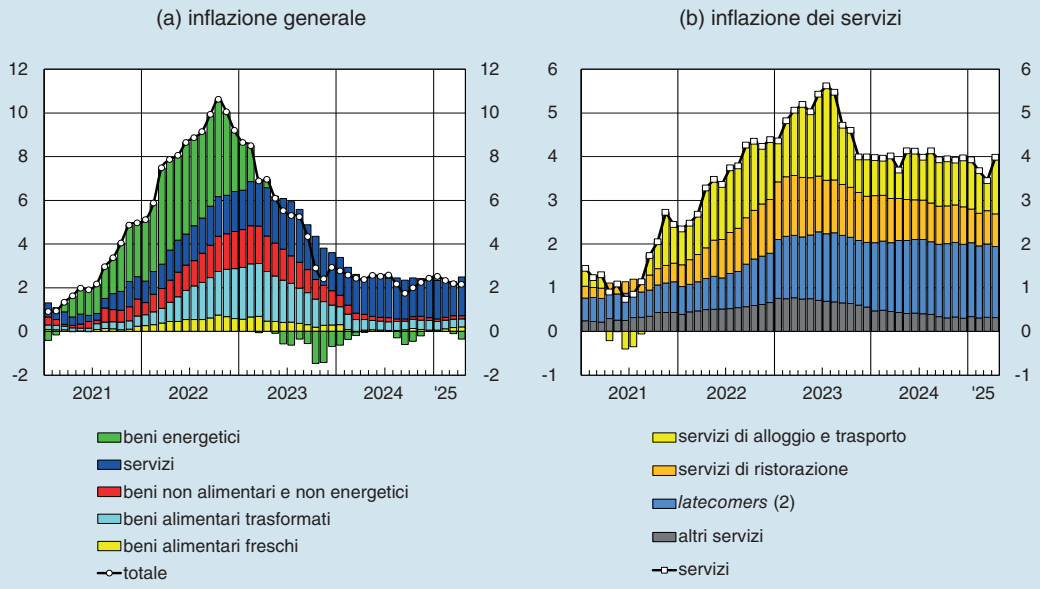
1 Per maggiori dettagli, cfr. il capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2023; cfr. inoltre *Monetary policy after a perfect storm: festina lente*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta alla 3ª Conferenza internazionale di politica monetaria organizzata dalla Banca di Finlandia *Monetary policy in low and high inflation environments*, Helsinki, 26 giugno 2024; cfr. anche F. Corsello e S. Neri, "*Catch me if you can": fast-movers and late-comers in euro area inflation*, SUERF Policy Brief, 1070, gennaio 2025.

2 Gli effetti base sono legati all'evoluzione passata dei prezzi: derivano dalle loro variazioni nel periodo iniziale (base) rispetto al quale l'inflazione viene calcolata.

prezzo all'ingrosso di elettricità e gas, che tuttavia sono poi scesi nettamente nei mesi primaverili. I prezzi dei beni alimentari hanno invece accelerato.

Figura 2.2

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, aggiornati con i dati definitivi del 19 maggio 2025.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA). – (2) Per *latecomers* si intendono le voci del paniere i cui prezzi si adeguano tipicamente con ritardo rispetto all'indice generale (ad es. affitti, assicurazioni, servizi medici, postali, sociali, di istruzione e culturali).

Nel 2024 la dinamica retributiva è rimasta sostenuta determinando un parziale recupero dei salari reali, a fronte del calo dell'inflazione. Le retribuzioni contrattuali[3], sospinte da numerosi rinnovi volti a recuperare il potere d'acquisto, sono cresciute del 4,5 per cento, in linea con quanto osservato nel 2023 e in netta accelerazione rispetto al biennio 2021-22 (2,2 per cento). L'andamento delle retribuzioni orarie effettive (4,4 per cento) è stato interamente guidato da quello dei minimi contrattuali, diversamente da quanto accaduto nel 2023 quando la crescita (5,6 per cento) era stata trainata anche da significativi incrementi retributivi corrisposti oltre quelli minimi per compensare le perdite dovute all'inflazione. La crescita, seppure inferiore all'anno prima, è stata comunque sostenuta in Germania, in Spagna e nei Paesi Bassi, modesta in Francia; in Italia, dove la dinamica salariale era stata particolarmente moderata negli anni precedenti, le retribuzioni hanno accelerato (cfr. il capitolo 8).

Nel complesso dell'area il costo del lavoro per unità di prodotto ha rallentato al 4,5 per cento (6,0 nel 2023), riflettendo, oltre alla decelerazione del costo del lavoro, il calo meno marcato della produttività rispetto all'anno precedente. L'aumento del costo del lavoro è stato in parte assorbito dalla flessione dei margini di profitto delle imprese, che sono ritornati sui livelli pre-pandemici in Germania, in Francia e in Italia.

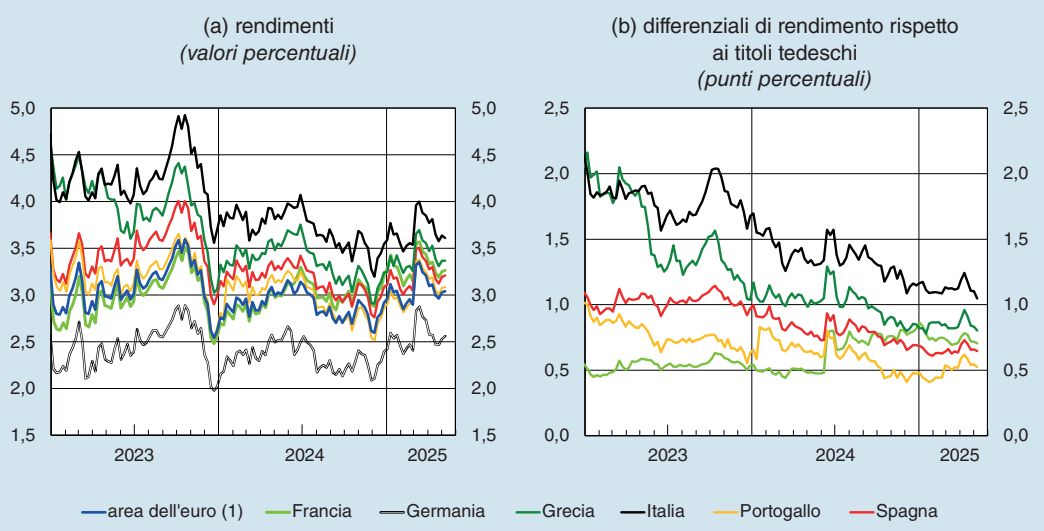
3 Il dato include i pagamenti una tantum.

I mercati finanziari

Nonostante la progressiva diminuzione dell'inflazione e l'orientamento meno restrittivo della politica monetaria della BCE, nel 2024 la media dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro è aumentata rispetto al 2023 (fig. 2.3.a), risentendo soprattutto dei rialzi di quelli statunitensi (cfr. il capitolo 1 e il riquadro: *Gli andamenti dei tassi di interesse nell'area dell'euro: determinanti e reattività alle notizie macroeconomiche* del capitolo 3). I differenziali di rendimento rispetto ai corrispettivi titoli tedeschi si sono ridotti in diversi paesi dell'area (fig. 2.3.b) e maggiormente in Italia, anche a fronte di una valutazione più favorevole da parte di alcune agenzie di rating[4] e della diversificazione della domanda da parte degli investitori privati (cfr. il capitolo 13). Sono invece cresciuti in Francia dove hanno risentito dell'incertezza politica, in seguito alla convocazione di elezioni anticipate a fine giugno e ai timori per le prospettive delle finanze pubbliche.

Figura 2.3

Rendimenti e differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali
(dati di fine settimana)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, greci, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL.

Nel 2024 i corsi azionari dell'area sono saliti di circa il 3 per cento[5]; la dinamica è stata trainata dal comparto finanziario (20 per cento), che ha beneficiato della pubblicazione di utili superiori alle aspettative e di prospettive di consolidamento nel settore. Nel primo trimestre le quotazioni sono state sostenute anche dal forte ottimismo a livello globale riguardo all'impatto dell'intelligenza artificiale sulla redditività di impresa. I corsi hanno poi risentito in estate delle tensioni sui mercati finanziari internazionali – connesse con la pubblicazione di dati macroeconomici statunitensi inferiori alle attese (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2024) – oltre che dell'incertezza politica in alcuni

4 Nell'autunno del 2024 le agenzie Morningstar DBRS e Fitch, pur mantenendo invariato il rating, hanno rivisto le prospettive (*outlook*) da "stabili" a "positive".

5 La variazione si riferisce all'indice generale azionario Datastream per l'area.

paesi dell'area e di quella legata all'esito delle elezioni statunitensi, che hanno generato forti aumenti della volatilità, seppure temporanei.

La forte domanda di obbligazioni societarie, in un contesto di elevati rendimenti e tassi di default molto contenuti, ha favorito la riduzione degli spread rispetto al 2023 sia nel settore *investment grade* (di circa 30 punti base) sia in quello *high yield* (di circa 80).

Nei primi mesi del 2025 i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei principali paesi dell'area sono aumentati marcatamente, a seguito sia dell'approvazione da parte del Parlamento tedesco della creazione di un fondo per infrastrutture, sia dell'iniziativa europea per accrescere la spesa per la difesa (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE*). Il 2 aprile scorso l'annuncio dell'amministrazione statunitense di nuovi dazi superiori alle attese ha indotto un aumento della volatilità e una significativa correzione nel comparto dei titoli di Stato così come del mercato azionario. Quest'ultimo ha recuperato nelle settimane successive, dopo la sospensione parziale dei dazi per un periodo di 90 giorni e l'avvio delle negoziazioni con la Cina; vi ha contribuito anche l'aumento dei flussi in entrata (cfr. il capitolo 1).

Le politiche di bilancio

I risultati nel 2024 e le previsioni per il 2025. – Dopo essersi sostanzialmente stabilizzato nel 2023, lo scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL nell'area dell'euro è sceso di quasi mezzo punto percentuale, collocandosi al 3,1 per cento. La riduzione del disavanzo primario (0,6 punti percentuali del prodotto, all'1,2 per cento) ha più che compensato la maggiore spesa per interessi (quasi 0,2 punti percentuali di PIL) legata all'aumento dei tassi di politica monetaria nel biennio precedente.

L'Italia ha registrato il calo più significativo dell'indebitamento netto (quasi 4 punti percentuali, al 3,4 per cento del prodotto), essenzialmente a seguito del marcato ridimensionamento degli effetti del Superbonus (cfr. il capitolo 10). Il disavanzo è sceso di 0,4 punti in Spagna ed è invece aumentato in Francia e in Germania, di 0,4 e 0,3 punti, rispettivamente. Tra i principali paesi dell'area, l'Italia è stato l'unico a conseguire un saldo primario positivo (0,4 per cento del PIL).

Il peso del debito pubblico sul prodotto nella media dei paesi dell'area si è stabilizzato al livello del 2023 (88,9 per cento)[6]: il disavanzo primario e l'aggiustamento stock-flussi (ossia l'insieme dei fattori che influenzano diversamente il debito e l'indebitamento netto) hanno compensato l'effetto ancora favorevole (1,4 punti) del differenziale tra la crescita del prodotto nominale e l'onere medio del debito. L'incidenza del debito sul PIL è scesa in Spagna (di oltre 3 punti) e in Germania (di 0,4), mentre è salita in Francia (di oltre 3) e in Italia (di 0,7).

[6] Questo valore non include quello dei titoli in circolazione emessi dalla Commissione europea per finanziare le sovvenzioni erogate mediante il Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Per il complesso dei paesi della UE, tali trasferimenti ammontavano all'1,1 per cento del PIL alla fine del 2024 (0,8 alla fine del 2023).

Nelle più recenti stime della Commissione europea[7], per quest'anno in rapporto al prodotto l'indebitamento netto nell'area dell'euro aumenterebbe lievemente (al 3,2 per cento) e il debito crescerebbe di oltre un punto percentuale.

L'orientamento della politica di bilancio. – Secondo le stime della Commissione, l'intonazione della politica di bilancio nell'area dell'euro sarebbe stata restrittiva nel 2024 e risulterebbe sostanzialmente neutrale nell'anno corrente. Lo scorso dicembre la Commissione[8] suggeriva strategie di riduzione graduale e duratura del debito, adeguatamente differenziate tra Stati membri; auspicava inoltre politiche volte a favorire un calo dell'evasione fiscale e uno spostamento degli oneri fiscali dalla tassazione del lavoro ad altre imposte meno distorsive, come quelle ambientali e patrimoniali.

Queste previsioni tengono conto solo in parte degli effetti di due eventi occorsi nel marzo 2025. In particolare, la Commissione ha annunciato il piano *ReArm Europe/ Readiness 2030*, volto a mobilitare fino a 800 miliardi di euro per rafforzare la capacità di difesa europea (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE*). Inoltre, il Parlamento tedesco ha approvato alcune modifiche costituzionali che hanno allentato i vincoli di bilancio previsti dall'ordinamento nazionale[9].

LA SPESA PER LA DIFESA NEI PAESI DELLA UE

Dagli anni successivi al secondo conflitto mondiale, la spesa per la difesa nelle principali economie della UE si è gradualmente ridotta in rapporto al PIL, scendendo a livelli storicamente bassi dopo la caduta del muro di Berlino (figura A). Nella media del periodo 1990-2021 la spesa è diminuita in Francia al 2,1 per cento del prodotto; in Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna è scesa al di sotto del 2, valore minimo concordato nel 2014 dai partecipanti alla NATO[1]; negli Stati Uniti e nel Regno Unito si è ridimensionata, portandosi al 3,9 e al 2,6 per cento, rispettivamente[2].

Dopo l'invasione russa dell'Ucraina, nella riunione di Versailles del marzo 2022 il Consiglio europeo ha deciso di accrescere l'impegno per la sicurezza dell'Unione, pur richiamando la complementarità dell'azione europea con quella

1 L'impegno a raggiungere questo livello minimo è stato formalizzato nella *Wales Summit Declaration* della NATO nel settembre 2014 ed è stato rinnovato al vertice di Washington del luglio 2024. Il principio di una compartecipazione agli oneri di difesa tra paesi membri era già stato affermato nel summit di Roma del novembre 1991, senza però stabilire una soglia minima di spesa. Tale soglia è stata concordata e approvata per la prima volta nell'incontro dei Ministri della difesa dei paesi NATO del giugno 2006.

2 Negli Stati Uniti fa eccezione il periodo di riarmo in concomitanza con le guerre in Iraq e in Afghanistan.

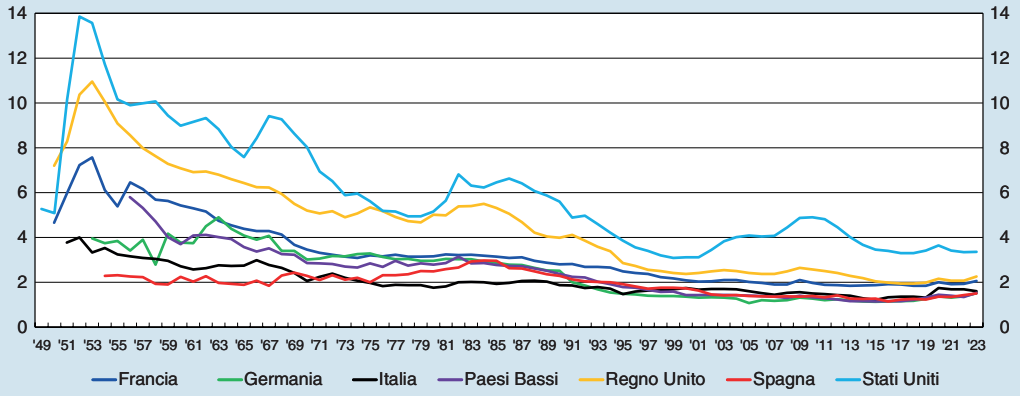
7 Dati aggiornati al 19 maggio.

8 Commissione europea, *Raccomandazione di raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro*, COM(2024) 704 final, 2024.

9 I vincoli di bilancio tedeschi prevedevano che – in circostanze normali – l'indebitamento netto strutturale del governo federale non eccedesse lo 0,35 per cento del PIL. Le modifiche costituzionali approvate escludono da tale disavanzo sia le spese annuali legate a un nuovo fondo per infrastrutture (fino a 500 miliardi di euro entro i prossimi dodici anni), sia quelle per difesa e sicurezza eccedenti l'1 per cento del PIL; i *Länder* avranno inoltre la possibilità – finora esclusa – di registrare un disavanzo strutturale, entro il limite dello 0,35 per cento del prodotto.

Figura A

Spesa per la difesa in alcune delle principali economie occidentali (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI).
(1) Il SIPRI include nelle spese per la difesa quelle correnti e in conto capitale destinate al personale di difesa militare e civile (anche in pensione), all'equipaggiamento, alle operazioni e al mantenimento delle infrastrutture militari, alla ricerca e sviluppo, al funzionamento delle istituzioni pubbliche coinvolte nella difesa, agli aiuti militari verso l'estero. Sono invece escluse le spese connesse con le forze armate con funzione di polizia. Per la Germania, fino al 1989 il dato si riferisce solo alla Repubblica Federale Tedesca.

della NATO, "che resta il fondamento della difesa collettiva per i suoi membri"[3]. In quell'occasione ha dato mandato alla Commissione europea e all'Agenzia europea per la difesa (AED) di elaborare proposte per sviluppare la capacità di difesa in modo collaborativo all'interno della UE e per rafforzare la base industriale e tecnologica di difesa europea. Contestualmente sono aumentate le spese per la difesa, rispetto al PIL, in tutti i paesi europei considerati, con l'eccezione dell'Italia (dove sono rimaste sostanzialmente stabili).

La NATO stima che nel 2024 nei 23 paesi della UE allo stesso tempo anche membri dell'organizzazione[4] la spesa sia stata circa del 2 per cento del PIL in media (figura B, pannello a)[5], con valori più elevati in alcuni stati dell'Europa orientale e in Grecia e più modesti in quelli dell'Europa occidentale. La quota di paesi con una spesa inferiore all'obiettivo minimo concordato in ambito NATO è scesa da oltre quattro quinti nel 2021 a meno di un terzo.

In media, poco più del 35 per cento della spesa ha riguardato il personale (contro il 25 degli Stati Uniti), circa il 30 l'equipaggiamento (valore analogo a quello statunitense), quasi il 4 le infrastrutture (poco meno del 2 negli Stati Uniti) e circa il 30 spese di mantenimento, approvvigionamento e di ricerca e sviluppo non legata all'equipaggiamento (intorno al 40 negli Stati Uniti), con ampia variabilità fra paesi (figura B, pannello b).

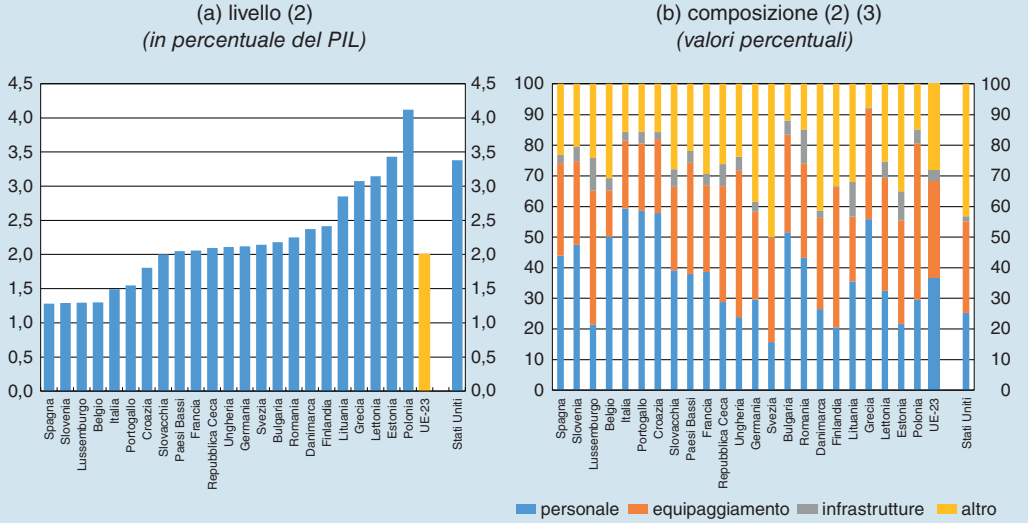
3 Consiglio europeo, *Riunione informale dei capi di Stato o di governo. Dichiarazione di Versailles 10 e 11 marzo 2022*, 11 marzo 2022.

4 Tutti i paesi della UE, con l'eccezione di Austria, Cipro, Irlanda e Malta, fanno parte della NATO. L'organizzazione include anche Albania, Canada, Macedonia del Nord, Montenegro, Norvegia, Regno Unito, Stati Uniti e Turchia.

5 Secondo le stime dell'AED, la spesa per la difesa dell'intera UE è stata dell'1,9 per cento del PIL nel 2024 (quella dei 23 paesi UE membri della NATO è stata pari al 2 per cento).

Figura B

Spesa per la difesa nei paesi UE membri della NATO nel 2024 (1)
(dati annuali)



Fonte: NATO.
(1) Dati stimati. – (2) UE-23 è la media della spesa pesata per il PIL di tutti i paesi UE membri della NATO. – (3) Le spese per il personale si riferiscono a quello militare e civile, anche in pensione. Le spese per equipaggiamento includono solo le attrezzature durevoli (ad es. armamenti e veicoli) e l'attività di ricerca e sviluppo a esse relativa. Le spese per infrastrutture si riferiscono sia alle strutture nazionali sia a quelle comuni della NATO. La categoria altro include anche le spese di mantenimento, quelle di approvvigionamento (ad es. di munizioni) e le restanti spese per ricerca e sviluppo. Per maggiori dettagli, cfr. NATO, *Defence Expenditure of NATO Countries (2014-2024)*, comunicato stampa del 17 giugno 2024.

In seguito ai profondi mutamenti in atto nello scenario geopolitico globale, lo scorso 4 marzo la Commissione europea ha proposto un nuovo piano denominato *ReArm Europe/Readiness 2030*[6], volto a mobilitare risorse fino a un massimo di 800 miliardi di euro nei prossimi cinque anni per aumentare la capacità di difesa dell'Unione[7]. Il programma prevede:

a) il ricorso a un maggiore indebitamento dei paesi a fronte della possibilità di attivare la clausola di salvaguardia nazionale del Patto di stabilità e crescita. Nel complesso, agli Stati membri verrebbe consentito di incrementare la spesa fino a 1,5 punti percentuali del PIL all'anno rispetto al 2021, nel quadriennio dal 2025 al 2028, senza che l'eccesso determini un'infrazione delle regole di bilancio europee (l'impatto totale per la UE è stimato nell'ordine di 650 miliardi)[8];

6 Per ulteriori dettagli, cfr. il *comunicato stampa* della Presidente della Commissione europea U. von der Leyen del 4 marzo 2025. Il *Joint white paper for European defence. Readiness 2030* della Commissione europea e dell'Alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e per la politica della sicurezza, pubblicato lo scorso 19 marzo, definisce il quadro delle criticità e delle possibili strategie della UE in materia di difesa nel breve-medio termine, in cui si inserisce il piano *ReArm Europe/Readiness 2030*.

7 Il piano prevede anche il coinvolgimento di capitali privati grazie a un ampliamento delle risorse e dei criteri di finanziamento della Banca europea per gli investimenti in favore del settore della difesa e auspica un'accelerazione della realizzazione dell'Unione del risparmio e degli investimenti.

8 Commissione europea, *Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact*, C(2025) 2000 final, 2025.

b) la concessione, su richiesta, di finanziamenti a lunga scadenza da parte della UE mediante un nuovo strumento europeo (*Security and action for Europe*, SAFE). Le risorse complessivamente erogabili sono pari a 150 miliardi[9] e dovrebbero essere impiegate in iniziative congiunte di difesa, dando priorità alle forniture da imprese europee;

c) la possibilità per i paesi di reindirizzare parte dei fondi di coesione.

In ogni caso, gli Stati membri non potranno discostarsi dai percorsi di bilancio concordati con le istituzioni europee oltre i limiti di quanto concesso nell'ambito dell'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale (come indicato nel punto a).

Le risorse stimate dalla Commissione rappresentano un tetto massimo: *ReArm Europe/Readiness 2030* consente politiche di bilancio più espansive nei paesi con minori vincoli, quali ad esempio la Germania; in altri, caratterizzati da un peso elevato del debito, è probabile che l'impatto sia più contenuto; poiché la realizzazione è affidata ai singoli paesi, l'impegno finanziario sarà eterogeneo[10]. Gli investimenti e le spese per la difesa hanno tuttavia natura di bene pubblico europeo: un programma coordinato finanziato con debito comune agevolerebbe il raggiungimento di un livello e di una composizione della spesa complessiva ottimali[11].

Il rafforzamento della difesa della UE avviato con le proposte della Commissione avrà ripercussioni macroeconomiche. Le analisi empiriche disponibili suggeriscono che il moltiplicatore di bilancio delle spese per la difesa sarebbe di circa 0,5 nel medio

---

9 Commissione europea, *Proposta di regolamento del Consiglio che istituisce lo strumento di azione per la sicurezza dell'Europa (SAFE) mediante il rafforzamento dell'industria europea della difesa*, COM(2025) 122 final, 2025. Secondo tale proposta, il nuovo strumento, attivo fino al 2030, fornirà prestiti con una scadenza massima di 45 anni e un periodo di grazia di 10 anni per la quota capitale, prevedendo un prefinanziamento immediato fino al 15 per cento dell'importo richiesto. Il prestito potrà essere erogato su istanza degli Stati membri, previa presentazione di un piano di investimenti nel settore della difesa, senza limiti predeterminati per ogni paese. I piani dovranno coinvolgere, di norma, almeno due Stati membri oppure almeno uno Stato membro e l'Ucraina o un paese membro dell'Associazione europea di libero scambio (AELS) o dello Spazio economico europeo (SEE). I piani dovranno inoltre riguardare appalti congiunti per prodotti e fornitori di servizi con sede nel territorio dell'Unione europea, dell'Ucraina e dei paesi dell'AELS o del SEE. In via transitoria, gli Stati membri potranno utilizzare il prestito per appalti nazionali, a condizione che vengano prese tutte le misure necessarie per estendere il beneficio del contratto ad altri paesi secondo le condizioni stabilite dall'art. 4, comma 3, della proposta di regolamento.

10 Al 30 aprile 2025 solo 16 paesi della UE hanno chiesto l'attivazione della clausola: Belgio, Bulgaria, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Germania, Grecia, Lettonia, Lituania, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. Per maggiori dettagli, cfr. Consiglio dell'Unione europea, *Attivazione coordinata della clausola di salvaguardia nazionale*, comunicato stampa del 30 aprile 2025.

11 Per maggiori dettagli, cfr. *Il futuro dell'economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta in occasione del conferimento della laurea honoris causa in Scienze giuridiche banca e finanza presso l'Università degli Studi di Roma Tre, Roma, 23 aprile 2024; cfr. inoltre M. Draghi, *The future of European competitiveness*, settembre 2024 e *Un patto europeo per la produttività*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta al XX Foro di dialogo Spagna-Italia (AREL-CEOE-SBEES), Barcellona, 3 dicembre 2024.

periodo[12]. Vi è tuttavia ampia variabilità delle stime, da valori del moltiplicatore lievemente negativi[13] fino a 1,5[14] a seconda delle ipotesi relative alle modalità di finanziamento, della risposta delle altre politiche economiche e della composizione della spesa.

L'impatto sarà tanto più grande quanto più ampia sarà la quota di spesa rivolta all'industria europea. Diverse analisi evidenziano l'eccessiva frammentazione del settore produttivo della difesa nella UE, che si accompagna a una mancanza di coordinamento fra Stati membri nei programmi di acquisto. Il settore, pur competitivo sul piano globale, ha una dimensione molto inferiore a quello degli Stati Uniti[15]; è caratterizzato dalla presenza di aziende leader nazionali, che ne limitano la capacità di sfruttamento di economie di scala nella produzione e nella ricerca e sviluppo[16]; non offre alcuni prodotti di interesse strategico[17]. Dal punto di vista della domanda, una quota significativa degli acquisti avviene fuori dalla UE; nel 2022 inoltre solo il 18 per cento della spesa per equipaggiamento è stato realizzato per mezzo di programmi di acquisto congiunti[18].

---

12 V.A. Ramey, *Identifying government spending shocks: it's all in the timing*, "The Quarterly Journal of Economics", 126, 1, 2011, pp. 1-50; R.J. Barro e C.J. Redlick, *Macroeconomic effects from government purchases and taxes*, "The Quarterly Journal of Economics", 126, 1, 2011, pp. 51-102; G. Brunet, *Stimulus on the home front: the state-level effects of WWII spending*, "The Review of Economics and Statistics", 2024, pp. 1-46; V.A. Ramey e S. Zubairy, *Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from US historical data*, "Journal of Political Economy", 126, 2, 2018, pp. 850-901.

13 Il valore del moltiplicatore può essere basso o addirittura negativo qualora la spesa in difesa vada a sostituire altre voci più produttive e a spiazzare quella privata o in presenza di una risposta restrittiva della politica monetaria: cfr. E. Ilzetzki, E.G. Mendoza e C.A. Vegh, *How big (small?) are fiscal multipliers?*, "Journal of Monetary Economics", 60, 2, 2013, pp. 239-254.

14 E. Nakamura e J. Steinsson, *Fiscal stimulus in a monetary union: evidence from US regions*, "American Economic Review", 104, 3, 2014, pp. 753-792; A.J. Auerbach e Y. Gorodnichenko, *Measuring the output responses to fiscal policy*, "American Economic Journal: Economic Policy", 4, 2, 2012, pp. 1-27.

15 Il SIPRI Arms Industry Database riporta i dati sul fatturato delle 100 imprese del settore difesa più grandi del mondo. Nel 2023 quelle con sede nella UE hanno registrato entrate da vendita di armi per circa 80 miliardi di dollari; includendo anche quelle europee non UE la cifra arriva a quasi 130 miliardi, un valore lievemente inferiore al fatturato delle sole prime tre imprese della classifica, tutte con sede negli Stati Uniti (il fatturato complessivo delle imprese con sede in questo paese è circa quattro volte quello che si osserva nella UE).

16 I dati SIPRI evidenziano come i fatturati della prima impresa francese e di quella italiana rappresentino ciascuno circa il 16 per cento del totale della UE (una quota di poco inferiore a quella della più grande impresa americana sul totale degli Stati Uniti); il fatturato della prima impresa tedesca è di circa il 7 per cento del totale della UE.

17 Come accade, ad esempio, nell'ambito delle capacità abilitanti strategiche quali il rifornimento in volo e la sorveglianza a lungo raggio; cfr. Commissione europea e Alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e per la politica della sicurezza, *Comunicazione congiunta al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sull'analisi delle carenze di investimenti nel settore della difesa e sulle prospettive di percorso*, JOIN(2022) 24 final, 2022.

18 Per quanto riguarda la dipendenza dall'estero nella fornitura, uno studio del Parlamento europeo stima la quota importata da paesi esterni alla UE sul totale della spesa per equipaggiamento in quasi il 40 per cento. Per maggiori dettagli, cfr. M. Centrone e M. Fernandes, *Improving the quality of European defence spending. Cost of non-Europe report*, Study, European Parliamentary Research Service, Parlamento europeo, novembre 2024. Per una discussione sulle valutazioni circa il volume delle importazioni nel settore della difesa, cfr. anche J.M. Lopez e G.B. Wolff, *What role do imports play in European defence?*, Bruegel Analysis, 4 luglio 2024. Per quanto riguarda la quota di acquisti congiunti, cfr. European Defence Agency, *2022 Coordinated annual review on defence report*, novembre 2022, e per una discussione più ampia, cfr. M. Draghi, *The future of European competitiveness*, settembre 2024.

Nel lungo periodo la spesa in ricerca e sviluppo è quella che può dare il maggiore impulso alla crescita, anche per la presenza di ricadute positive per il settore privato e le aree geografiche interessate dagli investimenti produttivi[19]. La UE nel 2023 destinava solo l'1,8 per cento degli esborsi per difesa all'attività di ricerca e sviluppo (con valori che variavano da zero in alcune economie più piccole dell'Unione, a oltre il 4 per cento in Germania)[20]. Secondo i dati dell'OCSE, a fronte di analoghi stanziamenti di bilancio pubblici per il complesso della spesa in ricerca e sviluppo, nella UE al settore della difesa è stata destinata una cifra nell'ordine di dieci volte inferiore rispetto a quella degli Stati Uniti[21].

19 D.P. Gross e B.N. Sampat, *America, jump-started: World War II R&D and the takeoff of the US innovation system*, "American Economic Review", 113, 12, 2023, pp. 3323-3356; E. Moretti, C. Steinwender e J. Van Reenen, *The intellectual spoils of war? Defense R&D, productivity, and international spillovers*, "The Review of Economics and Statistics", 107, 1, 2025, pp. 14-27; J. Antolin-Diaz e P. Surico, *The long-run effects of government spending*, "American Economic Review", di prossima pubblicazione.

20 Per ulteriori dettagli, cfr. i dati della classificazione dell'Eurostat delle spese per funzione (*Classification of function of Government*, COFOG). Le spese COFOG per la funzione difesa differiscono lievemente da quelle della NATO e di SIPRI prevalentemente perché escludono la spesa per pensioni per il personale militare e civile impiegato in dipartimenti militari. Ulteriori discrepanze derivano dai criteri di contabilizzazione: a differenza dei dati NATO e SIPRI, quelli COFOG seguono le regole generali della contabilità ESA 2010. Sulla base delle informazioni dell'AED, nella UE nel 2023 la quota della spesa pubblica per la difesa dedicata all'attività di ricerca e sviluppo (che ricopre un perimetro lievemente più ampio di quella COFOG) è stata pari a poco meno del 4 per cento.

21 Per il raffronto con gli Stati Uniti, cfr. il database dell'OCSE al marzo 2025, Main Science and Technology Indicators.

Next Generation EU. – Nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza sono stati finora erogati ai paesi della UE oltre 311 miliardi di euro (di cui 201 sotto forma di sovvenzioni; tav. 2.2). Anche alla luce della quota di traguardi e obiettivi che la Commissione considera soddisfacentemente raggiunti, tra le principali economie dell'area dell'euro la Francia è il paese che ha ricevuto più fondi rispetto a quelli assegnati (circa il 77 per cento), seguita dalla Germania, dall'Italia e dalla Spagna (intorno al 65, al 63 e al 30 per cento[10], rispettivamente; cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4)[11].

Nella terza Relazione sullo stato di attuazione del Dispositivo[12] la Commissione ha evidenziato che, dopo un rallentamento nel primo semestre del 2023, le erogazioni hanno accelerato. Infatti, tra la seconda metà del 2023 e la fine del 2024, sono stati versati agli Stati membri oltre 142 miliardi, a fronte di quasi 87 nei tre semestri precedenti (al netto dei prefinanziamenti). Tale dinamica sarebbe tra l'altro legata alla

10 La percentuale della Spagna è più bassa di quella degli altri maggiori paesi dell'area anche perché la dimensione del suo piano è stata significativamente aumentata (principalmente a seguito della richiesta di prestiti per oltre 83 miliardi) in occasione della sua revisione approvata dal Consiglio della UE nell'ottobre del 2023.

11 Sulla base dei dati Eurostat aggiornati al 21 maggio, tra il 2020 e il 2024 gli interventi finanziati mediante il Dispositivo per la ripresa e la resilienza ammontavano, per il complesso dei paesi della UE, a quasi 196 miliardi di euro (di cui oltre 64 in Italia).

12 Commissione europea, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sull'attuazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza*, COM(2024) 474 final, 2024.

Tavola 2.2

Fondi erogati ai paesi mediante il Dispositivo di ripresa e resilienza (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)

PAESI	Prefinanziamento (2)	1ª rata	2ª rata	3ª rata	4ª rata	5ª rata	6ª rata	Totale	*di cui:* sovvenzioni	% sul totale assegnato
Italia (3)	25,4	21,0	21,0	18,5	16,5	11,0	8,7	122,1	46,4	62,8
Spagna	10,4	10,0	12,0	6,0	9,9	–	–	48,3	48,0	29,6
Francia	5,7	7,4	10,3	7,5	–	–	–	30,9	30,9	76,7
Grecia	4,1	3,6	3,6	3,6	3,3	3,1	–	21,3	9,9	59,4
Germania	2,3	4,0	13,5	–	–	–	–	19,8	19,8	65,2
Portogallo	2,3	1,2	1,8	2,1	1,0	2,9	–	11,4	8,5	51,3
Altri paesi area euro	5,4	5,5	4,5	2,6	1,0	0,8	–	19,7	17,7	43,3
Altri paesi UE (non area euro)	11,4	11,5	13,3	1,8	–	–	–	38,0	19,9	32,0
Totale	**67,0**	**64,1**	**80,0**	**42,2**	**31,7**	**17,8**	**8,7**	**311,5**	**201,0**	

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea aggiornati al 16 maggio 2025.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Include quello legato al programma *RepowerEU*. – (3) Lo scorso 30 dicembre il Governo ha inviato alla Commissione europea la richiesta di pagamento della settima rata (oltre 18 miliardi al netto del prefinanziamento del Piano).

possibilità di variare i piani: lo scorso luglio la Commissione[13] ha precisato che questa facoltà si applica anche ai casi in cui i paesi individuino alternative che riducano gli oneri amministrativi connessi con l'attuazione degli interventi. Finora il Consiglio della UE ha approvato quattro revisioni del Piano italiano e di quello spagnolo, tre di quello tedesco e una di quello francese.

Nel 2024 la Commissione ha emesso titoli per circa 196 miliardi, soprattutto per finanziare NGEU. Tali strumenti, caratterizzati da un merito di credito elevato, avevano una durata media di oltre nove anni e un rendimento medio all'emissione pari al 3,1 per cento, un valore inferiore di oltre mezzo punto percentuale a quello sui titoli di Stato decennali italiani ma superiore di 0,8 punti rispetto a quelli tedeschi. Nei primi quattro mesi dell'anno in corso le obbligazioni emesse ammontavano a quasi 88 miliardi.

Il pacchetto d'autunno del semestre europeo per il 2025. – Lo scorso novembre la Commissione ha iniziato a esaminare i percorsi di aggiustamento, le riforme e gli investimenti contenuti nei piani strutturali di bilancio di medio temine, caposaldi del nuovo quadro di governance economica europea[14] (cfr. il riquadro: *La nuova governance di bilancio europea* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2023). Contestualmente, ha vagliato i documenti programmatici di bilancio per il 2025 e ha formulato le proprie

13 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, *Comunicazione della Commissione Orientamenti sui piani per la ripresa e la resilienza*, (C/2024/4618), luglio 2024.

14 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, *Regolamento (UE) 2024/1263 del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2024 relativo al coordinamento efficace delle politiche economiche e alla sorveglianza di bilancio multilaterale e che abroga il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio*, aprile 2024.

raccomandazioni per il Consiglio circa il percorso di correzione dei conti per i paesi in Procedura per i disavanzi eccessivi[15].

La Commissione ha ritenuto che 23 dei 26 piani strutturali[16] presentati finora dagli Stati membri definiscano percorsi di bilancio in linea con le nuove regole europee. Sette Stati membri (tra i quali Francia, Italia e Spagna) hanno richiesto di estendere a sette anni il periodo di aggiustamento di bilancio, a fronte dell'impegno a realizzare riforme e investimenti capaci di migliorare, tra l'altro, il potenziale di crescita dell'economia e la sostenibilità di bilancio. Questi paesi dovranno finanziare a livello nazionale investimenti pubblici pari almeno al valore medio realizzato nel periodo interessato dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

I limiti alla spesa netta[17] indicati nei piani strutturali tengono conto dell'eterogeneità degli spazi di bilancio e delle condizioni macroeconomiche specifiche dei singoli paesi; nel periodo 2025-31 il tasso medio di crescita annua della spesa netta in Italia è programmato all'1,5 per cento, leggermente più alto di quello della Francia (1,1) e pari alla metà di quello della Spagna (3,0).

All'inizio di quest'anno il Consiglio della UE ha approvato le raccomandazioni della Commissione relative ai piani valutati fino a quel momento, chiarendo inoltre che, per gli Stati membri soggetti alla Procedura per i disavanzi eccessivi, i percorsi di aggiustamento programmati sono quelli richiesti per chiudere la procedura stessa.

Nel valutare i documenti programmatici di bilancio per il 2025[18] la Commissione ha verificato, tra l'altro, la conformità delle politiche di bilancio in essi contenute rispetto ai limiti per la spesa netta stabiliti nei piani. Secondo la Commissione, i documenti presentati da otto Stati membri (tra i quali Italia e Francia) sono in linea con le raccomandazioni del Consiglio formulate nell'ottobre 2024, mentre quelli di altri sei paesi (tra i quali la Germania) non lo sono pienamente[19].

---

15 Lo scorso luglio il Consiglio della UE, su proposta della Commissione, aveva avviato una Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di sette paesi: Belgio, Francia, Italia, Malta, Polonia, Slovacchia e Ungheria. Il Consiglio aveva inoltre stabilito che la Romania, dal 2020 in Procedura per i disavanzi eccessivi, non aveva sufficientemente corretto il proprio indebitamento netto.

16 La Germania non ha ancora presentato il proprio piano e la Commissione sta valutando quelli di Austria e Lituania; quello del Belgio è stato approvato lo scorso 21 maggio. Secondo la Commissione, il piano dei Paesi Bassi non è coerente con le nuove regole, poiché determinerebbe nel medio termine un aumento del peso del debito sul prodotto al di sopra del 60 per cento e un indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche superiore al 3 per cento del PIL.

17 La spesa netta è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) la spesa per interessi; (b) le misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) la spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi europei; (d) la spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) la componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) le misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

18 Ad eccezione della Spagna, tutti i paesi dell'area dell'euro hanno trasmesso il proprio documento programmatico di bilancio per il 2025; la Commissione sta ancora valutando quelli del Belgio e dell'Austria, presentati rispettivamente lo scorso 30 aprile e 13 maggio.

19 Il documento programmatico di bilancio per il 2025 della Lituania è a rischio di non essere in linea con le raccomandazioni del Consiglio dello scorso ottobre, mentre quello dei Paesi Bassi non è in linea. Infine, la Commissione non ha espresso una valutazione globale conclusiva del documento presentato dall'Irlanda.

3. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2024 il grado di restrizione della politica monetaria è stato progressivamente allentato. Tale orientamento ha riflesso una crescente fiducia da parte del Consiglio direttivo della Banca centrale europea nella convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo del 2 per cento nel medio termine, in un contesto di persistente debolezza dell'attività economica.

A partire dalla riunione di giugno del 2024, il Consiglio ha disposto sette riduzioni dei tassi di interesse ufficiali, per un totale di 175 punti base per il tasso sui depositi presso l'Eurosistema, portandolo al 2,25 per cento lo scorso aprile. Nei primi mesi del 2025, in un contesto di eccezionale incertezza alimentata da crescenti tensioni commerciali, il Consiglio ha ribadito l'intenzione di mantenere un approccio guidato dai dati per orientare le decisioni di politica monetaria, adottandole di volta in volta senza vincolarsi a un percorso dei tassi prestabilito.

È proseguito il processo di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema avviato nel 2022. Vi hanno contribuito i rimborsi dei finanziamenti erogati con la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e la graduale riduzione dei portafogli di titoli detenuti nell'ambito dei programmi di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP, e *Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP).

Nel corso dell'anno l'allentamento monetario ha favorito una graduale discesa dei tassi di interesse privi di rischio e di quelli praticati dalle banche sui prestiti, contribuendo a un miglioramento delle condizioni di finanziamento per imprese e famiglie. La dinamica del credito si è progressivamente rafforzata, pur restando debole in prospettiva storica. Tra la fine del 2024 e i primi mesi di quest'anno i tassi di interesse privi di rischio a lungo termine sono tornati a salire in un contesto di elevata volatilità, segnato dagli annunci di un rilevante aumento della spesa pubblica in Germania e di nuovi dazi da parte degli Stati Uniti.

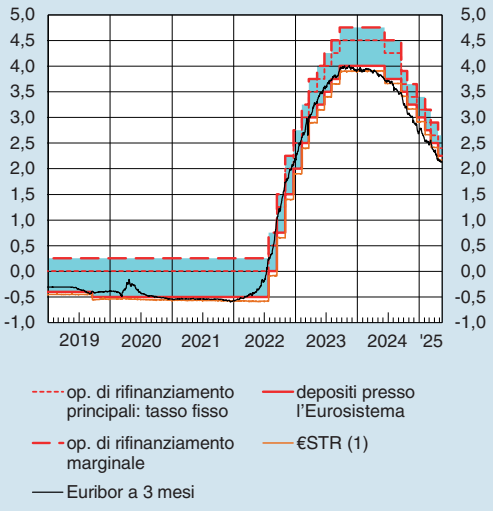
L'azione di politica monetaria

Nei primi mesi del 2024 il Consiglio direttivo ha lasciato invariati i tassi di interesse ufficiali, ai livelli fissati a settembre del 2023 (fig. 3.1.a). Secondo il Consiglio tali livelli, se mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, avrebbero contribuito in modo significativo a un tempestivo ritorno dell'inflazione all'obiettivo. Nel definire l'adeguatezza della restrizione monetaria, il Consiglio ha altresì ribadito che avrebbe continuato a seguire un approccio guidato dai dati e basato su valutazioni condotte riunione per riunione (cfr. il riquadro: *La politica monetaria nell'area dell'euro e l'approccio guidato dai dati*).

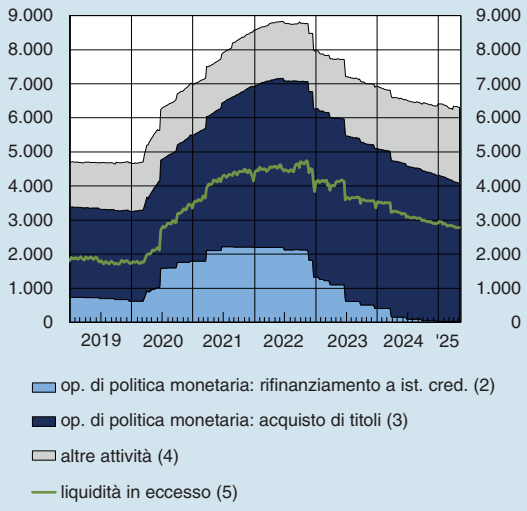
Figura 3.1

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

(a) tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario
(dati giornalieri; valori percentuali)



(b) bilancio consolidato dell'Eurosistema: componenti dell'attivo e liquidità in eccesso
(dati settimanali; miliardi di euro)



Fonte: BCE e LSEG.
(1) Dal 2 ottobre 2019 €STR è un nuovo tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro. Nel grafico, per il periodo antecedente a quella data, viene riportato il tasso pre-€STR. – (2) Rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativo a operazioni di politica monetaria. – (3) Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro detenuti per finalità di politica monetaria. – (4) Oro e altre attività denominate in euro e in valuta estera. – (5) La liquidità in eccesso è calcolata come somma del saldo sui conti di riserva delle banche e del ricorso ai depositi presso l'Eurosistema, al netto dell'obbligo di riserva.

LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO E L'APPROCCIO GUIDATO DAI DATI

Nel corso del 2024 la Banca centrale europea ha continuato a sottolineare l'importanza di un approccio guidato dai dati (*data-dependent*) per orientare le decisioni di politica monetaria in un contesto di elevata incertezza[1]. Tale approccio è caratterizzato dall'esame congiunto di tre fattori: (a) le prospettive di inflazione alla luce dei nuovi dati economici e finanziari; (b) la dinamica dell'inflazione di fondo; (c) l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

L'integrazione di questi tre elementi ha consentito di migliorare l'accuratezza delle previsioni di inflazione; la loro importanza relativa è variata nel tempo, in funzione della capacità di ciascun fattore di anticipare correttamente la dinamica dei prezzi[2]. Le proiezioni ufficiali formulate dagli esperti della BCE e dall'Eurosistema costituiscono generalmente l'elemento centrale nelle valutazioni del Consiglio

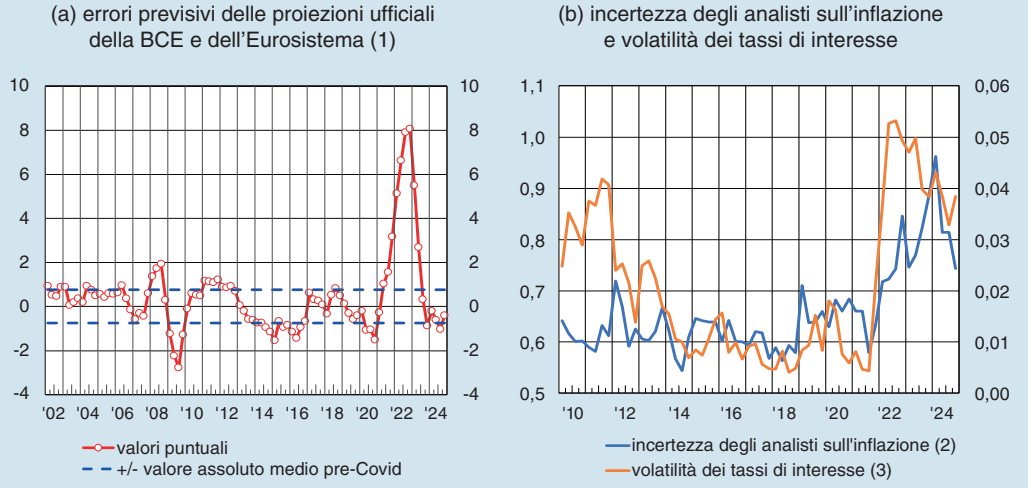
1 L'approccio *data-dependent* è stato formalmente introdotto nelle dichiarazioni di politica monetaria della BCE il 21 luglio 2022. Con questa terminologia si intende una strategia basata su decisioni prese riunione per riunione, guidate dai dati economici disponibili, senza vincolarsi a un percorso predefinito dei tassi ufficiali.

2 C. Kamps, *The ABCs of the ECB's reaction function*, "The ECB Blog", 22 maggio 2024 e *Building confidence in the path ahead,* discorso della Presidente della BCE C. Lagarde alla 24ª conferenza *The ECB and its Watchers*, Francoforte, 20 marzo 2024.

direttivo. Tuttavia la loro precisione è diminuita nel biennio 2021-22, durante le fasi delle riaperture post-pandemiche e della crisi energetica, caratterizzate da forte incertezza (figura, pannello a).

Figura

Errori previsivi, incertezza degli analisti sull'inflazione e volatilità dei tassi di interesse
(dati trimestrali; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg ed Eurostat.
(1) L'errore di previsione è definito come la differenza fra realizzazione del dato di inflazione media per un determinato trimestre e la proiezione ufficiale degli esperti della BCE e dell'Eurosistema effettuata 1 anno prima per quello stesso trimestre. – (2) L'incertezza degli analisti sull'inflazione è misurata dalla mediana della deviazione standard della distribuzione di probabilità individuale sull'inflazione a 2 anni degli analisti censiti dalla *Survey of Professional Forecasters* (SPF). – (3) La volatilità dei tassi di interesse è misurata dalla deviazione standard delle variazioni giornaliere del tasso *interest rate swap* (IRS) a 2 anni nel trimestre di riferimento. Scala di destra.

In seguito a questi eventi la BCE ha ritenuto opportuno attribuire un peso relativamente maggiore alle nuove informazioni sulla dinamica dell'inflazione di fondo e sull'intensità della trasmissione della politica monetaria. Un semplice modello econometrico che mette in relazione l'inflazione al consumo e i tre elementi sopra indicati, e che rappresenta in modo estremamente semplificato il processo previsivo della BCE, consente di delineare un quadro più preciso degli andamenti futuri dell'inflazione, in particolare nel periodo in cui essa aumentava rapidamente (biennio 2021-22)[3]. Negli anni 2023-24 l'accuratezza delle proiezioni ufficiali degli esperti della BCE e dell'Eurosistema è tornata in linea con le regolarità storiche. Ciò può favorire l'attribuzione di un peso più rilevante alle previsioni nell'ambito dell'approccio guidato dai dati[4].

3 V. Cuciniello, G. Ferrero, E. Guglielminetti e A. Lin, *Data dependency, inflation projections and interest rate decisions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 930, 2025. In questo lavoro, i tre elementi che caratterizzano l'approccio *data-dependent* sono rappresentati dalle seguenti variabili: (a) proiezioni ufficiali dell'inflazione un anno in avanti formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema; (b) inflazione al netto delle componenti più volatili, ossia beni energetici e alimentari; (c) indicatore delle condizioni finanziarie calcolato da Bloomberg (*Bloomberg financial condition index*).

4 *Back to the future: forward-looking considerations on monetary policy normalization*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta, Università Bocconi, Milano, 19 novembre 2024.

A partire dal 2022 anche l'incertezza degli analisti sulle prospettive di inflazione è aumentata e si è accompagnata a una maggiore volatilità dei tassi di interesse di mercato di breve termine (figura, pannello b)[5]. Tali dinamiche riflettono molteplici fattori, tra i quali una reazione più accentuata dei mercati alle sorprese macroeconomiche (cfr. il riquadro: *Gli andamenti dei tassi di interesse nell'area dell'euro: determinanti e reattività alle notizie macroeconomiche*). Ciò sarebbe coerente con la necessità, da parte della banca centrale e degli operatori economici, di aggiornare con maggiore frequenza i propri modelli previsivi alla luce dei nuovi dati disponibili in periodi di forte incertezza. Per evitare di amplificare questa volatilità, la BCE ha più volte chiarito che l'approccio *data-dependent* non implica una reazione automatica a singoli dati (approccio *data-point dependent*), ma si basa su un esame complessivo dell'insieme delle informazioni disponibili[6].

---

5 V. Cuciniello, G. Ferrero, A. Notarpietro e S. Santoro, *Data dependence in monetary policy and interest rate volatility*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

6 *Monetary policy in an unusual cycle: the risks, the path, and the costs*, discorso introduttivo della Presidente della BCE C. Lagarde all'ECB Forum on Central Banking, Sintra, 1° luglio 2024.

A fronte di una disinflazione che si andava consolidando, anche nella sua componente di fondo, e di una crescente fiducia nella convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo, in giugno il Consiglio ha avviato una fase di allentamento della restrizione monetaria, riducendo i tassi di interesse ufficiali di 25 punti base. Dopo una pausa a luglio, ha deciso ulteriori tagli di pari entità in settembre, ottobre e dicembre. Alla fine dell'anno il tasso sui depositi presso l'Eurosistema si collocava al 3 per cento.

Nelle prime tre riunioni del 2025 il Consiglio direttivo ha ulteriormente ridotto i tassi di interesse ufficiali, portando il tasso sui depositi al 2,25 per cento e la riduzione complessiva dall'inizio della fase di allentamento a 175 punti base. Le decisioni sono state adottate in un contesto di progressivo deterioramento delle prospettive di crescita, alimentato dall'intensificarsi delle tensioni commerciali a livello globale (cfr. il capitolo 1). Lo scorso aprile il Consiglio ha ribadito che, soprattutto in considerazione dell'eccezionale incertezza, avrebbe continuato a seguire un approccio guidato dai dati per determinare l'orientamento di politica monetaria, senza vincolarsi a un percorso dei tassi prestabilito.

Nel 2024 è proseguito il processo di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema (cfr. fig. 3.1.b e il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*). Alla riduzione del portafoglio di titoli detenuto nell'ambito dell'APP, avviata nel 2023, si è aggiunta da luglio anche quella relativa al PEPP, attuata inizialmente attraverso la diminuzione dei reinvestimenti dei titoli in scadenza e, dalla fine dell'anno, mediante la loro completa cessazione. Inoltre, nel corso dell'anno sono stati rimborsati gli ultimi prestiti erogati dall'Eurosistema nell'ambito delle operazioni TLTRO3, sancendo così la conclusione del programma.

A marzo del 2024 il Consiglio ha concluso il riesame dell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria, stabilendo che avrebbe continuato a regolare l'orientamento monetario mediante il tasso sui depositi (cfr. il capitolo 3 nella *Relazione annuale* sul 2023). In attuazione delle decisioni assunte in occasione del riesame, a settembre del 2024 il differenziale tra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sui depositi è stato ridotto da 50 a 15 punti base.

Le operazioni di politica monetaria

L'ammontare dei fondi erogati alle banche attraverso le operazioni di rifinanziamento è diminuito di 381 miliardi, per effetto dei rimborsi delle ultime operazioni TLTRO3, collocandosi sui minimi storici (a 29 miliardi ad aprile del 2025; tav. 3.1). Dalla fine del 2024 l'esposizione complessiva dell'Eurosistema nei confronti delle controparti di politica monetaria è composta da operazioni principali con scadenza settimanale (*Main Refinancing Operations*, MRO) e da quelle a più lungo termine di durata trimestrale (*Longer-Term Refinancing Operations,* LTRO).

Tavola 3.1

Operazioni di rifinanziamento (1)
(miliardi di euro)

	Area dell'euro			Italia		
	29.12.2023	31.12.2024	30.04.2025	29.12.2023	31.12.2024	30.04.2025
Totale (2)	410	34	29	150	23	20
di cui: TLTRO3	392	0	0	137	0	0
LTRO	3,9	17,2	13,9	2,9	11,5	9,4
MRO	14,1	17,0	15,6	9,5	11,4	11,1

Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) Consistenze alle date indicate nella tavola. – (2) Riporta il totale delle operazioni MRO, LTRO e TLTRO3.

L'ammontare dei titoli detenuti dall'Eurosistema per finalità di politica monetaria nell'ambito dei portafogli APP e PEPP, pari a 4.061 miliardi in aprile, è diminuito rispetto alla fine del 2023 di 631 miliardi (di cui 495 relativi all'APP e 136 al PEPP; tav. 3.2).

Tavola 3.2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (1)
(miliardi di euro)

VOCI	Totale (2)	*di cui:* titoli pubblici (2)	*di cui:* titoli pubblici italiani (3)	*di cui:* titoli pubblici italiani acquistati dalla Banca d'Italia (3)
APP				
Dicembre 2023	3.026	2.403	413	372
Dicembre 2024	2.673	2.125	358	326
Aprile 2025	2.531	2.022	342	311
PEPP				
Dicembre 2023	1.666	1.614	286	257
Dicembre 2024	1.609	1.558	278	250
Aprile 2025	1.530	1.482	267	241

Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) Consistenze all'ultimo giorno del mese. – (2) Valori di bilancio al costo ammortizzato. – (3) Differenza tra i valori al prezzo di acquisto e gli importi nominali dei titoli giunti a scadenza.

L'andamento delle operazioni di politica monetaria ha comportato una significativa riduzione della liquidità in eccesso detenuta dal sistema bancario (fig. 3.1.b), che

in aprile si collocava a 2.737 miliardi, 610 in meno rispetto alla fine del 2023. Tale liquidità rimane concentrata nei sistemi bancari di alcune economie dell'Europa centro-settentrionale (come Germania e Francia); in Italia si portava a 107 miliardi, in diminuzione di 63 rispetto alla fine del 2023.

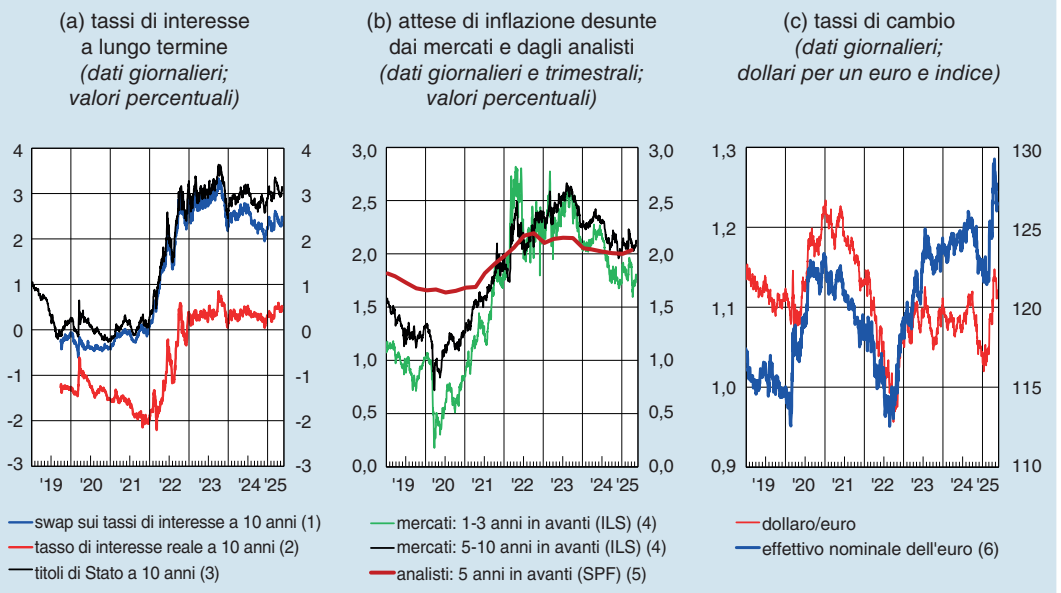
I tassi di interesse, le aspettative di inflazione e il cambio dell'euro

La riduzione dei tassi di interesse ufficiali si è trasmessa in modo ordinato al mercato monetario. I tassi a brevissimo termine sono scesi in misura analoga al tasso sui depositi presso l'Eurosistema.

I tassi di interesse privi di rischio a lungo termine, misurati sulla base dei contratti *overnight indexed swaps* (OIS), hanno registrato un andamento altalenante nel corso del 2024. Sulla scadenza decennale sono dapprima aumentati di 50 punti base, raggiungendo il 2,8 per cento in maggio, per poi diminuire progressivamente nella seconda metà dell'anno, fino a toccare il 2 per cento all'inizio di dicembre (fig. 3.2.a). Tale andamento, simile a quello osservato sulle scadenze a più breve termine, ha inizialmente riflesso effetti di spillover derivanti dall'economia statunitense e, in seguito, un progressivo deterioramento delle prospettive economiche dell'area (cfr. il riquadro: *Gli andamenti dei tassi di interesse nell'area dell'euro: determinanti e reattività alle notizie macroeconomiche*).

Figura 3.2

Tassi di interesse, attese di inflazione e tassi di cambio nell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Bloomberg, LSEG e SPF.
(1) Tasso fisso nei contratti swap indicizzati al tasso overnight (€STR) con scadenza a 10 anni, disponibile a partire da settembre 2019. – (2) Tasso fisso nei contratti swap indicizzati al tasso overnight (€STR) con scadenza a 10 anni, deflazionato con il tasso fisso nei contratti swap indicizzati all'inflazione di pari scadenza. – (3) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, greci, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi, ponderata con il PIL. – (4) Tassi di inflazione attesi, impliciti nei contratti *inflation-linked swap* (ILS), tra 1 e 3 anni in avanti e 5 e 10 anni in avanti. – (5) Aspettative di inflazione sull'orizzonte a 5 anni in avanti desunte dall'indagine trimestrale presso i previsori professionali (*Survey of Professional Forecasters*, SPF). L'ultimo dato si riferisce ad aprile 2025. – (6) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

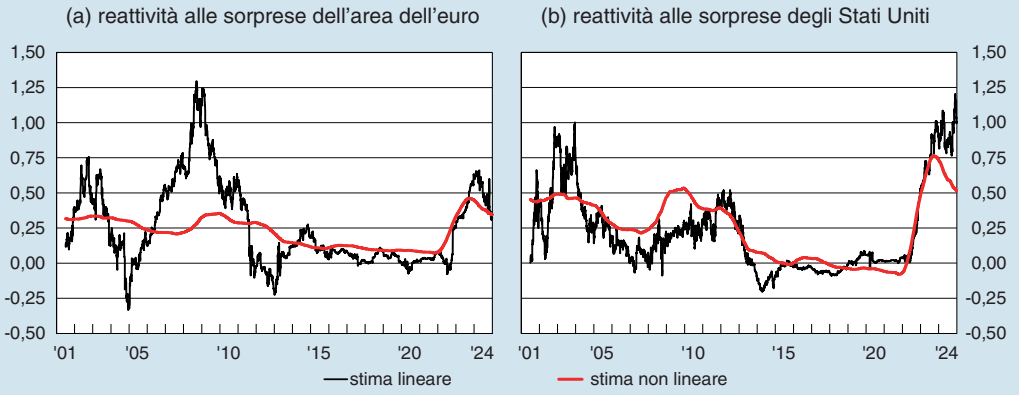
GLI ANDAMENTI DEI TASSI DI INTERESSE NELL'AREA DELL'EURO: DETERMINANTI E REATTIVITÀ ALLE NOTIZIE MACROECONOMICHE

In un contesto di elevata integrazione economica e finanziaria, i tassi di interesse dell'area dell'euro risentono delle attese sugli sviluppi macroeconomici sia dell'area sia internazionali, in particolare degli Stati Uniti. Disporre di una quantificazione accurata e tempestiva degli effetti di tali aspettative sui tassi è rilevante per la formulazione delle decisioni di politica monetaria e per la relativa comunicazione. Due recenti lavori mostrano che gli sviluppi macroeconomici negli Stati Uniti hanno avuto effetti rilevanti sui tassi di interesse dell'area, in particolare negli ultimi anni.

La prima analisi evidenzia che la reattività dei tassi di interesse privi di rischio dell'area dell'euro alle sorprese macroeconomiche relative all'area stessa e agli Stati Uniti – definite come la differenza tra i dati effettivi pubblicati e quelli attesi dagli analisti – è variata nel tempo (figura A)[1]. La reattività si è molto attenuata tra il 2014 e la metà del 2022, quando i tassi ufficiali si trovavano sul limite inferiore effettivo e la Banca centrale europea forniva indicazioni prospettiche (*forward guidance*) riguardo alla propria politica monetaria. Da luglio del 2022, quando la BCE ha avviato il ciclo di rialzo dei tassi ufficiali e, a fronte dell'ampia incertezza sull'evoluzione dell'inflazione, ha abbandonato la *forward guidance*, la reattività è aumentata notevolmente sia per le sorprese relative all'economia dell'area (figura A, pannello a), sia per quelle relative all'economia statunitense (figura A, pannello b). La stima di un modello non lineare, che esplora le possibili determinanti della reattività, suggerisce inoltre che la crescita osservata dal 2022 sia in buona parte riconducibile all'incremento dell'incertezza degli operatori riguardo ai futuri tassi ufficiali.

Figura A

Reattività dei tassi di interesse dell'area dell'euro (1)
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e LSEG.
(1) Viene riportata la reattività del tasso OIS dell'area dell'euro a 2 anni alle sorprese macroeconomiche registrate dagli indici Bloomberg. La reattività misura la variazione del tasso di interesse in punti base generata da una sorpresa macroeconomica di grandezza pari a una deviazione standard. Le linee nere indicano la stima della reattività ottenuta mediante una regressione lineare a finestra mobile di 1 anno e mezzo. Le linee rosse riportano la reattività stimata attraverso un modello non lineare, nel quale si assume che la reattività dei tassi sia guidata dall'incertezza dei mercati finanziari circa i futuri tassi ufficiali. Per approfondimenti, cfr. R. Poli e G.C. Venturi, di prossima pubblicazione, op. cit.

[1] R. Poli e G.C. Venturi, *Macroeconomic surprises and market reactions: insights into Euro area interest rates*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

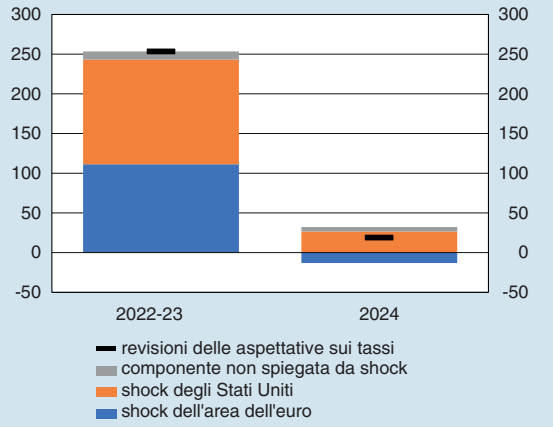
Nel 2024 la reattività dei tassi alle sorprese macroeconomiche si è mantenuta al di sopra della media storica degli ultimi 25 anni.

Il secondo lavoro esamina le aspettative sui tassi ufficiali della BCE desumibili dai mercati finanziari, che sono state caratterizzate da significative e ripetute revisioni al rialzo nel periodo compreso tra il 2022 e il 2024. Per indagare le determinanti di tali revisioni, si è stimato un modello vettoriale autoregressivo che mette in relazione le revisioni delle aspettative sui tassi con quelle delle attese di inflazione e di crescita nell'area dell'euro e negli Stati Uniti[2]. L'analisi conferma che in tale periodo gli shock provenienti dagli Stati Uniti hanno avuto un ruolo rilevante nelle revisioni delle attese sull'andamento dei tassi ufficiali della BCE, e quindi dei tassi di interesse di mercato. In particolare, nel 2022 e nel 2023, quando sia la BCE sia la Federal Reserve stavano attuando una politica monetaria restrittiva, gli shock nell'area dell'euro e quelli statunitensi hanno entrambi contribuito alle revisioni al rialzo delle aspettative (figura B). Al contrario, nel 2024 le prospettive macroeconomiche divergenti tra le due economie si sono tradotte in un contributo positivo degli shock statunitensi e in uno negativo di quelli dell'area.

Figura B

Contributo degli shock dell'area dell'euro e degli Stati Uniti alla revisione delle aspettative sui tassi ufficiali dell'area dell'euro (1)

(dati giornalieri cumulati a livello annuale; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e LSEG.
(1) Le aspettative sui tassi ufficiali sono desunte dai tassi swap OIS con scadenze coincidenti con le riunioni di politica monetaria della BCE e della Federal Reserve. Le revisioni sono calcolate secondo la metodologia riportata in L. Baldo e M. Bernardini, di prossima pubblicazione, op. cit. Il contributo degli shock dell'area dell'euro e degli shock degli Stati Uniti è ottenuto sommando i contributi degli shock di politica monetaria, di domanda e di offerta delle rispettive economie stimati in un campione di dati di mercato giornalieri tra febbraio 2022 e dicembre 2024.

[2] L. Baldo e M. Bernardini, *What drives policy rate expectations? Evidence from the post-pandemic cycle*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Sul finire del 2024 i tassi privi di rischio a lungo termine sono tornati a salire, anche nella loro componente reale, contribuendo a un inasprimento delle condizioni finanziarie. Nei primi mesi del 2025 l'aumento è stato accompagnato da una marcata volatilità, in un contesto segnato dall'annuncio di un rilevante incremento della spesa pubblica in Germania (cfr. il capitolo 2) e da crescenti tensioni commerciali connesse con la decisione degli Stati Uniti di introdurre nuovi dazi (cfr. il capitolo 1). Sulla scadenza decennale i tassi hanno raggiunto il 2,4 per cento a maggio del 2025.

L'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è stato simile a quello dei corrispondenti tassi privi di rischio (fig. 3.2.a). Si è tuttavia verificato un graduale ampliamento del differenziale di rendimento rispetto a questi ultimi, che è passato da circa 30 punti base alla fine del 2023 a circa 65 in maggio. Tale ampliamento

è prevalentemente riconducibile alla riduzione del bilancio dell'Eurosistema e ad attese di maggiori emissioni.

Le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine desunte dai mercati finanziari sono diminuite significativamente nella seconda metà del 2024 (fig. 3.2.b). Sull'orizzonte tra uno e tre anni in avanti sono scese sotto l'obiettivo di inflazione della BCE, fino a raggiungere l'1,7 per cento all'inizio di dicembre; quelle su orizzonti più lunghi si sono avvicinate alle attese a lungo termine degli analisti, rimaste saldamente ancorate all'obiettivo. Nei primi mesi del 2025 tali aspettative hanno registrato una significativa volatilità, simile a quella osservata per i tassi nominali privi di rischio. A maggio si collocavano su livelli analoghi a quelli della fine del 2024.

Il cambio dell'euro si è sensibilmente indebolito dopo l'estate, sia nei confronti del dollaro statunitense (toccando un minimo di 1,02 nei primi giorni del 2025, rispetto all'1,11 della fine del 2023), sia in termini effettivi nominali (fig. 3.2.c). Tale andamento ha risentito della robustezza della crescita economica statunitense e del peggioramento delle prospettive economiche nell'area dell'euro. A marzo e ad aprile del 2025 l'euro ha segnato un forte e rapido apprezzamento nei confronti delle principali valute, raggiungendo un picco di 1,15 rispetto al dollaro; vi hanno contribuito l'annuncio di un aumento della spesa pubblica in Germania e il generale indebolimento del dollaro legato all'intensificarsi delle tensioni commerciali. In maggio si collocava all'1,12 rispetto al dollaro.

La moneta e il credito

La trasmissione dell'allentamento monetario ai tassi attivi e passivi bancari è avvenuta secondo tempi e modalità coerenti con le esperienze precedenti (cfr. il riquadro: *La trasmissione dell'allentamento della politica monetaria nell'area dell'euro attraverso il canale bancario*). Ciò ha sostenuto la ripresa della dinamica del credito al settore privato, che è tuttavia rimasta nel complesso debole sia in prospettiva storica, sia rispetto alla crescita dell'attività economica in termini nominali. Il rapporto tra prestiti e PIL ha quindi continuato a ridursi.

LA TRASMISSIONE DELL'ALLENTAMENTO DELLA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO ATTRAVERSO IL CANALE BANCARIO

Nel corso del 2024 il costo della raccolta bancaria e quello del credito alle società non finanziarie e alle famiglie si sono ridotti significativamente, per effetto della diminuzione dei tassi ufficiali di politica monetaria iniziata in giugno. Al fine di valutare l'intensità con cui l'orientamento della politica monetaria si sta trasmettendo alle condizioni finanziarie nell'area dell'euro, il recente episodio può essere confrontato con il precedente ciclo di accomodamento monetario del biennio 2008-09 e, per quanto riguarda i tassi bancari attivi, con il complesso degli episodi di irrigidimento e di allentamento a partire dal 2003.

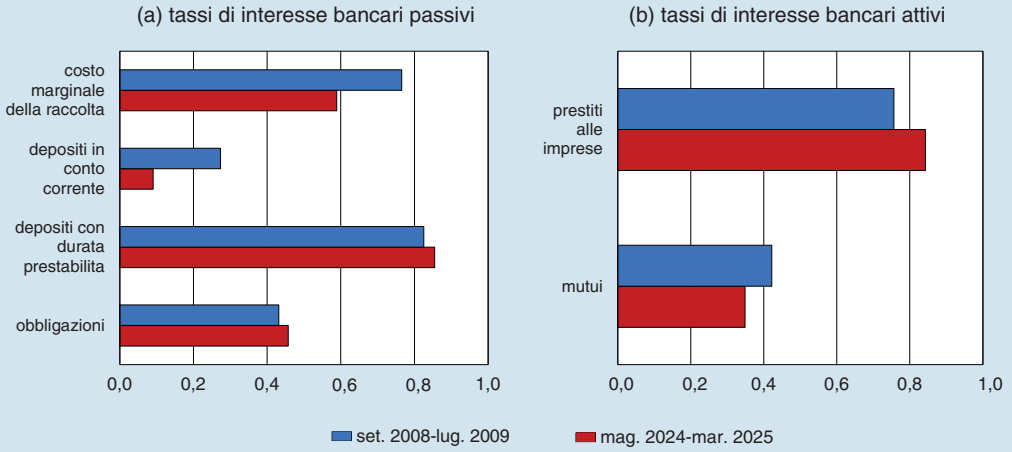
Il contesto macroeconomico e finanziario che ha contraddistinto l'episodio di riduzione dei tassi ufficiali del periodo 2008-09 era molto diverso da quello del ciclo avviato nello scorso giugno. Il primo ciclo era iniziato in risposta alla recessione che

ha seguito la crisi finanziaria globale; il secondo invece è stato preceduto dal calo dell'inflazione dopo il picco raggiunto con lo scoppio della crisi energetica.

Il taglio dei tassi ufficiali determina, in via generale, una diminuzione del costo marginale della raccolta bancaria[1]. L'entità di questo calo, misurata dal rapporto tra la variazione del costo marginale della raccolta e quella dell'€STR/Eonia dall'inizio dell'ultimo ciclo di allentamento della politica monetaria, è risultata leggermente inferiore a quella osservata nel periodo 2008-09 (figura A, pannello a). Ciò ha riflesso la contenuta riduzione dei tassi di interesse sui depositi in conto corrente, rimasti su livelli prossimi allo zero durante il ciclo di restrizione monetaria del biennio 2022-23[2], e la maggiore rilevanza di questa fonte di provvista nel passivo delle banche nel confronto storico[3]. L'intensità della trasmissione dell'allentamento monetario al costo del credito alle imprese è invece risultata leggermente più forte rispetto agli anni 2008-09 (figura A, pannello b). A questo ha contribuito la minore percezione del rischio da parte degli intermediari creditizi nella fase attuale, in un contesto di tensioni nei mercati finanziari e creditizi marcatamente più contenute[4].

Figura A

Tassi di interesse bancari passivi e attivi nell'area dell'euro
(variazioni cumulate in rapporto a quella dell'€STR/Eonia)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e LSEG.

1 Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterrebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

2 Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *La trasmissione della restrizione monetaria al costo del credito* del capitolo 3 nella *Relazione annuale* sul 2022.

3 L'intensità della trasmissione della riduzione dei tassi ufficiali alle condizioni finanziarie è stata maggiore per gli intermediari che a maggio del 2024 offrivano una remunerazione dei depositi a vista superiore all'1 per cento.

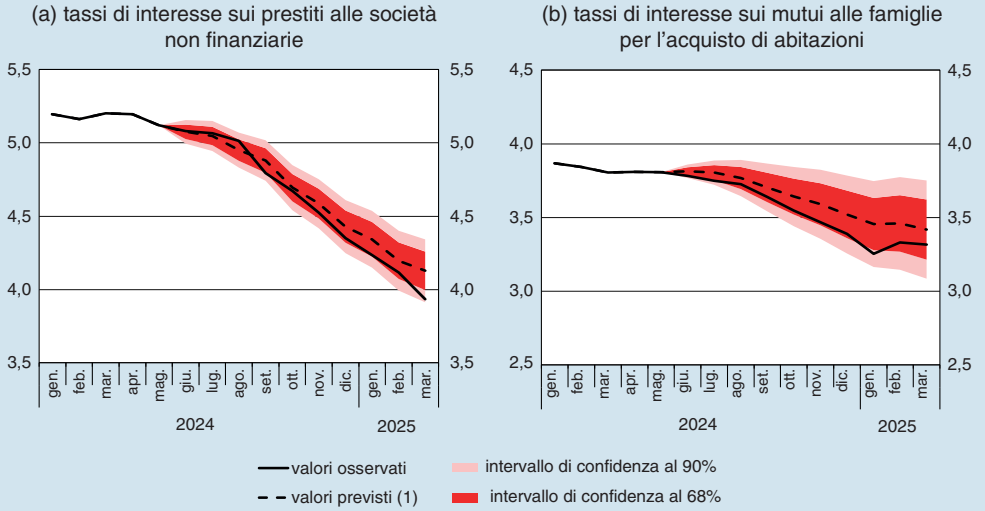
4 La percezione del rischio viene segnalata dagli intermediari che partecipano all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) come uno dei contributi alla variazione dei propri criteri di offerta. L'elevato livello di questo indicatore nel periodo 2008-09 ha verosimilmente indebolito la trasmissione dell'allentamento monetario al costo dei prestiti alle imprese. Per quanto riguarda il costo dei mutui, la trasmissione nella fase attuale risulta leggermente più debole rispetto al biennio 2008-09 principalmente per via dell'aumento del tasso di mercato di riferimento (IRS a dieci anni) nei primi mesi del 2025.

Un recente lavoro[5] confronta l'intensità della trasmissione della politica monetaria al costo del credito nella fase attuale con quella calcolata sulla base delle esperienze precedenti a partire dal 2003. Per il periodo compreso tra gennaio 2003 e maggio 2024, che include fasi sia di restrizione sia di espansione monetaria, vengono stimati due modelli vettoriali autoregressivi, uno per le società non finanziarie e uno per le famiglie, al fine di analizzare la relazione tra una misura del costo dei nuovi prestiti e un tasso di riferimento di mercato privo di rischio[6]. I modelli vengono poi utilizzati per simulare l'andamento del costo dei prestiti a partire da giugno del 2024, condizionando le previsioni all'effettivo andamento dei tassi di riferimento di mercato. Le previsioni così ottenute misurano l'evoluzione del costo dei prestiti stimata in linea con le regolarità storiche colte dai modelli, che può essere paragonata a quella effettivamente realizzatasi.

L'analisi mostra che sia per le imprese (figura B, pannello a), sia per le famiglie (figura B, pannello b) i tassi di interesse sui nuovi prestiti hanno avuto un'evoluzione essenzialmente in linea con le previsioni del rispettivo modello, indicando che l'intensità della trasmissione dell'allentamento monetario è stata coerente con le regolarità storiche. Tale aderenza riflette anche il limitato peggioramento della

Figura B

Costo del credito e previsioni basate sui tassi di riferimento di mercato
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e LSEG.
(1) La previsione è ottenuta tenendo conto dell'evoluzione effettiva del corrispondente tasso di riferimento di mercato.

5 M. Santi e S. Schiaffi, *The transmission of the easing cycle in the euro area: preliminary evidence on the credit channel*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

6 Vengono stimati due modelli vettoriali autoregressivi che incorporano una relazione di cointegrazione tra il costo dei nuovi prestiti e un tasso di riferimento di mercato. Per le imprese, il modello include l'indicatore composito del costo del credito alle società non finanziarie e l'Euribor a tre mesi; per le famiglie, il modello include l'indicatore composito del costo dei mutui per l'acquisto di abitazioni e l'IRS a dieci anni.

percezione del rischio segnalata dalle banche nei primi trimestri successivi all'inizio della fase di allentamento della politica monetaria[7].

In prospettiva, in una fase di elevata incertezza sull'andamento dell'attività economica e sull'evoluzione del contesto internazionale, un incremento della percezione del rischio da parte degli intermediari bancari potrebbe indebolire la trasmissione dell'allentamento monetario al costo del credito. Un'ulteriore attenuazione della trasmissione potrebbe derivare dagli annunci di politiche di bilancio espansive nei paesi dell'area dell'euro, per effetto dei più alti tassi di riferimento di mercato a medio e a lungo termine.

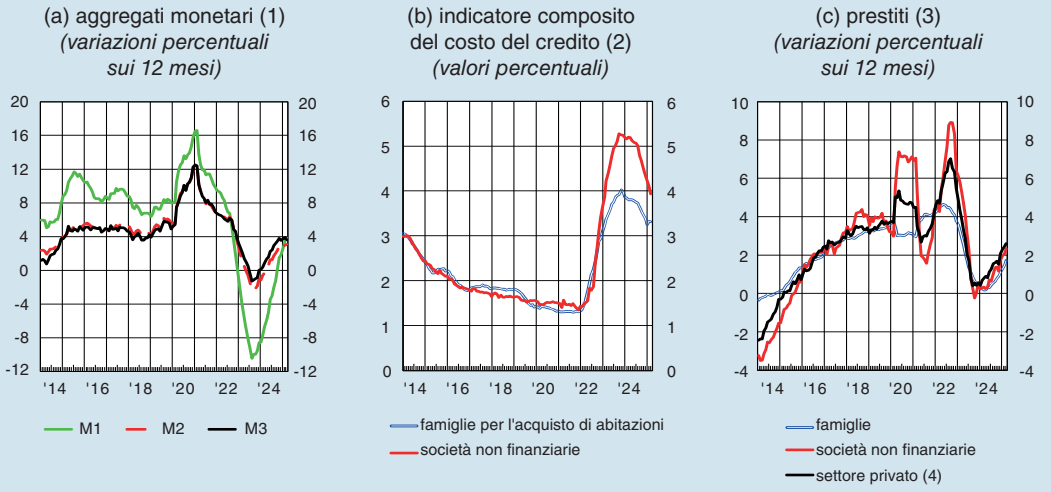
7 Un esercizio di validazione retrospettiva del modello stimato mostra che gli errori di previsione sono correlati positivamente con la variazione della percezione del rischio segnalata dalle banche nei quattro trimestri precedenti.

Tra dicembre 2023 e marzo 2025 il costo marginale della raccolta bancaria[1] è diminuito di circa 80 punti base. La riduzione è avvenuta in concomitanza con il calo dei tassi di interesse ufficiali e ha interessato tutte le principali componenti del passivo con l'eccezione dei depositi a vista, i cui rendimenti erano rimasti sostanzialmente stabili su livelli contenuti anche durante la fase di rialzo dei tassi ufficiali.

Il minore costo opportunità di detenere attività liquide ha contribuito alla ripresa dei depositi a vista, sostenendo così anche la dinamica degli aggregati monetari (fig. 3.3.a).

Figura 3.3

Costo dei prestiti e andamento degli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro
(dati mensili)



Fonte: BCE.
(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni, leggermente modificati per i prestiti a breve termine per tenere conto dei conti correnti. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Cost-of-borrowing indicators. Methodological note*. – (3) Variazioni dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (4) 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.

1 Per la modalità di calcolo del costo marginale della raccolta, cfr. la nota 1 del riquadro: *La trasmissione dell'allentamento della politica monetaria nell'area dell'euro attraverso il canale bancario.*

Dal lato delle contropartite, la crescita dell'aggregato monetario M3 ha riflesso prevalentemente l'aumento delle attività nette sull'estero e dei finanziamenti al settore privato.

L'indicatore composito del costo del credito alle società non finanziarie si è ridotto nel corso del 2024 e nei primi tre mesi del 2025 di circa 130 punti base, mentre la flessione del costo del credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, più strettamente legato agli andamenti dei tassi a lungo termine, è stata di circa 65 punti (fig. 3.3.b).

La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, anche se in ripresa, si è mantenuta nel complesso debole e rispettivamente pari al 2,3 e all'1,7 per cento sui dodici mesi terminanti in marzo (fig. 3.3.c); tali tassi di crescita restano al di sotto delle rispettive medie storiche.

Secondo le banche partecipanti all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), la dinamica dei prestiti alle imprese ha continuato a risentire della debolezza della domanda di finanziamenti, soprattutto per investimenti fissi, in un contesto in cui le politiche di offerta, già improntate alla cautela, sono state lievemente irrigidite nell'ultimo trimestre del 2024 e nel primo del 2025 per il maggiore rischio percepito dagli intermediari. Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, nello scorso anno e all'inizio di quello in corso le banche hanno segnalato un allentamento dei criteri di concessione del credito e un marcato aumento della domanda, sostenuta principalmente dalla riduzione dei tassi di interesse.

L'ECONOMIA ITALIANA

4. IL QUADRO DI INSIEME

Gli andamenti nel 2024

L'anno scorso il PIL dell'Italia, valutato a prezzi concatenati e senza correzione per le giornate lavorative, è cresciuto dello 0,7 per cento, come nel 2023 e sostanzialmente in linea con le attese di inizio anno (cfr. il riquadro: *Crescita del PIL e inflazione nel 2024: le determinanti dello scostamento tra valori realizzati e valori previsti*); all'aumento hanno contribuito in misura pressoché uguale la domanda nazionale e quella estera netta (tav. 4.1). L'espansione dei consumi delle famiglie è rimasta contenuta, mentre si è accentuata quella della spesa delle Amministrazioni pubbliche. Gli investimenti hanno fortemente decelerato, con un calo della componente dei macchinari e attrezzature. Le importazioni sono diminuite per il secondo anno consecutivo; le esportazioni invece hanno registrato un nuovo, moderato incremento.

Tavola 4.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

VOCI	Peso sul PIL nel 2024 (1)	2023			2024		
		Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)	Variazioni		Contributo alla crescita del PIL (3)
		Volumi (2)	Deflatori		Volumi (2)	Deflatori	
Risorse							
PIL	–	0,7	5,9	–	0,7	2,1	–
Importazioni di beni e servizi (4)	31,6	-1,6	-5,7	0,6	-0,7	-1,8	0,2
di cui: beni	25,0	-2,2	-8,2	0,7	-1,1	-3,2	0,3
Impieghi							
Domanda nazionale	98,2	0,1	3,2	0,1	0,4	1,6	0,4
Spesa delle famiglie residenti (5)	57,5	0,4	5,0	0,2	0,4	1,4	0,2
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	18,0	0,6	1,0	0,1	1,1	3,5	0,2
Investimenti fissi lordi	22,5	9,0	1,2	2,0	0,5	-0,2	0,1
impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	7,3	2,5	2,1	0,2	-2,6	0,3	-0,2
prodotti di proprietà intellettuale	3,0	1,9	1,1	0,1	2,6	1,7	0,1
costruzioni	12,2	15,5	0,6	1,7	2,0	-1,0	0,2
Variazione delle scorte (6)	–	–	–	-2,3	–	–	-0,2
Esportazioni di beni e servizi (7)	33,4	0,2	1,7	0,1	0,4	0,0	0,1
di cui: beni	26,9	-1,4	1,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1
Domanda estera netta	–	–	–	0,7	–	–	0,4

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

CRESCITA DEL PIL E INFLAZIONE NEL 2024: LE DETERMINANTI DELLO SCOSTAMENTO TRA VALORI REALIZZATI E VALORI PREVISTI

Nel 2024 il PIL dell'Italia corretto per i giorni lavorativi è aumentato dello 0,5 per cento, sostenuto dalla spesa delle famiglie, nonché da un contributo positivo del commercio con l'estero principalmente ascrivibile alla contrazione delle importazioni. L'inflazione al consumo è scesa in misura marcata rispetto ai livelli storicamente elevati del biennio precedente, collocandosi all'1,1 per cento nella media dell'anno.

La crescita del prodotto è stata solo di poco inferiore alle proiezioni formulate dalla Banca d'Italia alla fine del 2023[1]. L'inflazione è stata invece significativamente più contenuta. Il modello trimestrale dell'economia italiana[2] permette di valutare i contributi dei diversi fattori che hanno determinato uno scostamento tra gli andamenti effettivi e quelli previsti (tavola).

Tavola

Revisioni rispetto alle previsioni e contributi delle principali determinanti
(tassi di crescita annuali e punti percentuali)

VOCI	Crescita del PIL	Inflazione armonizzata (1)
Consuntivo del 2024 (2)	0,5	1,1
Previsione a dicembre del 2023 (2)	0,6	1,9
Differenza (3)	-0,1	-0,8
di cui: condizioni iniziali	0,2	-0,2
tassi di interesse e di cambio	0,1	0,0
domanda estera e prezzi internazionali	-0,3	-0,1
prezzi delle materie prime	0,1	-0,4
dinamica salariale	0,0	-0,2
altri fattori (4)	-0,1	0,0

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA). – (2) Valori concatenati; tassi di crescita calcolati sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (3) I contributi alle revisioni del PIL e dell'inflazione sono ricavati stimando gli effetti delle variazioni negli andamenti di ciascun fattore indicato in riga, rispetto a quanto ipotizzato nel quadro previsivo predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema pubblicato a dicembre del 2023. – (4) Include la componente dell'errore di previsione non spiegata né dalle condizioni iniziali, né dagli andamenti delle principali determinanti incluse nel modello econometrico. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

La dinamica del PIL nell'ultimo trimestre del 2023 è stata più favorevole di quanto stimato sulla base delle informazioni disponibili nel momento in cui sono state formulate le previsioni, determinando un maggiore effetto di trascinamento sulla

1 Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 15 dicembre 2023.

2 Una descrizione delle caratteristiche generali e delle principali equazioni del modello trimestrale dell'economia italiana è contenuta in G. Bulligan, F. Busetti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

crescita del prodotto nel 2024[3]. Un ulteriore contributo positivo è derivato da tassi di interesse e da prezzi delle materie prime più bassi rispetto alle ipotesi sottostanti al quadro previsivo.

L'attività economica ha invece risentito di un contesto internazionale meno favorevole delle attese, sia per una minore crescita della domanda estera di beni e servizi italiani, sia per un più forte rallentamento dei prezzi dei nostri concorrenti sui mercati internazionali, che si sono riflessi in un andamento più contenuto delle esportazioni. Inoltre, la rimodulazione temporale di alcune misure del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) ha determinato uno stimolo all'attività meno intenso di quanto previsto.

Nel 2024 l'inflazione al consumo è risultata inferiore di 0,8 punti percentuali rispetto alle stime di dicembre 2023. Metà dello scostamento è riconducibile a una dinamica dei prezzi delle materie prime ben più moderata di quanto ipotizzato. In particolare, il prezzo del gas naturale è stato inferiore di circa il 30 per cento a quello desumibile dagli andamenti di mercato osservati alla fine di novembre del 2023, sui quali erano basate le proiezioni. Un ulteriore contributo di 0,2 punti percentuali all'errore sull'inflazione è derivato da un aumento delle retribuzioni meno marcato del previsto.

3 In particolare la crescita nel 2024 già acquisita alla fine del 2023 – ossia la crescita che si sarebbe realizzata qualora il PIL fosse rimasto per tutto lo scorso anno sul livello raggiunto nell'ultimo trimestre del 2023 – è stata superiore di 2 decimi di punto a quella implicita nelle previsioni del dicembre 2023.

Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è cresciuto dello 0,5 per cento; l'aumento ha riguardato tutte le aree del Paese (cfr. il riquadro: *Le recenti evoluzioni dei divari tra Centro Nord e Mezzogiorno*). L'attività ha ristagnato nell'industria in senso stretto (cfr. il riquadro: *L'impatto del costo dell'energia sul settore industriale*) e ha rallentato nelle costruzioni e nei servizi; ciò a seguito, rispettivamente, del netto ridimensionamento del sostegno connesso con gli incentivi fiscali per l'edilizia residenziale e dell'affievolirsi dell'impulso dei comparti a elevata interazione sociale (ad es. turismo e ristorazione) dovuto alla forte ripresa post-pandemica.

LE RECENTI EVOLUZIONI DEI DIVARI TRA CENTRO NORD E MEZZOGIORNO

Dopo essere cresciuto meno che nel resto del Paese tra l'inizio degli anni duemila e la pandemia[1], il PIL è aumentato nel Mezzogiorno in misura maggiore rispetto al Centro Nord tra il 2019 e il 2023 (5,9 a fronte di 3,4 per cento). Nel 2024, secondo l'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER)[2] elaborato dalla Banca d'Italia, la dinamica sarebbe stata simile nelle due aree (0,9, contro 0,7 per cento).

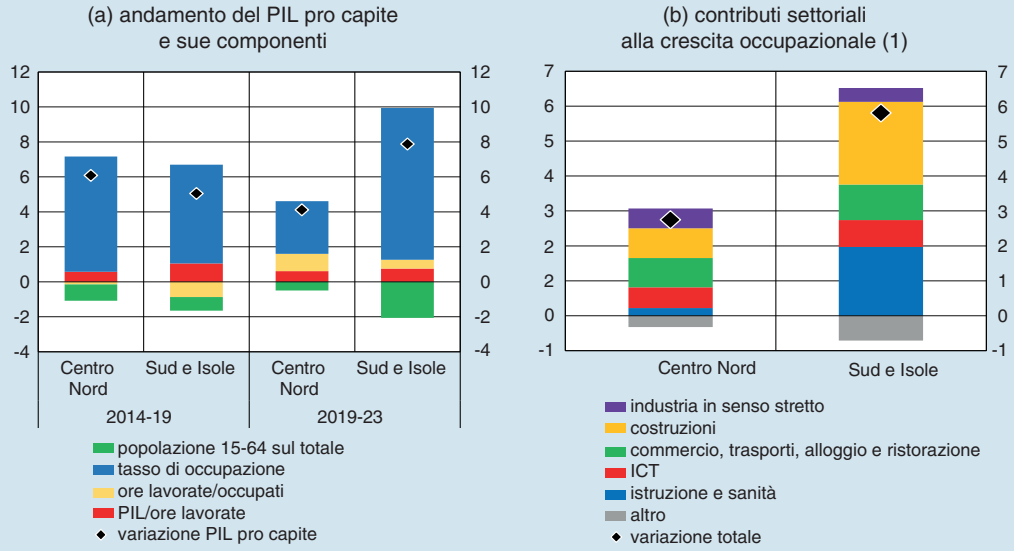
1 A. Accetturo, G. Albanese, R. Torrini, D. Depalo, S. Giacomelli, G. Messina, F. Scoccianti e V.P. Vacca, *Il divario Nord-Sud: sviluppo economico e intervento pubblico*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 25, 2022.

2 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.

In termini pro capite, nel 2023 il prodotto del Mezzogiorno era poco meno del 57 per cento di quello del Centro Nord, quasi 2 punti percentuali in più di quanto osservato nel periodo pre-pandemico. Alla riduzione del divario ha contribuito in particolar modo l'espansione occupazionale, che ha più che compensato il peggiore andamento demografico nel meridione (figura A, pannello a). Secondo nostre elaborazioni[3], il lieve aumento della produttività del lavoro, che ha sostenuto il PIL pro capite in maniera analoga nelle due aree, sarebbe stato determinato dall'evoluzione positiva della produttività totale dei fattori; nel Sud e nelle Isole questa ha più che supplito alla diminuzione dell'intensità di capitale, che invece è rimasta invariata nel resto del Paese.

Figura A

Crescita del PIL pro capite e dell'occupazione
(variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat, *Conti economici territoriali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti territoriali: ricostruzione alla luce della revisione generale dei conti nazionali*; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Variazione nel periodo 2019-23. I gruppi si riferiscono alle sezioni Ateco B-E (industria in senso stretto), F (costruzioni), G-I (commercio, trasporti, alloggio e ristorazione), J (ICT), P-Q (istruzione e sanità). La categoria residuale altro raggruppa tutti i restanti settori.

L'incremento dell'occupazione nel meridione tra il 2019 e il 2023 è riconducibile al comparto delle costruzioni, che ha beneficiato dei generosi incentivi per la riqualificazione edilizia, nonché ai servizi di istruzione e sanità, anche a seguito dell'allentamento dei vincoli di bilancio per l'assunzione di nuovo personale (figura A, pannello b); gli effetti di queste politiche sono stati meno marcati al Centro Nord, sia in ragione dei tassi di crescita più moderati dei comparti interessati, sia perché questi ultimi pesano meno sull'occupazione dell'area. In tutto il Paese è stato molto ampio l'apporto del settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT). Nel Sud e nelle Isole i lavoratori in

[3] Per approfondimenti, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: scomposizione della crescita della produttività del lavoro*.

tale comparto sono aumentati del 50 per cento (22,5 nel resto del Paese), giungendo a rappresentare il 2,2 per cento del totale, una quota tuttavia ancora significativamente più bassa rispetto al Centro Nord (3,7); tale andamento è stato trainato da tre aree urbane particolarmente dinamiche (Napoli, Bari, Catania), che impiegano circa la metà degli addetti del settore ICT nel Mezzogiorno.

Nel 2024 l'espansione occupazionale è proseguita a tassi più elevati nel Sud e nelle Isole che nel resto del Paese (2,2 per cento, a fronte di 1,2; cfr. il capitolo 7).

Nel periodo 2019-23 anche le esportazioni del Mezzogiorno, che costituiscono poco più di un decimo di quelle nazionali, hanno mostrato segnali di vitalità, crescendo di circa il 15 per cento in termini reali, più del doppio che nel resto dell'Italia. L'aumento è stato determinato in larga parte dal comparto farmaceutico campano[4] e da quello dei prodotti petroliferi siciliano, settori fortemente dipendenti da pochi grandi stabilimenti. Nel 2024 le esportazioni sono diminuite ovunque, meno intensamente al Centro Nord. L'esposizione diretta delle due aree del Paese alle tensioni commerciali con gli Stati Uniti è pressoché analoga: in entrambi i casi le vendite verso tale mercato incidono per circa il 10 per cento sulle esportazioni totali e sono concentrate nei settori dei macchinari, della farmaceutica e, soprattutto per il Mezzogiorno, degli alimentari.

La struttura produttiva ha mostrato segnali di rafforzamento: la riduzione della quota di addetti delle microimprese (0-9 addetti) è proseguita in tutte le aree anche tra il 2019 e il 2022 (ultimo anno per il quale sono disponibili dati aggiornati), come nel periodo pre-pandemico. Al Centro Nord è cresciuto maggiormente il peso delle grandi imprese (con almeno 250 addetti); nel Sud e nelle Isole, dove l'incidenza delle microimprese rimane comunque quasi 20 punti più elevata che nel resto del Paese, è aumentata soprattutto la rilevanza delle aziende piccole e medie (figura B, pannello a).

Indicazioni positive emergono soprattutto dal netto miglioramento delle condizioni economico-finanziarie delle imprese meridionali (figura B, pannello b). Il grado di indebitamento (leverage) è sceso sotto i livelli del Centro Nord e la redditività operativa ha continuato a crescere, beneficiando anche dell'effetto delle misure di decontribuzione sul costo del lavoro (decontribuzione Sud)[5]. Ciò si è riflesso in una riduzione significativa del divario territoriale del costo del credito per le imprese: il differenziale del tasso annuo effettivo (TAE) per i prestiti connessi con esigenze di liquidità è sceso a circa un punto percentuale nel dicembre 2024, da 1,63 nello stesso mese del 2019.

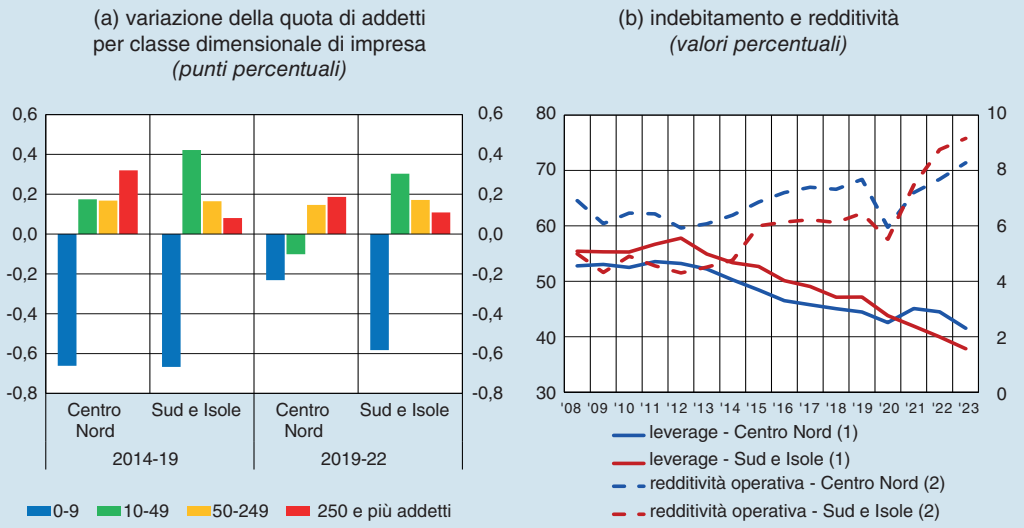
---

4 I flussi dell'industria farmaceutica sono caratterizzati dall'elevata incidenza delle lavorazioni in conto terzi (*processing*) e delle transazioni effettuate da partite IVA non residenti sul territorio italiano; entrambi i fenomeni sono inclusi nelle statistiche di commercio estero, utilizzate per le stime riportate nel riquadro, ma non in quelle di contabilità nazionale. Di conseguenza lo stimolo del comparto alla crescita delle esportazioni complessive di beni dell'Italia è più contenuto secondo i dati di contabilità nazionale (cfr. il riquadro: *L'andamento delle esportazioni dell'Italia nell'ultimo quinquennio e le loro prospettive* del capitolo 9).

5 Nostre analisi preliminari indicano che tali misure non hanno avuto un impatto significativo sull'occupazione e sui salari delle imprese meridionali; esse hanno tuttavia generato risparmi sul costo del lavoro, che si sono tradotti in un miglioramento della redditività; cfr. G. Albanese, E. Ciani, G. Macci, G. Mendicino e A. Petrella, *The effects of a large place-based reduction of employer's contributions: the case of Decontribuzione Sud*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura B

Trasformazioni della struttura produttiva e situazione economico-finanziaria delle imprese



Fonte: per il pannello (a), Istat; per il pannello (b), elaborazioni su dati Cerved.
(1) Rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi e del patrimonio netto. – (2) Rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e attivo. Scala di destra.

L'ampia differenza che tuttora permane nel tasso di occupazione tra Mezzogiorno e Centro Nord (20 punti percentuali in meno, circa 25 per le donne) indica che, per favorire la convergenza con il resto del Paese, occorrerà includere nel mercato del lavoro meridionale larghe fasce di popolazione, spesso caratterizzate da bassi livelli di qualifiche ed esperienza. Affinché la produttività non si deteriori sarà necessaria un'espansione del livello di capitale. Nostre stime indicano che, tenendo conto anche delle tendenze demografiche, una crescita del tasso di occupazione nel Sud e nelle Isole di 10 punti percentuali entro il 2030 – tale da dimezzare il divario attuale nei confronti del Centro Nord – richiederebbe l'impiego di circa 750.000 lavoratori in più; per mantenere ai valori attuali l'intensità di capitale, quest'ultimo dovrebbe aumentare di oltre 200 miliardi di euro[6].

Il miglioramento delle condizioni di contesto (cfr. il riquadro: *Un indicatore della qualità del contesto istituzionale* del capitolo 11) e il rafforzamento economico-finanziario delle imprese potrebbero agevolare, insieme ad alcune politiche di sostegno[7], l'irrobustimento degli investimenti privati nel Mezzogiorno. A tali fattori si aggiungono le ingenti risorse pubbliche già stanziate per la spesa in conto capitale, come i fondi residui del PNRR, del relativo piano nazionale complementare e quelli delle politiche di coesione, stimabili in quasi 170 miliardi da utilizzare entro la fine del decennio.

6 A. Accetturo, E. Ciani, S. Mocetti e A. Petrella, *Le prospettive di sviluppo dell'economia meridionale*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

7 Tra queste, un contributo potrebbe provenire dalle agevolazioni previste per la Zona economica speciale (ZES) unica, istituita a partire dal 1° gennaio 2024. I dati attualmente a disposizione sono ancora insufficienti per valutarne l'impatto; sulla base di indicazioni preliminari, la sua introduzione avrebbe coinciso con un incremento degli investimenti di importi elevati nel Mezzogiorno.

L'IMPATTO DEL COSTO DELL'ENERGIA SUL SETTORE INDUSTRIALE

Tra il 2021 e il 2022 il prezzo del gas naturale in Europa è aumentato notevolmente. All'inizio del biennio la ripresa economica post-pandemica e un calo nella produzione di energia da altre fonti hanno sospinto la domanda di gas. Nella seconda metà del 2021 si è inoltre notevolmente compressa l'offerta con la drastica riduzione delle esportazioni dalla Russia verso l'Unione europea. Nel 2022, in seguito all'invasione russa dell'Ucraina, i prezzi hanno raggiunto livelli senza precedenti, con punte molto elevate durante l'estate. Per far fronte a questa situazione la UE e i paesi membri hanno approvato una serie di misure volte sia a contenere i prezzi dell'energia, sia a ridurre progressivamente la dipendenza dalle forniture russe.

L'economia italiana si è trovata in condizioni di particolare fragilità, perché fortemente dipendente dalle importazioni di gas per il consumo diretto e per la produzione di energia elettrica. Già prima della crisi i prezzi dell'elettricità in Italia erano superiori a quelli medi degli altri principali paesi europei, anche a causa di un maggiore peso della tassazione. Mentre i prezzi pagati dalle imprese con consumi elevati erano in linea con la media europea, lo svantaggio era consistente per le imprese con consumi energetici più contenuti, che risentivano di imposte e oneri piuttosto alti e di un minore potere di mercato nella negoziazione con i fornitori.

A fronte degli ingenti e repentini rincari di gas ed elettricità all'ingrosso, l'impatto sui prezzi al dettaglio per le imprese si è manifestato in modo graduale, grazie alla precedente diffusione fra le aziende di contratti a prezzo fisso per la fornitura di energia[1]. Tale impatto è stato inoltre attenuato dalle misure di sostegno pubblico[2], quali ad esempio l'azzeramento degli oneri di sistema[3]. Tra il 2019 e il 2022, a seguito di un incremento del prezzo al dettaglio dell'energia elettrica pari all'81 per cento, il differenziale di prezzo pagato dalle imprese italiane rispetto alla media europea si è ampliato.

L'impatto complessivo dei rincari energetici sui costi delle imprese dipende da tre fattori: (a) l'incidenza degli acquisti di energia sui costi totali di produzione; (b) il grado di sostituibilità dell'energia con altri input; (c) l'intensità energetica dei beni intermedi acquistati dai fornitori. Tenendo conto di tutti questi elementi, nostre analisi indicano che durante il biennio 2021-22 l'incremento dei prezzi dell'energia ha determinato una crescita dei costi di produzione nella manifattura compresa tra il 4 e il 5 per cento[4]. L'aumento è stato sostanzialmente più rilevante nei settori ad alta intensità energetica (9,5 per cento; 3 negli altri comparti della manifattura).

---

1 M. Alpino, L. Citino e A. Frigo, *The effects of the 2021 energy crisis on medium-sized and large industrial firms: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 776, 2023; cfr. anche il riquadro: *L'impatto della crisi energetica sulle imprese industriali italiane con almeno 50 addetti* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2022.

2 Elaborazioni sulle valutazioni ufficiali contenute negli atti parlamentari indicano che nel triennio 2021-23 le misure dedicate alle imprese hanno previsto uno stanziamento complessivo pari a 32,7 miliardi. Le aziende hanno beneficiato anche degli interventi destinati a tutti i consumatori di energia.

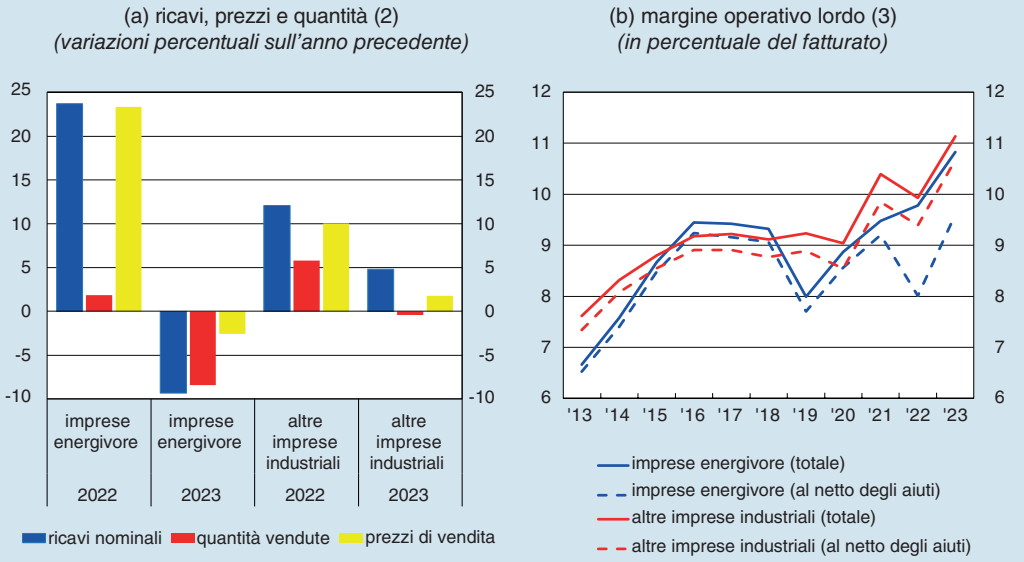
3 Gli oneri di sistema rappresentano una componente della bolletta che serve a coprire i costi delle attività di interesse generale per il sistema energetico.

4 Si ipotizza che i margini di profitto rimangano costanti al variare della struttura dei costi e dunque che i maggiori costi si trasferiscano sul prezzo dei beni prodotti.

I consumi energetici delle imprese sono altamente concentrati, anche all'interno dei settori. Nel 2019 poco meno di 4.000 aziende energivore[5] (su circa 130.000 industriali)[6] assorbivano circa il 18 e il 15 per cento dei consumi rispettivamente di elettricità e di gas naturale dell'intero Paese. Nonostante l'elevata esposizione allo shock, queste imprese sono riuscite a preservare la propria redditività: nel 2022 hanno trasferito i rincari dell'energia sui prezzi di vendita (incrementandoli del 23 per cento, circa il doppio rispetto alle altre imprese industriali; figura, pannello a), mantenendo sostanzialmente invariate le quantità vendute. Il rapporto tra margine operativo lordo e fatturato è leggermente aumentato (da 9,5 a 9,8 per cento)[7]; sarebbe sceso di 1,5 punti percentuali in assenza delle misure di supporto[8] introdotte per mitigare l'incremento dei costi di produzione (figura, pannello b). Nel 2023 i prezzi di vendita sono diminuiti meno dei costi di produzione, che

Figura

Indicatori di performance delle imprese (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*) e Cerved.
(1) Sono escluse dall'analisi la fabbricazione di derivati dalla raffinazione del petrolio e dai combustibili fossili, l'estrazione di petrolio e gas naturale, e la fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata. – (2) Le medie sono pesate per il valore dei ricavi dell'anno precedente. – (3) Gli aiuti includono solo i contributi in conto esercizio, ossia le agevolazioni pubbliche finalizzate a coprire le spese correnti.

5 Si tratta delle imprese elettrivore e gasivore individuate sulla base dei criteri indicati dal DM 21 dicembre 2017 e dal DM 541/2021. I requisiti per l'inclusione nelle categorie riguardano: (a) il valore assoluto del consumo di energia elettrica (o di gas); (b) l'incidenza della spesa energetica (o per il gas) sia sul fatturato sia sul valore aggiunto; (c) l'appartenenza a determinati settori particolarmente esposti alla concorrenza internazionale.

6 Sono escluse le imprese industriali che svolgono le seguenti attività: fabbricazione di prodotti derivati dalla raffinazione del petrolio e dai combustibili fossili, estrazione di petrolio e gas naturale e fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata.

7 Per maggiori dettagli, cfr. M. Alpino e L. Citino, *Energy shocks and corporate resilience: evidence from energy-intensive firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

8 All'interno di questo computo sono inclusi unicamente gli aiuti che le imprese riportano nei propri bilanci tra i contributi in conto esercizio. Sono esclusi gli sconti che si applicano direttamente in bolletta, quali l'azzeramento degli oneri o la riduzione dell'IVA.

hanno beneficiato del calo del costo dell'energia. I margini sono quindi cresciuti ulteriormente (10,8 per cento; 9,6 al netto degli aiuti), ma il calo delle quantità vendute (-8,4 per cento) ha inciso sui profitti totali, che si sono attestati su livelli comunque superiori a quelli pre-pandemici.

Nel 2024 i prezzi dell'energia elettrica pagati dalle imprese italiane si sono drasticamente ridotti rispetto al picco della crisi, pur rimanendo più elevati rispetto al 2019 e alla media UE. Se si allineassero a quelli sostenuti dalle altre imprese europee, i costi di produzione nella manifattura sarebbero inferiori dell'1 per cento.

La domanda interna. – I consumi delle famiglie hanno continuato a crescere con intensità analoga all'anno precedente (0,4 per cento). Il reddito disponibile delle famiglie consumatrici è aumentato del 2,7 per cento a valori correnti e, grazie alla forte riduzione dell'inflazione, anche il potere d'acquisto è salito, portandosi all'1,3 per cento (dopo la leggera contrazione del biennio precedente). La cautela nelle decisioni di spesa delle famiglie ha determinato un incremento della propensione al risparmio, al 9,0 per cento in media d'anno.

Gli investimenti fissi lordi hanno fortemente rallentato, allo 0,5 per cento (dal 9,0), con dinamiche eterogenee fra le principali componenti. Quelli in costruzioni hanno continuato a crescere (2,0 per cento), sebbene in forte decelerazione rispetto allo scorso anno (15,5 per cento). All'ulteriore espansione della spesa per opere non residenziali, che ha beneficiato dell'attuazione dei progetti del PNRR (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*), si è contrapposto il calo per il comparto residenziale, dovuto soprattutto al netto ridimensionamento delle agevolazioni legate al Superbonus. Gli investimenti in beni strumentali sono diminuiti del 2,6 per cento, risentendo del deterioramento delle prospettive di domanda. Erano saliti cumulativamente nel precedente quadriennio di quasi il 25 per cento, anche in seguito alle favorevoli condizioni di finanziamento stabilite fino al 2022 e agli incentivi del piano Transizione 4.0.

LO STATO DI ATTUAZIONE DEL *PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA*

Per il PNRR l'Italia ha finora ricevuto 122,1 miliardi di euro (di cui 46,4 sotto forma di sovvenzioni), pari al 62,8 per cento delle risorse totali. Nel confronto con gli altri Stati membri dell'Unione europea, il nostro paese è il quinto sia per quota di pagamenti incassati sia per quota di traguardi e obiettivi completati, dopo Francia, Danimarca, Estonia e Germania, i cui piani sono peraltro di entità complessiva molto inferiore[1].

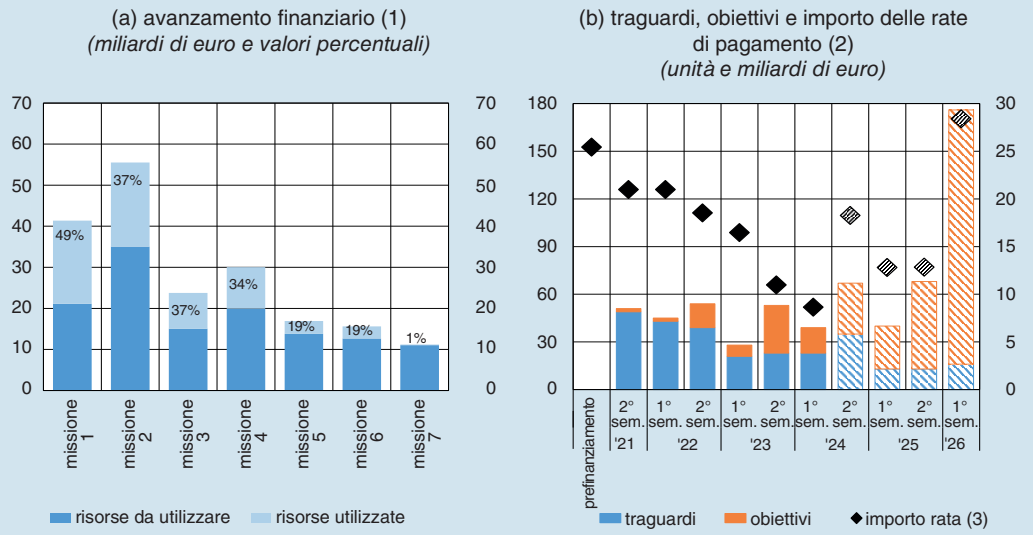
La richiesta di pagamento della settima rata da 18,2 miliardi, relativa ai 67 traguardi e obiettivi da raggiungere nel secondo semestre del 2024, è in corso di valutazione da parte della Commissione europea.

[1] La dotazione di risorse ammonta a 40,3 miliardi per la Francia, a 30,3 per la Germania, a 1,6 per la Danimarca e a un miliardo per l'Estonia.

Secondo le informazioni contenute nella sesta Relazione sullo stato di attuazione del PNRR, al 28 febbraio 2025 le risorse utilizzate erano pari a 65,7 miliardi (poco più della metà dei pagamenti ricevuti). Oltre il 40 per cento di tale importo è riferito ad agevolazioni fiscali – per loro natura fruibili in tempi inferiori rispetto a quelli della realizzazione di opere pubbliche – e riguarda principalmente i fondi impiegati per finanziare il programma Transizione 4.0 e l'Ecobonus per l'efficienza energetica. Lo stato di avanzamento finanziario risulta di conseguenza superiore alla media per le missioni 1 (digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo) e 2 (rivoluzione verde e transizione ecologica; figura A, pannello a), nelle quali ricadono le due misure. In base alle informazioni contenute nel *Documento di finanza pubblica 2025*, una parte delle risorse (poco più di 12 miliardi) dovrebbe essere impiegata oltre il termine del Piano, ossia dopo giugno 2026, senza pregiudicare il raggiungimento dei relativi traguardi e obiettivi[2].

Figura A

Progressi del PNRR



Fonte: portale Italia Domani e Presidenza del Consiglio dei ministri, *Sesta relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*.
(1) Dati aggiornati al 28 febbraio 2025. Le percentuali rappresentano la quota delle risorse utilizzate sul totale assegnato a ciascuna missione. Missione 1: digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo; missione 2: rivoluzione verde e transizione ecologica; missione 3: infrastrutture per una mobilità sostenibile; missione 4: istruzione e ricerca; missione 5: inclusione e coesione; missione 6: salute; missione 7: *REPowerEU*. – (2) I traguardi (o *milestones*) sono risultati di natura qualitativa, gli obiettivi (o target) hanno natura quantitativa. Dal loro raggiungimento dipende l'erogazione delle rate semestrali. Le barre e i rombi sfumati si riferiscono a risultati ancora non validati dalla Commissione europea e a rate ancora non incassate. – (3) Scala di destra.

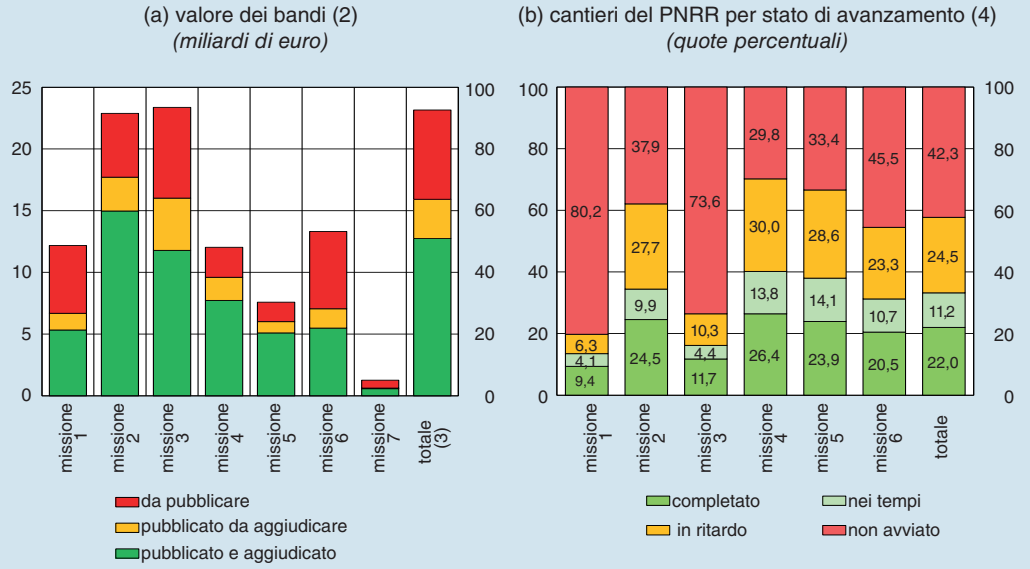
L'utilizzo ancora contenuto delle risorse del PNRR riflette sia alcune difficoltà nell'avvio degli investimenti, sia il profilo temporale delle misure del Piano, che nei primi anni di applicazione prevedeva in prevalenza azioni connesse con interventi normativi. Le rate finali prefigurano il conseguimento di obiettivi quantitativi legati alla realizzazione di opere pubbliche (figura A, pannello b), caratterizzati da un grado di difficoltà crescente.

2 Ad esempio, gli obiettivi riferiti all'assegnazione di borse di studio universitarie sono stati conseguiti secondo le scadenze stabilite, ma le relative risorse continueranno a essere erogate anche oltre l'orizzonte di applicazione del Piano.

Secondo nostre elaborazioni basate su dati del portale Italia Domani e dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC), le risorse del PNRR gestite da soggetti attuatori pubblici che potrebbero richiedere una gara d'appalto ammontano a quasi 93 miliardi[3]; alla fine del 2024 per circa il 70 per cento di tale importo erano stati emanati i relativi bandi (figura B, pannello a). L'avanzamento è maggiore per le missioni 2 (rivoluzione verde e transizione ecologica), 4 (istruzione e ricerca) e 5 (inclusione e coesione). Quasi l'80 per cento delle gare pubblicate (per un totale di circa 50 miliardi) è stato aggiudicato. Il sottoinsieme degli appalti banditi per opere pubbliche corrisponde a 45 miliardi, l'85 per cento dei quali è stato affidato al soggetto esecutore.

Figura B

Aggiudicazione dei bandi e progresso dei cantieri (1)



Fonte: elaborazioni su dati ANAC, Italia Domani e Commissione nazionale paritetica per le Casse edili (CNCE EdilConnect).
(1) Missione 1: digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo; missione 2: rivoluzione verde e transizione ecologica; missione 3: infrastrutture per una mobilità sostenibile; missione 4: istruzione e ricerca; missione 5: inclusione e coesione; missione 6: salute; missione 7: *REPowerEU*. – (2) Dati riferiti al 31 dicembre 2024. – (3) Scala di destra. – (4) Stato di avanzamento a marzo 2025 in base al numero dei cantieri riferiti a bandi pubblicati a partire da novembre 2021 e già aggiudicati. Non si riporta la missione 7 (*REPowerEU*), per via del numero attualmente esiguo dei relativi bandi aggiudicati.

Considerando anche le informazioni fornite dalle Casse edili, a marzo del 2025 il 58 per cento delle gare per lavori pubblici aggiudicate aveva avviato o terminato la fase esecutiva (figura B, pannello b)[4]. In particolare, i lavori si erano conclusi per due quinti dei cantieri avviati; tra quelli ancora aperti, quasi il 70 per cento sarebbe in

[3] La pubblicazione di una gara di appalto non è un requisito necessario per l'impiego di questi fondi, poiché il soggetto attuatore potrebbe, ad esempio, avvalersi di accordi quadro o di scorte di materiali preesistenti.

[4] È possibile monitorare la fase esecutiva solo per i lavori pubblici banditi dal novembre 2021. A marzo 2025 i bandi per le opere finanziate o cofinanziate dal PNRR erano quasi 31.000, ossia il 92 per cento del numero totale di gare riferite al Piano (l'88 per cento degli importi).

ritardo rispetto ai tempi stimati[5]. Per alcuni programmi le opere avviate sono tuttavia in numero superiore a quanto richiesto per il conseguimento dei relativi traguardi e obiettivi; pertanto il mancato completamento di alcune di esse non dovrebbe pregiudicare il raggiungimento dei risultati previsti.

Le difficoltà sono maggiori per le opere di più grande dimensione: considerando i bandi con valore al di sopra di 5 milioni di euro (il 5 per cento delle gare pubblicate), solo il 2 per cento dei cantieri era concluso e circa l'80 di quelli in corso risultava in ritardo. L'avvio della fase esecutiva appare più lento nelle missioni 1 (digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura) e 3 (infrastrutture per una mobilità sostenibile).

Per fare fronte ai ritardi accumulati nella realizzazione delle opere, nonché ad altre circostanze che determinerebbero il completamento solo parziale di alcune misure, il Governo ha annunciato di voler presentare alla Commissione europea una nuova proposta di modifica del PNRR[6]; ne potrebbero derivare variazioni dei risultati da conseguire, e quindi degli importi delle rimanenti rate di finanziamento semestrali. Oltre alle opere, entro giugno del 2026 sarà necessario attuare alcune riforme previste dal Piano, come quella del federalismo fiscale, e raggiungere gli obiettivi quantitativi collegati ai provvedimenti già adottati (ad es. in materia di giustizia; cfr. il capitolo 11).

---

5 Per i cantieri avviati e non ancora completati, si calcola lo stato di avanzamento dei lavori (SAL) come rapporto tra il costo del lavoro effettivo (osservato nell'ultimo mese per il quale sono disponibili i dati) e quello previsto per il completamento del cantiere. L'identificazione dei cantieri in ritardo si ricava dal confronto tra il SAL misurato e quello che si sarebbe dovuto osservare se l'utilizzo della manodopera avesse seguito una dinamica non lineare caratteristica del ciclo di vita di un cantiere (stimata a partire da dati storici sul progresso delle opere pubbliche).

6 Dall'avvio del programma *Next Generation EU*, tutti gli Stati membri hanno modificato almeno una volta il proprio piano. Ad esempio, finora il Consiglio della UE ha approvato quattro revisioni del piano per l'Italia e la Spagna, tre per la Germania, una per la Francia. Tali modifiche possono riguardare la correzione di errori materiali, la riformulazione di traguardi e obiettivi oppure la rimodulazione di alcuni interventi, allorché emergano circostanze oggettive che ne impediscono l'attuazione.

La domanda estera netta. – Le esportazioni sono cresciute dello 0,4 per cento, sostenute dai servizi che hanno più che compensato il modesto calo dei beni. L'incremento dei primi è dovuto per quasi la metà alle entrate del settore turistico e per il resto ai servizi alle imprese (finanziari, professionali e di trasporto). La dinamica nella componente dei beni è stata invece eterogenea fra settori. Sulla base dei dati di commercio estero, le esportazioni sono aumentate nell'industria agroalimentare, nella farmaceutica e nella chimica, a fronte di una marcata riduzione delle vendite di autoveicoli.

Le importazioni sono diminuite dello 0,7 per cento, in connessione con la debolezza sia degli investimenti fissi lordi sia delle esportazioni. La bilancia turistica ha fornito un contributo positivo all'espansione del PIL (1,0 per cento), come nello scorso anno. La posizione estera netta è cresciuta, portandosi a 335 miliardi di euro alla fine del 2024 (15,3 per cento del prodotto). Il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è risultato in avanzo e pari all'1,1 per cento del PIL, un valore superiore a quello del 2023 di un punto percentuale; il miglioramento è dipeso soprattutto dal saldo delle merci, anche per il minore disavanzo della bilancia energetica.

I conti pubblici. – Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche si è più che dimezzato rispetto al 2023 (al 3,4 per cento del PIL). Il forte calo è stato determinato dal miglioramento del saldo primario, tornato positivo per la prima volta dal 2019 grazie essenzialmente alla marcata riduzione delle spese legate ai crediti di imposta per il Superbonus. Nonostante la contrazione del disavanzo, il rapporto tra debito pubblico e prodotto è aumentato lievemente (al 135,3 per cento), risentendo degli effetti di cassa connessi con le agevolazioni edilizie maturate negli anni precedenti.

Il risparmio e gli investimenti lordi. – Il risparmio nazionale è aumentato al 23,6 per cento del reddito lordo disponibile, riflettendo una crescita di quello delle Amministrazioni pubbliche solo in parte compensata dal calo di quello privato, in particolare delle imprese (tav. 4.2). Gli investimenti lordi sono diminuiti in rapporto al reddito nazionale, rimanendo tuttavia su livelli superiori al periodo precedente la pandemia.

Tavola 4.2

Risparmio e investimenti lordi in Italia (1)
(quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)

VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	Media 2011-2020	2021	2022	2023	2024
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche (A) (2)	-6,6	-3,3	0,7	0,1	-1,6	-0,9	0,8	1,6
Risparmio del settore privato (B)	28,8	24,6	19,9	19,5	25,6	23,7	22,5	21,9
di cui: famiglie consumatrici (3)	20,0	14,0	8,5	5,8	8,7	5,4	5,2	5,7
Risparmio nazionale lordo (C=A+B)	22,3	21,3	20,6	19,6	24,1	22,9	23,4	23,6
Investimenti lordi (D)	23,2	20,5	21,8	18,5	22,0	24,6	23,2	22,7
per memoria:								
saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo (E=C-D) (4)	-0,9	0,9	-1,2	1,1	2,1	-1,7	0,1	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Saldo di bilancio di parte corrente del conto delle Amministrazioni pubbliche; si differenzia dall'indebitamento netto poiché non considera né le entrate in conto capitale, né gli investimenti e le altre spese in conto capitale. – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Calcolato sulla base dei dati di contabilità nazionale aggiornati a marzo 2025, che non incorporano successive revisioni dei dati della bilancia dei pagamenti. Se si tenesse conto di queste revisioni, come nel capitolo 9, il dato relativo al 2024 sarebbe pari a 1,1.

Il mercato del lavoro e la produttività. – L'occupazione ha continuato a crescere a un ritmo superiore al prodotto, beneficiando della moderata dinamica salariale dell'ultimo triennio. L'espansione del numero degli occupati, pari a 352.000 unità, è stata più intensa nel Mezzogiorno, tra i lavoratori più anziani e tra quelli con posizioni stabili, e ha interessato tutti i settori.

La partecipazione al mercato del lavoro, ancora largamente inferiore alla media dell'area dell'euro, si è mantenuta su livelli storicamente elevati (66,6 per cento). L'aumento nella fascia di età 55-64 anni ha quasi interamente compensato il calo tra i più giovani (cfr. il riquadro: *Il recente andamento del tasso di attività in Italia: determinanti demografiche e contesto economico* del capitolo 7). Il tasso di disoccupazione è sceso al 6,5 per cento, il valore più basso degli ultimi quindici anni, con miglioramenti significativi nel Mezzogiorno e tra i giovani.

Nel settore privato, escludendo il comparto agricolo e i servizi immobiliari e finanziari, la produttività oraria del lavoro è diminuita per il secondo anno consecutivo; vi hanno contribuito fattori ciclici e un maggiore utilizzo dell'input di lavoro da parte delle imprese, incentivato dalla moderazione salariale che lo ha reso relativamente più conveniente rispetto a capitale e beni intermedi. Tale andamento ha eroso solo in parte gli incrementi consistenti del triennio precedente: nel 2024 la produttività per ora lavorata si è mantenuta su un livello superiore di 1,6 punti percentuali a quello del 2019, grazie a un aumento nei servizi privati e nelle costruzioni maggiore della lieve flessione che ha interessato la manifattura.

Nell'intera economia il costo del lavoro ha continuato a crescere, sospinto da minimi contrattuali più alti. La perdita di potere d'acquisto causata dall'elevata inflazione tra il 2021 e il 2023 è stata recuperata solo in parte: in termini reali, nel 2024 le retribuzioni sono risultate inferiori dell'8,6 per cento ai livelli del 2021 (8,4 nel settore privato non agricolo).

Prezzi. – Nel 2024 l'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è scesa marcatamente rispetto al biennio precedente (all'1,1 per cento). Il rallentamento dei prezzi è stato legato soprattutto alla riduzione di quelli dei beni energetici all'inizio dell'anno, poi attenuatasi nei mesi estivi. I prezzi della componente alimentare hanno fortemente decelerato per il graduale venir meno dei rincari degli input energetici e delle materie prime agroalimentari. Nella media dell'anno l'inflazione di fondo si è dimezzata nel confronto con il 2023 (2,2 per cento, da 4,5), principalmente per la flessione accentuata di quella dei beni industriali non energetici; il rallentamento è stato più contenuto per i servizi, che hanno continuato a risentire dei prezzi di alcune voci che si sono adeguate con ritardo all'inflazione elevata degli anni precedenti.

L'attività bancaria. – I prestiti alle imprese hanno continuato a contrarsi (-2,6 per cento), riflettendo sia una minore domanda di finanziamenti sia il permanere di condizioni di offerta restrittive, in particolare per le piccole e medie imprese (cfr. il riquadro: *La dinamica dei finanziamenti bancari alle grandi e piccole imprese* del capitolo 12). Dalla seconda metà dell'anno il credito alle famiglie è invece tornato a crescere, per effetto della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, stimolata dalla riduzione del livello generale dei tassi d'interesse.

La qualità degli attivi bancari è rimasta nel complesso buona, pur in presenza di un lieve rialzo del tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese. L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti al netto delle rettifiche di valore è in linea con la media dell'area dell'euro. La redditività delle banche è ulteriormente migliorata, grazie a un aumento del margine di interesse e, soprattutto, alla crescita delle commissioni. È proseguito il rafforzamento patrimoniale, riconducibile agli utili non distribuiti.

La transizione digitale e quella verde. – Secondo l'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index*, DESI)[1], l'Italia risulta

[1] L'indice è utilizzato dalla Commissione europea per monitorare il progresso degli Stati membri nel raggiungimento, entro il 2030, degli obiettivi del programma strategico per il decennio digitale; cfr. Commissione europea, *2030 Digital decade. Report on the state of the digital decade 2023*, 2023. L'indice DESI non copre le imprese fino a nove addetti, che in Italia sono molto più diffuse rispetto alla media europea.

più avanzata rispetto a Germania, Francia e Spagna nella diffusione della fatturazione elettronica e per le tecnologie cloud. Le piccole e medie imprese registrano ancora un ritardo nell'utilizzo di strumenti di analisi dei dati e di software gestionali integrati, ma fanno crescente uso del commercio elettronico. L'uso dell'intelligenza artificiale è in rapido aumento, sebbene risulti ancora meno diffusa rispetto ai paesi per cui si dispone di dati confrontabili (cfr. il riquadro: *L'utilizzo dell'intelligenza artificiale nelle imprese italiane* del capitolo 6).

È continuato il processo di trasformazione digitale del settore bancario, sostenuto da un incremento significativo degli investimenti nelle tecnologie dell'informazione, che alla fine del 2023 hanno raggiunto il 7 per cento in rapporto ai costi operativi totali (2 nel 2011). In particolare, gli istituti di grande dimensione stanno progressivamente adottando tecnologie avanzate, come l'intelligenza artificiale e i big data, per migliorare le attività di valutazione del merito di credito.

Proseguendo una tendenza in atto dal 2022, lo scorso anno la capacità installata di energia da fonti rinnovabili si è ampliata a ritmo sostenuto. Per raggiungere entro il 2030 gli obiettivi del Piano nazionale integrato per l'energia e il clima servirà tuttavia un'ulteriore accelerazione. L'intensità energetica del valore aggiunto continua a ridursi, soprattutto grazie al contributo dell'industria in senso stretto e delle costruzioni; non si osservano invece diminuzioni apprezzabili nel settore dei trasporti.

Nel 2024 poco meno di un terzo degli intermediari ha dichiarato di aver offerto prestiti verdi[2] alle imprese affidatarie. Questi strumenti sono destinati a incrementare l'efficienza energetica degli immobili o a finanziare beni strumentali necessari per migliorare la sostenibilità; beneficiano inoltre di migliori condizioni creditizie, inclusi tassi di interesse più bassi. Con riferimento agli effetti già percepibili dei cambiamenti climatici, un terzo degli intermediari dichiarava di tenere conto anche del rischio da eventi meteorologici estremi nel definire le condizioni per la concessione del credito. Nel frattempo, le banche stanno progressivamente attuando i piani di azione previsti nelle aspettative di vigilanza riguardanti i rischi climatici e ambientali, ottenendo risultati soddisfacenti per quanto riguarda i profili di governance e organizzazione.

I primi mesi del 2025

Nel primo trimestre di quest'anno il PIL ha avuto una crescita moderata, sostenuto dall'evoluzione ancora positiva dei consumi e della spesa per costruzioni. A fronte di una stagnazione nei servizi, l'attività si sarebbe espansa nella manifattura; su questo comparto, in prospettiva, potranno incidere negativamente le politiche commerciali statunitensi.

Nei primi quattro mesi dell'anno l'inflazione è salita marginalmente all'1,9 per cento, per effetto del contributo dei prezzi dei servizi e dei beni alimentari; anche nella media della restante parte dell'anno si manterrebbe al di sotto del 2 per cento.

[2] Per prestiti verdi si intendono quelli classificati come tali dagli intermediari secondo le proprie metodologie.

5. LE FAMIGLIE

Nel 2024 in Italia il reddito disponibile delle famiglie ha continuato a espandersi, sebbene meno che nell'anno precedente per la forte decelerazione dei redditi da lavoro autonomo e da proprietà; si è mantenuto invece sostenuto l'andamento di quelli da lavoro dipendente, sospinto sia dalla dinamica dell'occupazione sia da quella delle retribuzioni; queste ultime tuttavia, in termini reali, rimangono inferiori ai livelli del 2021. Le misure pubbliche di sostegno hanno continuato a essere rivolte principalmente alle famiglie a basso reddito e a quelle con figli, per le quali il rischio di povertà è maggiore. Grazie alla marcata riduzione dell'inflazione, il potere d'acquisto è tornato a crescere dopo la leggera contrazione del biennio precedente. È rimasto tuttavia moderato l'incremento della spesa per consumi, frenata sia dagli incentivi al risparmio derivanti dai livelli storicamente elevati dei tassi di interesse reali sia dal deterioramento delle attese di disoccupazione. Secondo un approfondimento specifico, queste ultime rifletterebbero solo in misura marginale i timori connessi con gli impatti dell'intelligenza artificiale sul mercato del lavoro. Il tasso di risparmio ha ripreso ad aumentare, attestandosi su valori più alti rispetto a quelli precedenti la pandemia.

La ricchezza netta delle famiglie, pari al valore delle attività finanziarie e di quelle reali al netto delle passività, si è espansa con un ritmo analogo a quello del reddito disponibile. La ricchezza finanziaria lorda è salita, per effetto del rialzo dei prezzi delle attività e del maggiore tasso di risparmio. È proseguita la ricomposizione del portafoglio in favore dei titoli obbligazionari, soprattutto quelli pubblici italiani: vi hanno contribuito in particolare le emissioni dedicate alle famiglie. Anche la ricchezza immobiliare si è ampliata, in linea con il rafforzamento del mercato delle abitazioni. Il rapporto fra il debito e il reddito disponibile è ulteriormente diminuito, collocandosi su un livello molto inferiore a quello dei principali paesi dell'area dell'euro. I mutui sono tornati a salire, sebbene in misura contenuta; la crescita dei prestiti per finalità di consumo è risultata più sostenuta.

Il reddito e la sua distribuzione

Nel 2024 il reddito disponibile a prezzi correnti delle famiglie consumatrici ha decelerato (2,7 per cento, da 5,0 nel 2023; tav. 5.1), per effetto soprattutto del netto rallentamento dei redditi da lavoro autonomo – in linea con l'indebolimento dell'attività nei settori in cui è più diffusa questa tipologia di lavoratori – e di quelli da proprietà. Su questi ultimi hanno inciso la decelerazione degli interessi netti seguita alla progressiva riduzione dei tassi nominali e il calo degli utili distribuiti dalle società. È rimasta invece consistente la crescita dei redditi da lavoro dipendente, sospinta sia dalla dinamica dell'occupazione sia da quella delle retribuzioni, nonostante in termini reali queste ultime restino ancora distanti dai livelli del 2021 (cfr. il capitolo 8). Anche le prestazioni sociali hanno continuato a espandersi, grazie alla componente pensionistica. Dopo la contrazione nel 2022 e il ristagno nel 2023, il potere d'acquisto delle famiglie è tornato a salire (1,3 per cento), beneficiando

della forte riduzione dell'inflazione. Il reddito reale è cresciuto anche tenendo conto dell'erosione del valore delle attività finanziarie nette dovuta all'inflazione.

Tavola 5.1

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

VOCI	Peso in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2024	2022	2023	2024
		Variazioni percentuali		
Redditi da lavoro dipendente	64,3	6,2	5,2	5,0
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	–	2,2	2,2	2,6
Redditi da lavoro autonomo (2)	22,5	7,5	4,5	1,0
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	–	4,5	3,2	-0,8
Redditi netti da proprietà (3)	22,8	7,0	8,8	1,6
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	34,4	1,7	4,8	4,1
di cui: prestazioni sociali nette	–	2,2	4,3	5,1
Contributi sociali netti (-)	23,8	5,7	3,5	4,3
di cui: a carico del datore di lavoro	–	6,3	5,3	4,9
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	20,3	1,3	11,1	7,6
Reddito lordo disponibile	**100,0**	**6,1**	**5,0**	**2,7**
in termini reali (4)	–	-0,6	0,0	1,3
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-6,9	7,6	1,3
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-5,8	7,3	1,0
		Rapporti percentuali		
Propensione media al risparmio (7)	**–**	**8,5**	**8,2**	**9,0**

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 netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie consumatrici. – (5) Reddito lordo disponibile in termini reali, al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate sulla base dell'inflazione attesa rilevata da Consensus Economics. – (6) Reddito lordo disponibile in termini reali al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate sulla base dell'inflazione realizzata. – (7) Rapporto tra il risparmio lordo e il reddito lordo disponibile rettificato per la variazione dei diritti pensionistici.

Come nel 2023, un forte contributo ai redditi delle famiglie è derivato dall'aumento dell'occupazione. Secondo nostre elaborazioni sui dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat[1] relativi ai primi tre trimestri del 2024, fra i nuclei la cui persona di riferimento ha meno di 65 anni e nei quali non sono presenti pensionati, si è ulteriormente ridotta la quota delle famiglie senza occupati, soprattutto nel Mezzogiorno (al 23,6 per cento dal 24,5 del 2023; al 9,7 per cento dal 10,0 nel Centro Nord), ed è aumentata la percentuale di quelle con due o più adulti che lavorano[2]. Nel 52,6 per cento delle famiglie considerate è presente almeno una donna con un impiego, un valore superiore a quello del 2019 (51,3 per cento), in linea con l'andamento del tasso di occupazione femminile.

1 Per approfondimenti, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.

2 La maggiore incidenza di individui che vivono in nuclei in cui la quantità di lavoro complessivamente prestata è medio-bassa è tra i principali fattori che spiegano la più elevata disuguaglianza del reddito da lavoro equivalente lordo osservata in Italia rispetto a Francia e Germania, sulla base dell'indagine Eurostat sul reddito e le condizioni di vita (*European Union statistics survey on income and living conditions*, EU-SILC) del 2018 (cfr. G. Bovini, E. Ciani, M. De Philippis e S. Romano, *Labour income inequality and in-work poverty: cross-country evidence from the European survey on income and living conditions*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 806, 2023).

Nel 2024 i trasferimenti pubblici di sostegno al reddito hanno continuato a rivolgersi principalmente ai nuclei con redditi bassi e a quelli con figli a carico, che presentano un rischio più elevato di essere in condizione di povertà assoluta[3]. L'Assegno di inclusione (AdI) ha sostituito il reddito di cittadinanza e la pensione di cittadinanza per le famiglie con componenti minorenni, disabili, di età superiore ai 69 anni o in condizioni di svantaggio[4]; per chi è in età da lavoro ma non ha i requisiti per accedere all'AdI è stato invece attivato il supporto per la formazione e il lavoro (SFL). Secondo i dati dell'Inps, lo scorso anno 752.000 famiglie hanno ricevuto almeno una mensilità dell'AdI – per un importo medio di 621 euro a nucleo – e 130.000 individui hanno beneficiato di almeno una rata mensile dell'SFL. Quest'ultimo ha avuto un'adesione molto inferiore alle attese del Governo[5] e a partire dal 2025 la sua disciplina è stata parzialmente modificata, ampliando il numero degli aventi diritto, prevedendo la possibilità di rinnovo ed elevando l'importo del sussidio (da 350 a 500 euro mensili).

L'Assegno unico e universale (AUU) è stato percepito nel 2024 da quasi 6,4 milioni di famiglie per circa 10 milioni di figli con meno di 21 anni o con disabilità grave, pari a più del 90 per cento della platea di riferimento (una quota simile a quella dell'anno precedente). Per effetto principalmente degli adeguamenti all'inflazione, l'importo mensile medio per ciascun beneficiario (172 euro) è aumentato di circa il 17 per cento rispetto al 2022 (anno di introduzione della misura), un incremento inferiore a quello stimato per i costi di mantenimento[6]. Con l'obiettivo di sostenere la natalità, dal 2025 è previsto il pagamento una tantum di 1.000 euro per i nuovi nati nelle famiglie con ISEE inferiore a 40.000 euro (che corrisponde a circa il 40 per cento dell'ammontare medio annuale dell'AUU ricevuto per ogni figlio da questi nuclei).

Nel 2024 hanno continuato a essere erogati i bonus sociali per l'elettricità e il gas alle famiglie con ISEE al di sotto di 9.530 euro (20.000 euro in caso di più di tre figli), mentre sono stati esclusi dalla misura quelle con ISEE compreso fra 9.530 e 15.000 euro, che vi avevano avuto accesso nell'anno precedente[7]. Per il 2025 il Governo ha

---

3 Secondo le stime dell'Istat, nella media del triennio 2021-23 l'incidenza della povertà assoluta è stata del 5,0 per cento per le coppie senza figli con persona di riferimento con meno di 65 anni, del 6,5 per quelle con un figlio, del 10,5 per quelle con due figli e del 19,1 per quelle con tre e più figli. Una famiglia è considerata in povertà assoluta se la spesa mensile per consumi non è sufficiente per acquistare un paniere di beni e servizi ritenuti essenziali; tale valore è definito in base all'età dei componenti, alla composizione della famiglia, alla regione e alla tipologia del comune di residenza.

4 Si considerano in condizione di svantaggio le persone inserite in programmi di cura e assistenza dei servizi socio-sanitari territoriali certificati dalla Pubblica amministrazione. Per ulteriori dettagli, cfr. G. Bovini, E. Dicarlo e A. Tomasi, *La revisione delle misure di contrasto alla povertà in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 820, 2023.

5 Per il 2024, la relazione tecnica sul provvedimento prevedeva una media di 322.000 adesioni per l'SFL e di 733.000 per l'AdI.

6 Si stima che i prezzi delle voci che compongono più del 70 per cento del paniere di beni e servizi destinati al mantenimento dei figli, ossia i beni alimentari, i servizi di ristorazione, i trasporti e le abitazioni, siano cresciuti complessivamente di circa il 22 per cento fra il 2022 e il 2024; per la definizione del paniere, cfr. G. Bovini e F. Colonna, *Quanto costa un figlio?*, in A. Rosina (a cura di), *L'assegno unico e universale per i figli: una novità italiana e il contesto europeo*, Neodemos, 2021, pp. 14-18.

7 Nel solo primo trimestre del 2024 a questi nuclei è stato corrisposto un contributo straordinario compreso fra 76 e 114 euro, commisurato al numero dei componenti del nucleo stesso. Secondo i dati dell'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA), nel 2023 circa un terzo delle famiglie beneficiarie dei bonus sociali aveva un ISEE compreso fra 9.530 e 15.000 euro. In base alla classificazione dell'Istat, queste misure di sostegno non vengono contabilizzate come prestazioni sociali monetarie, ma come "trasferimenti sociali in natura".

introdotto un ulteriore contributo straordinario di 200 euro da scontare sulla bolletta elettrica dei nuclei con ISEE inferiore a 25.000 euro (DL 19/2025). Si stima che questo sussidio possa interessare circa il 30 per cento del totale delle famiglie e che il suo importo sia consistente se confrontato con l'aumento della spesa media annua per le utenze tra il 2020 e il 2022, anno di picco dei prezzi energetici (poco meno di 250 euro, tenuto conto degli sconti previsti dai bonus esistenti).

I consumi

Nel 2024 la spesa per consumi delle famiglie residenti ha continuato a crescere moderatamente (0,4 per cento, da 0,3 nel 2023; cfr. tav. 5.2 e fig. 5.1), seppure in misura molto più contenuta rispetto al reddito reale. Il peggioramento delle aspettative sul quadro economico futuro dell'Italia e di quelle sulla disoccupazione, in particolare tra le famiglie più povere, ha plausibilmente frenato le scelte di consumo. Inoltre, i livelli storicamente elevati raggiunti dai tassi di interesse reali[8] (cfr. il capitolo 3), soprattutto nella prima parte dell'anno, hanno scoraggiato i consumi a causa delle più favorevoli opportunità di investimento, in particolare tra i nuclei più abbienti. Secondo un approfondimento specifico, le attese di disoccupazione rifletterebbero solo marginalmente i timori connessi con le potenziali ricadute occupazionali della diffusione dell'intelligenza artificiale (cfr. il riquadro: *L'utilizzo dell'intelligenza artificiale generativa da parte delle famiglie italiane*).

L'UTILIZZO DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE GENERATIVA DA PARTE DELLE FAMIGLIE ITALIANE

L'intelligenza artificiale generativa (*generative artificial intelligence*, GenAI) sta acquisendo un ruolo crescente in molte attività grazie alla capacità di produrre contenuti testuali, visivi e di programmazione. Il suo utilizzo ha registrato negli ultimi anni una rapida espansione, in particolare a seguito della diffusione degli assistenti virtuali (chatbot) disponibili gratuitamente su internet.

L'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* (ICF) condotta dalla Banca d'Italia tra agosto e settembre del 2024[1] includeva quesiti volti a studiare la diffusione della GenAI tra le famiglie, le percezioni riguardo ai suoi possibili effetti sul mercato del lavoro e il livello di fiducia nell'uso di questa tecnologia[2]. Un quarto degli intervistati ha riferito di avere utilizzato strumenti di GenAI nei dodici mesi precedenti e circa il 10 per cento ha affermato di farne uso almeno una volta

[1] L'ICF viene condotta semestralmente per raccogliere informazioni sulle condizioni economiche delle famiglie italiane; nel 2024 l'indagine ha coinvolto poco meno di 2.000 nuclei familiari. Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine congiunturale sulle famiglie italiane*.

[2] Per maggiori informazioni, cfr. D. Loschiavo e M. Moscatelli, *Adoption and expected impact of Generative AI: evidence from Italian households*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 929, 2025.

[8] La marcata riduzione delle aspettative di inflazione ha bilanciato quella dei tassi nominali, mantenendo i rendimenti reali su alti livelli.

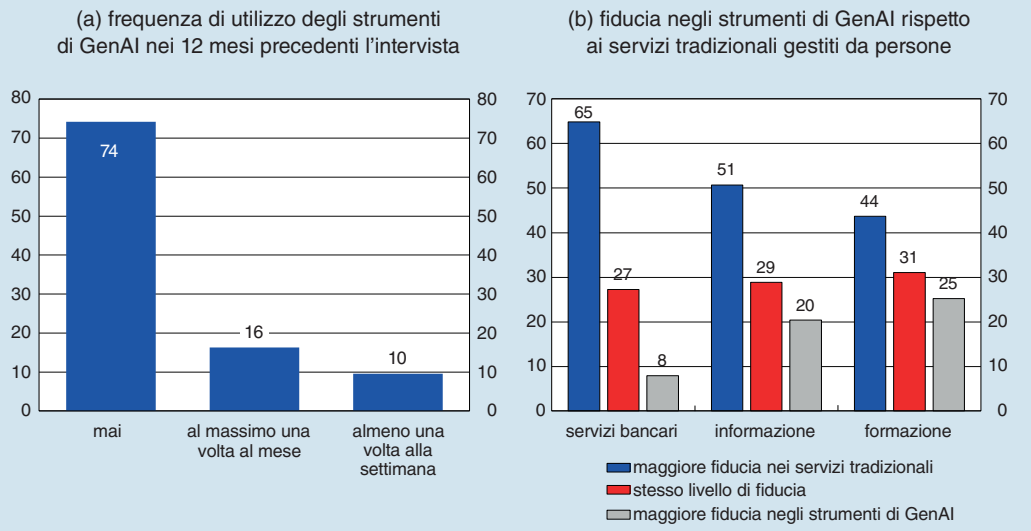
alla settimana[3] (figura, pannello a); tra gli occupati queste percentuali salgono rispettivamente al 37 e al 13 per cento. A parità di altre condizioni, l'utilizzo è più elevato tra gli uomini, i giovani e gli occupati nei settori dell'informazione e della comunicazione, delle attività professionali, scientifiche e tecniche, nonché dell'istruzione.

Circa un terzo della popolazione attiva ritiene che vi sia una probabilità di almeno il 50 per cento che la GenAI migliori la propria produttività lavorativa e il 27 per cento crede che possa facilitare la ricerca di nuove opportunità di lavoro; le quote sono più alte tra i giovani e tra chi è impiegato nel comparto dell'informazione e della comunicazione. Tra i soli occupati, il 13 per cento si aspetta che la diffusione di questi strumenti comporti una significativa possibilità di perdere il proprio impiego, mentre circa un terzo si attende un impatto sulle proprie mansioni e il 23 per cento una riduzione dello stipendio.

In merito alla gestione di alcuni servizi, la maggioranza degli intervistati ha dichiarato di fidarsi maggiormente delle modalità tradizionali, affidate a persone, rispetto a quelle basate su strumenti di GenAI, soprattutto per i servizi bancari (figura, pannello b).

Figura

Famiglie italiane e GenAI: frequenza di utilizzo e fiducia
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (ICF).

3 L'impiego della GenAI tra le famiglie italiane è meno frequente che negli Stati Uniti: l'utilizzo occasionale di questa tecnologia è inferiore di circa 8 punti percentuali, quello regolare di circa 4. Per approfondimenti, cfr. A. Dalla Zuanna, L. Gambacorta, D. Loschiavo, M. Moscatelli e I. Supino, *Generative AI adoption: a comparative study between United States and Italian households*, di prossima pubblicazione.

Nel 2024 la spesa per beni è aumentata dello 0,6 per cento. Sono cresciuti ancora in maniera sostenuta gli acquisti di quelli durevoli, sospinti dall'espansione marcata

Tavola 5.2

Spesa delle famiglie
(variazioni percentuali di valori concatenati)

VOCI	Peso percentuale nel 2024 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2021	2022	2023	2024
Beni	48,8	5,9	4,1	-1,7	0,6
Beni non durevoli	31,8	3,7	0,6	- 3,5	0,3
di cui: alimentari e bevande non alcoliche	14,5	..	- 2,5	- 1,7	- 0,3
Beni semidurevoli	8,4	8,7	20,4	- 3,1	- 2,4
di cui: vestiario e calzature	5,2	6,3	20,1	- 2,4	- 3,6
Beni durevoli	8,6	12,2	1,7	7,4	4,6
Servizi	51,2	5,9	8,3	2,6	0,4
di cui: alberghi e ristoranti	10,2	21,2	24,5	5,5	2,0
istruzione	0,8	8,7	3,0	2,2	0,6
Totale spesa interna	**100,0**	**5,9**	**6,2**	**0,4**	**0,5**
Spesa all'estero dei residenti in Italia (1)		20,5	105,4	16,2	2,3
Spesa in Italia dei non residenti (1)		20,3	92,5	10,5	4,2
Totale spesa nazionale (2)		**5,8**	**5,3**	**0,3**	**0,4**
per memoria:					
deflatore della spesa nazionale		1,5	6,8	5,0	1,4

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Conti nazionali: valori concatenati*.
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2024, rispettivamente, al 2,1 e al 4,3 per cento della spesa interna complessiva. – (2) La spesa nazionale è quella effettuata dai residenti in Italia, sia all'interno del territorio italiano sia all'estero; è definita come la spesa interna cui viene sommata quella all'estero dei residenti in Italia e sottratta quella in Italia dei non residenti.

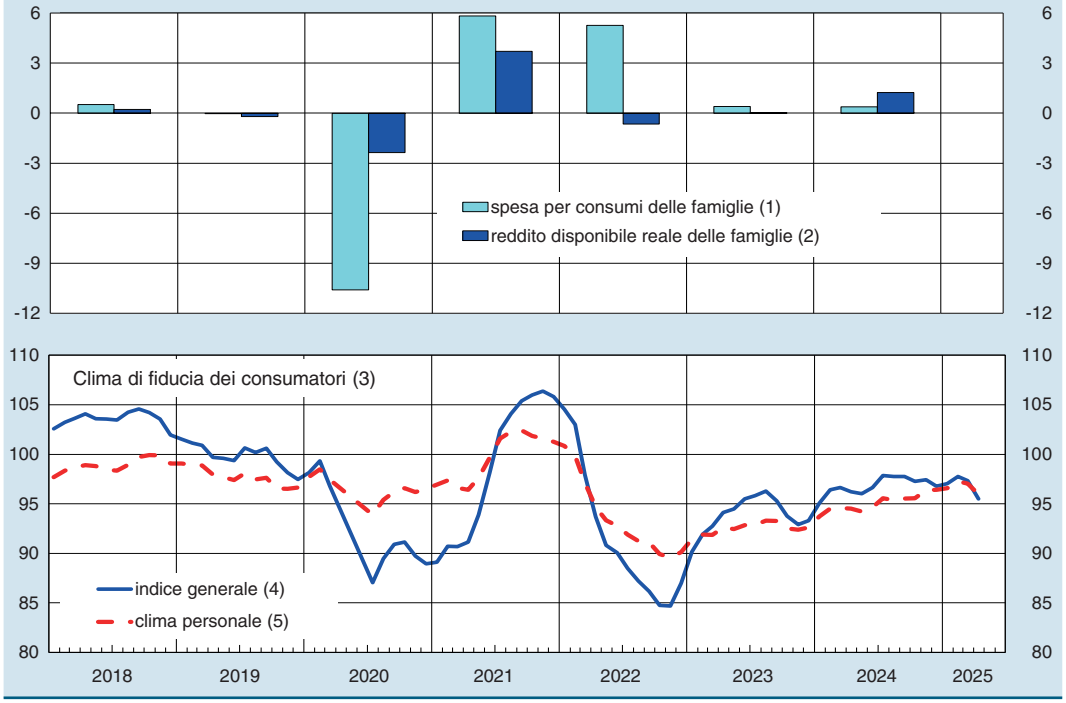
del credito al consumo (cfr. il paragrafo: *L'indebitamento*). Anche la spesa per i beni non durevoli è salita nonostante l'ulteriore riduzione dei consumi alimentari, che si sono collocati su livelli inferiori di circa il 3 per cento rispetto al periodo precedente la pandemia anche a causa dei rialzi dei prezzi dei relativi beni (cfr. il capitolo 8). Gli acquisti dei beni semidurevoli si sono nuovamente contratti, soprattutto quelli di vestiario e calzature. La spesa per servizi ha invece continuato a espandersi, in particolare nei comparti dell'alloggio e della ristorazione.

La propensione al risparmio è tornata a crescere (al 9,0 per cento per le famiglie consumatrici; cfr. tav. 5.1 e fig. 5.2), assestandosi su valori più alti rispetto a quelli precedenti la pandemia. Vi hanno contribuito i livelli storicamente elevati dei tassi di interesse reali. Inoltre, il peggioramento delle aspettative sulla condizione economica generale dell'Italia e l'aumento delle attese di disoccupazione, in special modo tra le famiglie a basso reddito, avrebbero indotto queste ultime ad accrescere il risparmio per motivi precauzionali. Coerentemente, secondo i dati dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* (ICF) condotta all'inizio del 2025, la quota di famiglie che ha dichiarato di avere risparmiato si è ampliata rispetto all'anno precedente. La percentuale di nuclei in grado di risparmiare sarebbe inoltre salita in modo marcato fra quelli dei lavoratori, sia dipendenti sia autonomi, con reddito superiore alla mediana.

Secondo le stime della Banca d'Italia, anche nei primi mesi di quest'anno i consumi delle famiglie avrebbero continuato a espandersi in misura moderata. La fiducia dei consumatori ha tuttavia registrato un brusco peggioramento da marzo, anche in connessione con le crescenti tensioni commerciali legate ai dazi (cfr. il paragrafo: *Le implicazioni per l'economia italiana* del capitolo 14), che alimentano l'incertezza sull'evoluzione dell'economia.

Figura 5.1

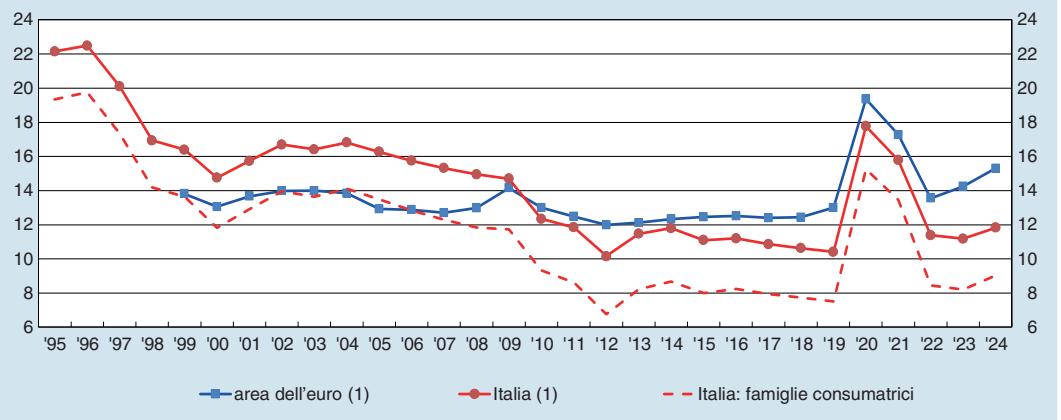
Consumi, reddito reale e clima di fiducia dei consumatori
(tassi di crescita e numeri indice)



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; cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice le voci *Famiglie* e *Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie*); 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: 2021=100; dati mensili destagionalizzati; medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento. – (4) L'indicatore è ottenuto come media dei saldi tra le risposte di miglioramento e peggioramento relative ai seguenti quesiti: situazione economica generale (a) negli scorsi 12 mesi e (b) nei prossimi 12 mesi; situazione economica personale (c) negli scorsi 12 mesi e (d) nei prossimi 12 mesi; (e) convenienza all'acquisto di beni durevoli; (f) tendenza della disoccupazione; (g) possibilità e (h) convenienza a risparmiare; (i) bilancio finanziario della famiglia. – (5) Media dei saldi relativi ai quesiti (c), (d), (e), (g), (h) e (i) elencati nella nota 4.

Figura 5.2

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.
(1) Oltre alle famiglie consumatrici, include anche quelle produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita nonché unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp (cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice le voci *Famiglie* e *Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie*).

La ricchezza immobiliare e il mercato delle abitazioni

Il mercato immobiliare è tornato a espandersi nel 2024. Il numero delle compravendite di abitazioni è aumentato dell'1,4 per cento (fig. 5.3.a; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025) ed è cresciuta la domanda di prestiti per l'acquisto di un immobile (cfr. il paragrafo: *L'indebitamento*). Secondo nostre stime, l'incremento della ricchezza delle famiglie detenuta sotto forma di attività reali (prevalentemente abitazioni) è stato pari all'1,4 per cento in termini nominali (1,6 nel 2023). I prezzi delle abitazioni hanno accelerato (3,2 per cento, da 1,3 nel 2023)[9], salendo più dell'inflazione al consumo. La dinamica delle quotazioni continua a essere guidata soprattutto dalle abitazioni di nuova costruzione, ma nella seconda metà dell'anno si è intensificata anche la crescita dei prezzi di quelle esistenti (fig. 5.3.b); inoltre il rialzo dei prezzi si è diffuso progressivamente a tutto il territorio nazionale.

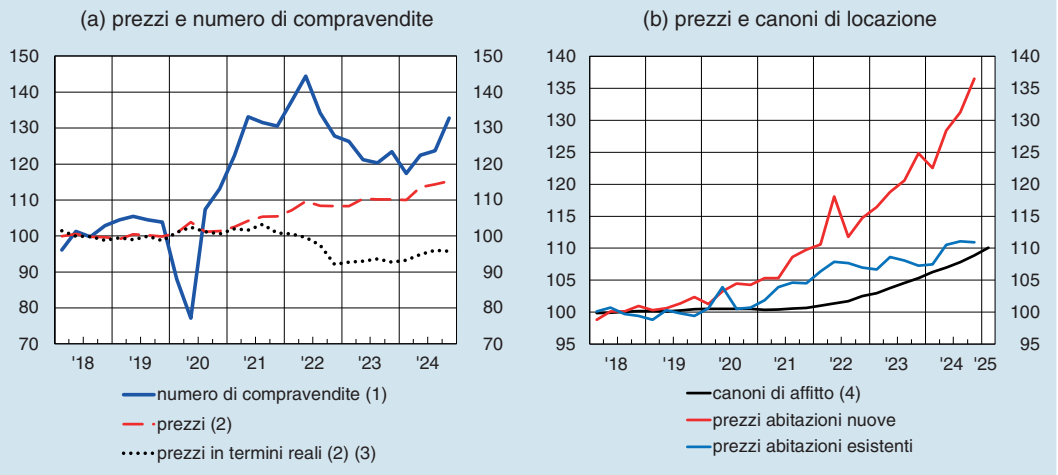
Sulla base dei sondaggi condotti dalla Banca d'Italia, nei primi mesi del 2025 gli operatori immobiliari hanno confermato la tendenza al rialzo sia dei prezzi degli immobili sia dei canoni di locazione, già osservata negli scorsi anni (fig. 5.3.b). Nostre elaborazioni sui dati relativi agli annunci sulla piattaforma digitale Immobiliare.it indicano inoltre una crescita robusta della domanda di abitazioni nei primi mesi di quest'anno.

La ricchezza e gli investimenti finanziari

Alla fine del 2024 la ricchezza netta delle famiglie (il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività) è aumentata a 11.700 miliardi di euro; è rimasta pressoché stabile rispetto al reddito disponibile, a 8,3 volte.

Figura 5.3

Mercato delle abitazioni
(dati trimestrali; indici: 2018=100)



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia e Istat.
(1) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (2) Scala di destra. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (4) Componente affitti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo.

9 Secondo nostre elaborazioni, la dinamica delle quotazioni è sostanzialmente in linea con quella prevista dalle famiglie intervistate nel 2023; cfr. G.M. Mariani, E. Porreca e C. Rondinelli, *How do households adjust house price expectations in an era of high inflation? Experimental evidence*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

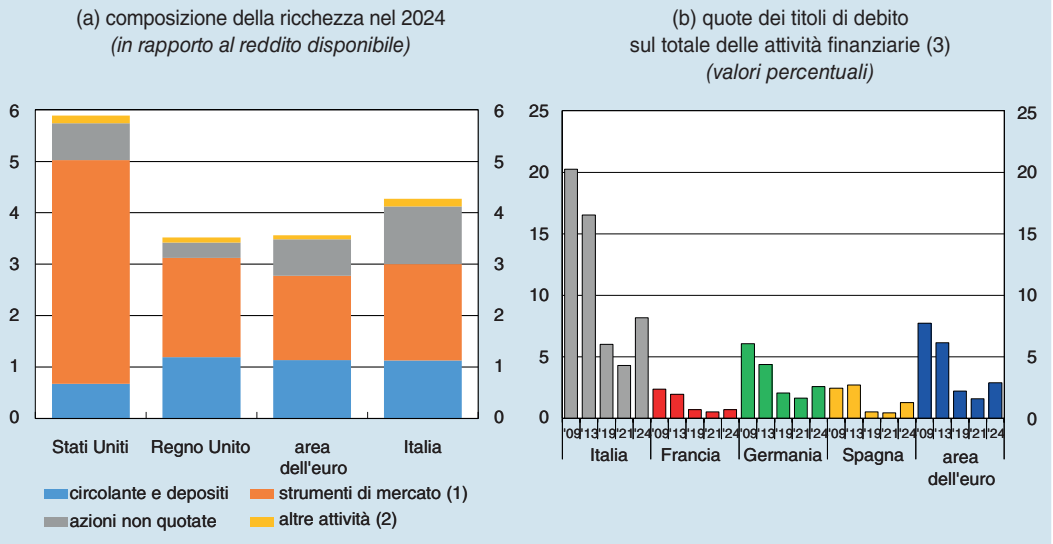
Le attività finanziarie sono cresciute del 4,3 per cento in termini nominali, a 6.030 miliardi (tav. 5.3); vi hanno contribuito sia la modesta espansione degli investimenti, sospinta dal maggiore tasso di risparmio, sia la rivalutazione degli attivi, in particolare le quote di fondi comuni, le azioni e partecipazioni estere e i titoli di impresa. Il rapporto fra le attività finanziarie e il reddito disponibile è lievemente salito a 4,3, un valore elevato nel confronto internazionale (fig. 5.4.a); la composizione della ricchezza finanziaria è analoga a quella dei maggiori paesi europei ed è in prevalenza caratterizzata da attività liquide e da partecipazioni in società non quotate, a fronte di una diffusione degli strumenti di mercato[10] inferiore a quella degli Stati Uniti.

Nonostante gli afflussi, nel 2024 l'incidenza complessiva dei depositi sul totale delle attività finanziarie è scesa al 23,0 per cento, il valore più basso dal 2006. Gli investimenti in strumenti di mercato sono aumentati (di 75 miliardi, al 41,0 per cento del totale), sostenuti in particolare dagli acquisti netti di titoli di debito e di quote di fondi comuni; ci sono invece stati deflussi di premi assicurativi nel ramo vita.

I titoli di debito sono cresciuti in misura più contenuta rispetto al 2023; la loro percentuale sul totale delle attività finanziarie è alta nel confronto con gli altri maggiori paesi dell'area dell'euro (fig. 5.4.b). I tassi di rendimento elevati rispetto al periodo precedente la pandemia hanno spinto le famiglie a incrementare ulteriormente gli acquisti di titoli di Stato (5,1 per cento della ricchezza finanziaria). Nel triennio 2022-24 le emissioni dedicate agli investitori al dettaglio (cfr. il capitolo 13) hanno attratto una parte significativa della domanda proveniente dalle famiglie (cfr. il riquadro*: Le attività finanziarie delle famiglie italiane nel periodo 2010-24*).

Figura 5.4

Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie e titoli di debito



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), BCE, Federal Reserve, Istat e *Office of National Statistics*.
(1) Comprendono le azioni quotate, i titoli di debito (pubblici e privati), le quote dei fondi comuni di investimento, nonché le polizze vita e la previdenza complementare. – (2) Includono crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (3) I titoli di debito includono i titoli pubblici e privati, nazionali ed esteri; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*.

10 Tali strumenti comprendono le azioni quotate, i titoli di debito (pubblici e privati), le quote dei fondi comuni di investimento, nonché le polizze vita e la previdenza complementare.

Tavola 5.3

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

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2024	Composizione percentuale		2023	2024
		2023	2024		
ATTIVITÀ (2)					
Biglietti e circolante	203.467	3,5	3,4	266	-1.081
Depositi (3)	1.390.005	23,7	23,0	-52.929	17.135
in Italia	1.348.795	23,3	22,4	-57.344	286
depositi a vista	907.023	15,7	15,0	-84.301	-3.457
altri depositi	441.772	7,6	7,3	26.958	3.742
all'estero	41.210	0,4	0,7	4.414	16.849
Titoli obbligazionari	492.923	7,5	8,2	152.917	56.452
italiani	383.608	5,8	6,4	133.352	47.221
di cui: pubblici	309.800	4,7	5,1	113.907	33.411
bancari	53.327	0,8	0,9	13.710	12.403
esteri	109.314	1,7	1,8	19.565	9.231
Quote di fondi comuni	849.650	12,5	14,1	-18.378	25.399
italiani	262.617	4,1	4,4	2.742	12.892
esteri	587.033	8,4	9,7	-21.120	12.507
Azioni e partecipazioni	1.754.906	30,1	29,1	-12.810	-31.627
italiane	1.608.774	27,8	26,7	-14.572	-26.696
estere	146.132	2,3	2,4	1.762	-4.930
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.132.958	18,8	18,8	-19.405	-2.126
di cui: riserve ramo vita	778.303	12,9	12,9	-31.005	-10.136
Altre attività emesse dai residenti (4)	206.678	3,9	3,4	21.901	-19.991
Totale attività	**6.030.587**	**100,0**	**100,0**	**71.561**	**44.162**
per memoria: risparmio gestito (5)		28,3	30,0	-43.653	21.438
strumenti di mercato (6)		38,4	41,0	105.065	75.488
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (7)	43.830	4,2	4,2	-4.181	-4.329
di cui: bancari	41.143	4,0	4,0	-3.664	-3.233
Debiti a medio e a lungo termine (8)	746.694	72,2	72,2	-912	1.441
di cui: bancari	629.346	60,8	60,8	-5.567	-6.047
Altre passività (9)	244.339	23,6	23,6	10.476	6.533
Totale passività	**1.034.862**	**100,0**	**100,0**	**5.382**	**3.646**
SALDO	**4.995.725**			**66.197**	**40.516**

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.
(1) Oltre alle famiglie consumatrici, include anche quelle produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita nonché unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le attività oggetto di investimento attraverso le gestioni patrimoniali sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include i conti correnti Bancoposta e le passività della Cassa depositi e prestiti. – (4) Crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (5) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, gestioni patrimoniali, fondi pensione e pensioni integrative; è escluso il TFR. – (6) Comprendono le azioni quotate, i titoli di debito (pubblici e privati), le quote dei fondi comuni, nonché le polizze vita e la previdenza complementare. – (7) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (8) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e prestiti da altri residenti. – (9) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

Alla fine del 2024 il risparmio gestito[11] rappresentava il 30,0 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore inferiore di 1,4 punti percentuali alla media dell'ultimo decennio e di 3,8 punti a quella dell'area.

LE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE ITALIANE NEL PERIODO 2010-24

Fra il 2010 e il 2024 il valore delle attività finanziarie delle famiglie italiane è aumentato di quasi il 57 per cento; il rapporto tra tale valore e il reddito disponibile è passato da 3,4 a 4,3. È inoltre mutata la composizione del portafoglio: gli andamenti fino al 2021 differiscono significativamente da quelli degli anni successivi.

Fra il 2010 e il 2021, in concomitanza con tassi di interesse bassi, si è osservata una riallocazione della ricchezza finanziaria verso il risparmio gestito[1]: la quota relativa a quest'ultimo è salita dal 22,4 al 33,0 per cento del totale delle attività finanziarie, mentre quella degli investimenti diretti in titoli obbligazionari, sia pubblici sia privati, è scesa dal 19,3 al 4,3 (figura A, pannello a). Alla ricomposizione hanno contribuito, dal lato della domanda, la ricerca di rendimenti più elevati da parte delle famiglie; da quello dell'offerta, la necessità degli intermediari bancari di fare fronte alla compressione del margine di interesse attraverso l'aumento dei ricavi da commissioni. Vi hanno concorso anche importanti cambiamenti fiscali e regolamentari[2].

Sulla base delle informazioni dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF)[3], nel periodo 2010-22 la riallocazione ha interessato in misura maggiore le famiglie appartenenti alle classi di reddito più elevate, i cui portafogli sono generalmente più diversificati (figura A, pannello b). Nel 2022 per questi nuclei i fondi comuni e le gestioni patrimoniali pesavano per il 36,3 per cento degli attivi, 17 punti percentuali in più rispetto al 2010. Le famiglie appartenenti ai primi tre quarti della distribuzione del reddito continuavano invece a concentrare la gran parte delle proprie attività finanziarie in depositi[4], anche per motivi precauzionali nelle scelte di investimento.

Nel triennio 2022-24 le famiglie hanno ripreso a effettuare consistenti acquisti netti di obbligazioni pubbliche e private (262 miliardi di cui 196 in titoli di Stato italiani), anche in seguito al significativo rialzo dei rendimenti di questi

1 Il risparmio gestito comprende quote di fondi comuni, polizze vita e previdenza complementare.

2 Si tratta in particolare dell'innalzamento dell'aliquota fiscale sui rendimenti delle obbligazioni bancarie dal 12,5 al 20,0 per cento nel 2011 e al 26,0 nel 2014 e dell'introduzione nel 2014 della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD). Tali provvedimenti hanno disincentivato, rispettivamente, investimenti ed emissioni di obbligazioni bancarie (cfr. F. Apicella, A. Colabella, A. Nunnari e F Pipitone, *La composizione del portafoglio delle famiglie nel periodo 2010-23: evidenze dai Conti finanziari e dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 910, 2025).

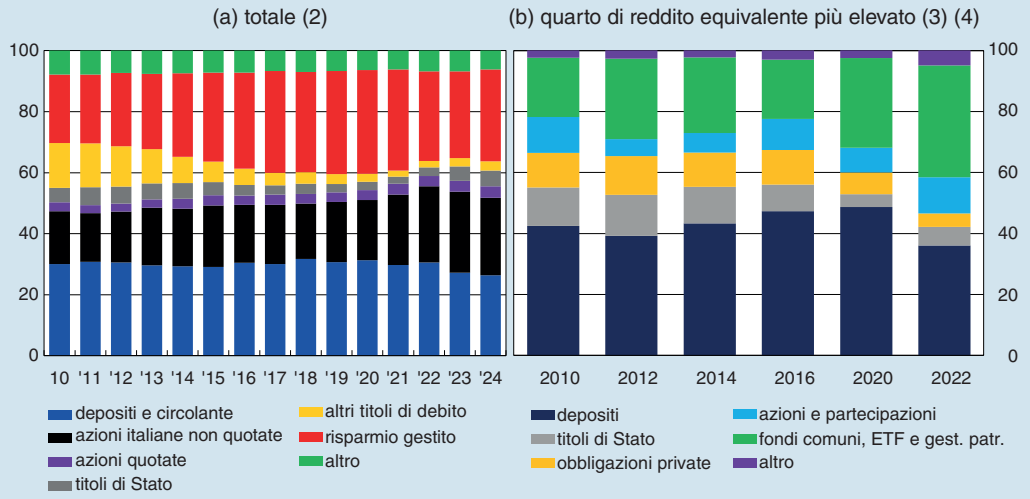
3 Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Statistiche.

4 Nel 2022 i depositi rappresentavano oltre il 90 per cento della ricchezza finanziaria per le famiglie del primo quarto di reddito equivalente, circa l'80 per cento per il secondo, il 70 per il terzo e il 35 per il quarto.

11 Il risparmio gestito comprende quote dei fondi comuni, polizze vita e previdenza complementare.

Figura A

Composizione del portafoglio delle famiglie (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: per il pannello (a), Banca d'Italia (Conti finanziari), per il pannello (b), elaborazioni su dati Banca d'Italia (IBF); cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie*: Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (*IBF*).
(1) Nei Conti finanziari le attività detenute attraverso le gestioni patrimoniali sono attribuite alle rispettive classi di appartenenza. Nella IBF le gestioni patrimoniali costituiscono una classe di attività rilevata congiuntamente ai fondi comuni, mentre le informazioni sulla detenzione di investimenti in polizze vita e previdenza complementare sono rilevate in una sezione distinta da quella delle attività finanziarie. Inoltre i dati dei Conti finanziari si riferiscono a famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp; quelli della IBF alle sole famiglie consumatrici. – (2) La voce "azioni quotate" corrisponde a titoli azionari italiani ed esteri; "altri titoli di debito" a obbligazioni private italiane ed estere; "altro" a crediti commerciali e altri crediti, derivati e stock option, polizze assicurative ramo danni e il Trattamento di fine rapporto. – (3) Il reddito equivalente è il reddito di cui ciascun individuo dovrebbe disporre se vivesse da solo per raggiungere lo stesso tenore di vita che ha nella famiglia in cui vive. Viene calcolato usando la scala di equivalenza dell'OCSE modificata, che attribuisce peso 1 al capofamiglia, 0,5 a ogni ulteriore componente di almeno 14 anni e 0,3 a ogni componente di età inferiore a 14 anni. – (4) La voce "depositi" comprende quelli bancari e postali in conto corrente e a risparmio, i certificati di deposito, i pronti contro termine e i buoni fruttiferi postali; le "obbligazioni private" sono quelle emesse da banche o imprese italiane; "altro" comprende i depositi detenuti all'estero e gli altri titoli esteri, i prestiti alle cooperative e altre attività finanziarie (ad es. derivati, *hedge funds*, fondi di private equity).

strumenti. Poco più di tre quarti delle obbligazioni detenute dalle famiglie erano nei portafogli del 10 per cento più abbiente (figura B, pannello a). Una parte rilevante della domanda delle famiglie si è diretta verso le emissioni dedicate di titoli di Stato italiani[5], caratterizzate da incentivi volti a favorirne la detenzione fino a scadenza[6]. Alla fine dello scorso anno i titoli acquistati mediante questi collocamenti rappresentavano poco più di un terzo del portafoglio complessivo di obbligazioni pubbliche italiane delle famiglie (figura B, pannello b). Il 45,2 per cento dei titoli acquistati durante le sessioni dedicate nel periodo 2012-21 non è stato scambiato sul mercato secondario.

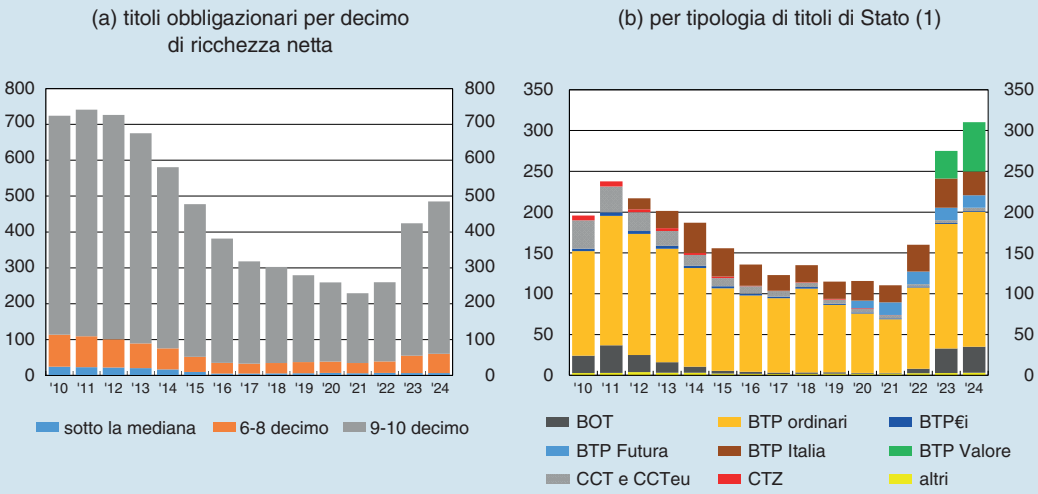
Secondo i dati dell'ICF condotta dalla Banca d'Italia tra agosto e settembre del 2024, le emissioni dedicate hanno favorito la partecipazione al mercato dei titoli di Stato anche di chi non era precedentemente interessato; inoltre più di due terzi di

5 Le emissioni dedicate comprendono i BTP Futura, i BTP Italia e i BTP Valore. Le famiglie possono acquistare questi titoli durante finestre di collocamento ad hoc nel mercato primario senza partecipare alle aste e con intero soddisfacimento della domanda.

6 Le famiglie che acquistano queste obbligazioni nel corso del periodo di collocamento e le detengono fino alla scadenza ricevono un bonus.

Figura B

Titoli di debito detenuti direttamente dalle famiglie
(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: per il pannello (a), Banca d'Italia (Conti distribuitivi sulla ricchezza delle famiglie); per il pannello (b), Securities Holding Statistics by Sector.
(1) I CCTeu sono titoli indicizzati all'Euribor; i BTP€i sono indicizzati all'inflazione europea.

coloro che detenevano questi titoli si sono dichiarati disponibili ad acquistarne altri, a fronte del limitato interesse manifestato da quanti non li possedevano.

Alla fine del 2024 l'incidenza del risparmio gestito sulla ricchezza finanziaria delle famiglie si collocava a 3 punti percentuali in meno del 2021, ma ancora 7,6 punti in più del 2010. Questo aumento ha favorito l'espansione della quota di attività estere[7] sul totale degli strumenti di mercato detenuti dalle famiglie (risparmio gestito, azioni quotate e titoli di debito), anche per effetto della diversificazione geografica che caratterizza il portafoglio degli organismi di investimento collettivo del risparmio. Vi ha contribuito inoltre la riduzione degli investimenti diretti in attività quotate emesse dalle imprese italiane. Complessivamente, nel 2023, ultimo anno per il quale il dato è disponibile, la quota delle attività estere sugli strumenti di mercato si è collocata intorno al 60 per cento, dal 45 circa nel 2014[8].

7 Le attività finanziarie estere comprendono le azioni e i titoli obbligazionari emessi all'estero, detenuti dalle famiglie sia direttamente sia attraverso i prodotti del risparmio gestito.

8 Facendo alcune ipotesi sugli strumenti finanziari non di mercato, la quota delle attività finanziarie estere è passata dal 36 al 39 per cento.

L'indebitamento

Nel 2024 il debito delle famiglie consumatrici nei confronti di banche e società finanziarie ha ripreso ad aumentare leggermente, dopo la stazionarietà del 2023 (tav. 5.4); in rapporto al reddito disponibile è diminuito al 56,1 per cento, circa 6 punti percentuali in meno rispetto al 2019 e quasi 30 rispetto alla media dell'area

Tavola 5.4

Credito alle famiglie (1)
(dati di fine periodo)

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze a marzo 2025 (2)
	2021	2022	2023	2024	marzo 2025	
			Prestiti per l'acquisto di abitazioni			
Banche	5,0	4,8	0,0	1,3	2,1	421.117
			Credito al consumo			
Totale banche e società finanziarie	3,2	6,0	5,5	5,6	5,6	178.941
banche	1,0	2,9	3,5	4,4	4,6	127.511
società finanziarie	9,6	15,4	11,3	8,9	8,2	51.429
			Altri prestiti (3)			
Banche	3,2	1,6	-9,1	-5,7	-3,9	90.329
			Totale			
Totale banche e società finanziarie	**4,3**	**4,6**	**0,2**	**1,6**	**2,4**	**690.386**

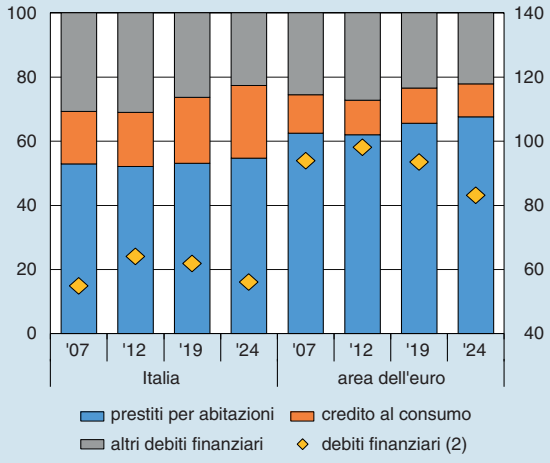
Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Si considerano le famiglie consumatrici. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per marzo 2025, dati provvisori. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle famiglie*. – (2) Milioni di euro. Le consistenze includono i prestiti cartolarizzati. – (3) 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.

dell'euro (fig. 5.5). Secondo i dati dell'ICF dello scorso marzo, la quota di famiglie indebitate è lievemente cresciuta nel 2024.

Durante l'anno scorso le nuove erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni, la passività più importante delle famiglie, hanno ripreso vigore salendo a oltre 44 miliardi, da 41 nel 2023. La domanda ha risentito positivamente del calo dei tassi di interesse – in particolare nella seconda parte dell'anno (fig. 5.6.a) – e dell'aumento della fiducia, a fronte di criteri di offerta solo di poco più rigidi. La crescita dei nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni ha riguardato tutte le classi di età dei mutuatari: quella dei più giovani continua a rappresentare la quota più elevata (fig. 5.6.b). I dati della Concessionaria servizi assicurativi pubblici (Consap) confermano che i mutui con garanzia a valere sul

Figura 5.5

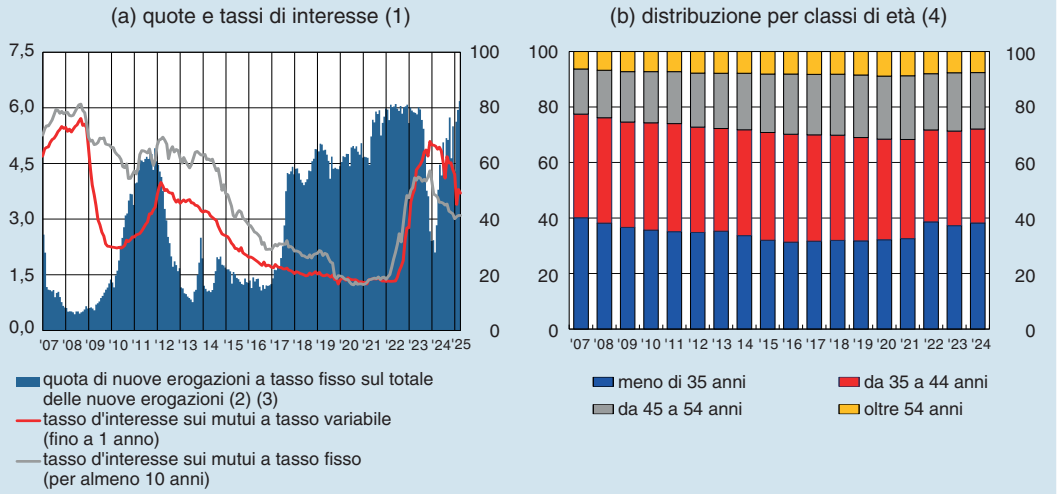
Debiti finanziari delle famiglie: composizione e incidenza sul reddito disponibile (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), BCE e Istat.
(1) Oltre alle famiglie consumatrici, include anche quelle produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita nonché unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e le Isp (cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Famiglie: confronto internazionale di attività e passività finanziarie*). – (2) Debiti finanziari in rapporto al reddito disponibile. Scala di destra.

Figura 5.6

Nuovi mutui alle famiglie
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Rilevazione analitica dei tassi di interesse attivi.
(1) Dati riferiti alle nuove erogazioni rivolte alle famiglie consumatrici, alle famiglie produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto che impiegano fino a 5 addetti, produttrici di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita nonché unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari dell'intermediazione finanziaria) e alle Isp. – (2) Scala di destra. – (3) Tasso fisso per almeno 10 anni. – (4) Dati riferiti a finanziamenti alle famiglie consumatrici con valore dell'accordato o dell'utilizzato pari o superiore a 75.000 euro. Per esigenze di confronto, i dati del 2024 escludono i finanziamenti inclusi in seguito ai cambiamenti di perimetro e di soglia minima di rilevazione intervenuti a partire dalla segnalazione del dicembre dello stesso anno.

Fondo prima casa[12] – destinati a richiedenti di età inferiore a 36 anni – sono saliti a 6,3 miliardi, da 5,3 nel 2023.

Le nuove erogazioni a tasso fisso hanno superato complessivamente il 90 per cento del totale, un nuovo valore massimo nel confronto storico, riflettendo il minore costo di questi prestiti (3,1 per cento a marzo del 2025, rispetto a 3,7 per i mutui a tasso variabile). I contratti a tasso fisso rappresentano inoltre quasi tre quarti dei mutui in essere.

Il credito al consumo è ancora cresciuto a ritmo sostenuto (5,6 per cento): i finanziamenti ottenuti dalle famiglie continuano a essere quasi esclusivamente a tasso predeterminato per almeno un anno. L'espansione si è verificata anche se il costo complessivo dei nuovi finanziamenti si è collocato su valori elevati (10,1 per cento a dicembre). Il costo del credito al consumo in Italia rimane di 1,8 punti percentuali più alto di quello medio dell'area dell'euro. Nel primo trimestre del 2025 l'espansione del credito al consumo è proseguita, nonostante il deterioramento del clima di fiducia delle famiglie osservato a marzo.

12 Per ulteriori dettagli, cfr. nell'Appendice la sezione: *Descrizione dei principali provvedimenti in materia economica. L'economia italiana: Le famiglie e le imprese.*

6. LE IMPRESE

Nel 2024 il valore aggiunto in Italia è aumentato moderatamente, come nell'anno precedente. La dinamica dell'attività si è indebolita nei servizi, per il rallentamento nei comparti a elevata interazione sociale quali le attività ricreative, e nelle costruzioni, per il netto ridimensionamento delle agevolazioni fiscali nell'edilizia residenziale. Nell'industria in senso stretto il valore aggiunto è rimasto stazionario, dopo il calo nel 2023, riflettendo l'espansione nel comparto energetico e la nuova moderata flessione nella manifattura.

Gli investimenti hanno fortemente rallentato rispetto al 2023: quelli in costruzioni non residenziali hanno accelerato, anche per l'attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza*, mentre quelli in abitazioni si sono ridotti, dopo la marcata crescita sospinta dal Superbonus. La spesa per macchinari e attrezzature è diminuita, dopo il sostenuto incremento del quadriennio precedente, risentendo in particolare della debolezza della domanda. Le imprese ne prefigurano nel complesso un'espansione per il 2025, soprattutto quelle di grande dimensione.

Lo scorso anno l'indebolimento del ciclo economico e l'aumento del costo del lavoro hanno contenuto la redditività delle aziende. Il costo dei finanziamenti bancari è sceso per effetto dell'allentamento della politica monetaria. La dinamica del credito, ancora negativa, è stata eterogenea tra le diverse tipologie di imprese. I prestiti sindacati hanno rappresentato una quota rilevante di quelli bancari.

La produttività del lavoro nel settore privato è diminuita per il secondo anno consecutivo, dopo un lungo periodo di crescita. Questa fase positiva era stata il frutto della ristrutturazione che aveva interessato il sistema produttivo dopo la crisi dei debiti sovrani; vi avevano contribuito sia la riallocazione dell'attività verso aziende più efficienti, sia un aumento della produttività all'interno delle singole imprese.

La spesa in ricerca e sviluppo in rapporto al PIL è ancora nettamente inferiore alla media dell'Unione europea. Il divario è riconducibile soprattutto al settore privato e si traduce in un numero di brevetti minore rispetto agli altri principali paesi europei.

All'attività innovativa contribuiscono in maniera significativa le start up, che dipendono maggiormente dall'apporto di mezzi propri. L'offerta di capitale di rischio a queste imprese da parte di fondi di venture capital si è intensificata negli ultimi anni, ma rimane limitata nel confronto internazionale.

Si sono registrati progressi nella digitalizzazione e nella decarbonizzazione. Fra le imprese, già ampiamente dotate di strumenti digitali di base, si sta diffondendo l'utilizzo di tecnologie avanzate fra le quali l'intelligenza artificiale. Continuano inoltre ad accelerare le nuove installazioni di impianti di energia rinnovabile. Il cambiamento climatico comporta elevati rischi idrogeologici con cui si devono confrontare le imprese italiane.

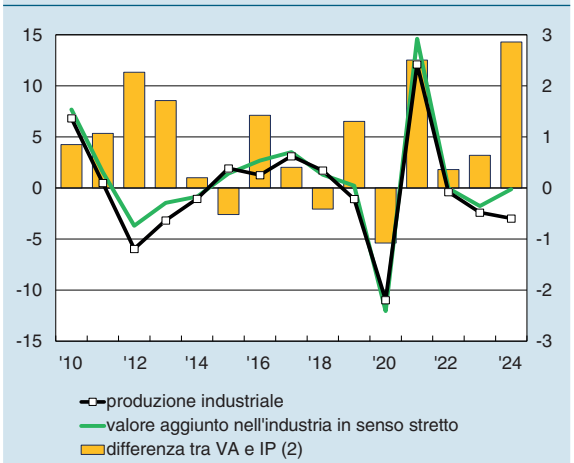
Gli andamenti settoriali e la struttura del sistema produttivo

Il valore aggiunto e la produzione. – Nel 2024 il valore aggiunto dell'economia italiana è aumentato dello 0,5 per cento (0,7 nel 2023)[1]. L'attività si è incrementata dell'1,2 per cento nelle costruzioni (6,9 nell'anno precedente) e, in misura più contenuta, nei servizi; ha sostanzialmente ristagnato nell'industria in senso stretto, diminuendo nella manifattura.

L'indice della produzione industriale si è ridotto del 3,0 per cento (-2,4 nel 2023), proseguendo con intensità crescente il calo in atto dal 2022. Secondo le indagini dell'Istat, il principale ostacolo alla produzione deriva dall'insufficienza della domanda che rispecchia, tra l'altro, la debolezza del ciclo manifatturiero nell'area dell'euro. Si è confermato il diverso andamento del valore aggiunto nell'industria in senso stretto e dell'indice della produzione industriale: dal 2010 al 2024 il primo è complessivamente salito del 3 per cento, mentre il secondo è diminuito del 9 (fig. 6.1). A parte le differenze metodologiche, la divergenza, comune ai maggiori paesi europei, è determinata anche da cambiamenti strutturali di lungo periodo nella qualità delle produzioni. Il valore aggiunto esprime in modo più appropriato tali cambiamenti rispetto all'indice della produzione, che invece riflette principalmente variazioni nelle quantità prodotte.

Figura 6.1

Tassi di variazione del valore aggiunto nell'industria in senso stretto e dell'indice della produzione industriale e loro differenza (1)
(valori e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: indice destagionalizzato della produzione industriale*.
(1) Dati grezzi; valori concatenati con anno di riferimento 2020 per il valore aggiunto a prezzi base nell'industria in senso stretto. – (2) Scala di destra.

In termini di valore aggiunto, nel 2024 sono maggiormente cresciuti il settore chimico e quello farmaceutico. Le contrazioni più ampie si sono registrate nella fabbricazione di autoveicoli – comparto che sta affrontando le trasformazioni tecnologiche e produttive legate ai processi di transizione ambientale e digitale – e nel tessile, la cui flessione è in atto dall'inizio degli anni duemila.

Il calo della produzione industriale ha interessato la maggioranza dei settori; solo in un quinto dei comparti, che include la fabbricazione di altri mezzi di trasporto[2] e il settore alimentare, si è avuta un'espansione superiore al 5 per cento (fig. 6.2).

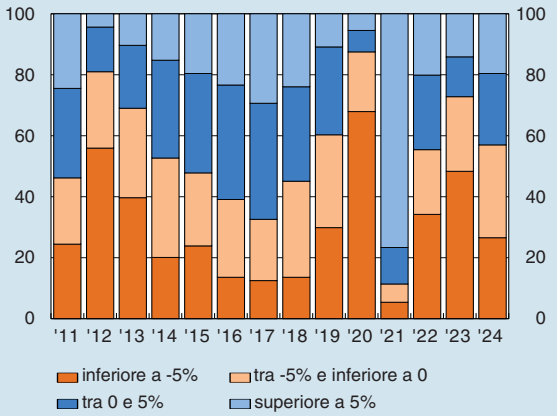
1 Si considera il valore aggiunto a prezzi base. Per maggiori dettagli sulla differenza con il PIL, cfr. nella sezione *Glossario* dell'Appendice la voce *Prodotto interno lordo ai prezzi di mercato (PIL)*.

2 L'aggregato include costruzione di imbarcazioni, locomotive e materiale rotabile, aeromobili e veicoli spaziali, veicoli da combattimento.

Nelle costruzioni il valore aggiunto ha fortemente rallentato a causa della marcata riduzione dei benefici fiscali connessi con il Superbonus; è comunque aumentato dell'1,2 per cento, dopo un incremento cumulato di quasi il 25 per cento nel biennio 2022-23. Gli investimenti sono leggermente scesi nel comparto residenziale (cfr. il paragrafo: *Gli investimenti*), mentre sono saliti in modo significativo nella componente non residenziale, anche per il contributo delle opere pubbliche finanziate dal PNRR (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4). Le indagini condotte dalla Banca d'Italia segnalano un aumento delle commesse di opere pubbliche per quasi la metà delle imprese di costruzione intervistate. Sulla base dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), svolta tra febbraio e maggio di quest'anno, il 52 per cento delle imprese con almeno dieci addetti prevede di ricevere nel 2025 ordini legati ai bandi del PNRR.

Figura 6.2

Produzione industriale: quote di settori in espansione o contrazione (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, dati grezzi; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: indice destagionalizzato della produzione industriale*.
(1) La quota di settori in espansione o contrazione (a livello di classe Ateco a 4 cifre) è calcolata sulla base dei tassi di crescita annuali degli indici settoriali di produzione industriale.

Nel terziario l'espansione del valore aggiunto è proseguita, ma a ritmi inferiori a quelli dell'anno precedente (0,6 per cento, da 1,1 nel 2023). Incrementi consistenti si sono manifestati nelle attività immobiliari, in linea con il buon andamento del mercato delle abitazioni (cfr. il capitolo 5), e nelle attività professionali, scientifiche e tecniche. Per queste ultime è continuata la crescita osservata negli ultimi anni, anche a seguito delle riforme che hanno favorito un aumento della concorrenza e della produttività[3]. Si è invece attenuato il contributo dei comparti a elevata interazione sociale, quali i servizi di alloggio e ristorazione (1,0 per cento da 5,1 nel 2023) e le attività ricreative (-0,9 per cento da 13,4), dopo il forte rimbalzo successivo all'emergenza sanitaria.

La struttura del sistema produttivo. – Dopo la pandemia si è assistito a una leggera ricomposizione settoriale in favore dei servizi privati e delle costruzioni; queste ultime sono tornate ad avere un peso sul valore aggiunto paragonabile a quello che avevano prima della crisi finanziaria globale. La quota della manifattura è lievemente diminuita al 16 per cento, un valore appena superiore alla media europea.

[3] Per maggiori dettagli, cfr. I. Di Marzio, S. Mocetti e G. Roma, *Gli effetti delle riforme nel mercato dei servizi professionali*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 900, 2024.

È inoltre proseguita in tutti i settori la riallocazione verso le aziende di maggiore dimensione. Nel 2023, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati, le imprese con almeno 250 dipendenti impiegavano un quarto dei lavoratori occupati nel settore privato non agricolo e non finanziario, circa un punto percentuale in più rispetto al 2019 e quasi 5 punti in più del 2014; negli altri principali paesi europei questa incidenza restava tuttavia nettamente più elevata (46 per cento in Francia, 42 in Germania e 33 in Spagna).

La demografia di impresa e le start up. – Secondo le rilevazioni di Movimprese, nel 2024 il tasso di natalità delle aziende è stato superiore a quello di mortalità; entrambi i tassi sono aumentati lievemente nell'anno. I dati dell'Istat, disponibili fino al 2022, indicano che il tasso di natalità netto è positivo dal 2021, dopo 15 anni in cui era rimasto negativo.

Tra le nuove imprese, un ruolo significativo è svolto dalle cosiddette start up innovative. Queste hanno come oggetto sociale prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico e dal 2012 possono accedere fino al quinto anno di vita ad agevolazioni mirate[4]. Fra il 2012 e il 2024 oltre 31.000 imprese si sono iscritte nel registro nazionale delle start up innovative, con un picco di adesioni nel 2021[5]. Il loro valore aggiunto rappresenta una quota ridotta del totale (0,3 per cento tra le società di capitali e 1,7 tra le società nate dopo il 2012, secondo i dati riferiti al 2022). La loro rilevanza per l'innovazione è tuttavia testimoniata dalla più intensa attività di ricerca e sviluppo: tra il 2012 e il 2019 (ultimo anno disponibile) tali aziende hanno depositato il 44,3 per cento dei brevetti di quelle nate dopo il 2012.

Le start up innovative si concentrano principalmente nei servizi di informazione e comunicazione (48,9 per cento), ma sono presenti anche nelle attività professionali tecnico-scientifiche (22,9 per cento) e nella manifattura (15 per cento). Nel confronto con imprese simili per età, settore e forma giuridica si caratterizzano per una maggiore dotazione di capitale netto e di immobilizzazioni, soprattutto immateriali. Rispetto alle altre società di capitali nate nello stesso periodo, le start up innovative sono inizialmente più piccole per fatturato e numero di occupati, ma crescono più velocemente, colmando questi divari entro dieci anni dalla nascita. Si contraddistinguono inoltre per il ricorso al canale non bancario per il proprio finanziamento: una su 14 ha ottenuto risorse da fondi di venture capital, comparto verso cui si sono di recente concentrate diverse novità normative che mirano a sostenerne lo sviluppo (cfr. il paragrafo: *Le fonti di finanziamento*).

---

4 La L. 221/2012 ha introdotto uno specifico regime giuridico, fiscale e finanziario per agevolare la nascita e lo sviluppo di giovani società di capitali ad alto contenuto innovativo e tecnologico. Una start up innovativa deve avere come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto valore tecnologico; non deve essere il risultato di scissione o cessione di un ramo di azienda; deve avere un fatturato annuo inferiore a 5 milioni di euro; non deve essere quotata in un mercato regolamentato; non deve distribuire utili. Deve inoltre rispettare almeno uno dei tre seguenti requisiti: (a) sostenere spese in ricerca e sviluppo pari ad almeno il 15 per cento del maggiore valore tra costo e totale della produzione; (b) impiegare personale altamente qualificato; (c) essere titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto o di un software registrato. La L. 193/2024 ha ristretto i requisiti per l'accesso al registro delle start up innovative, escludendo le imprese aventi come oggetto sociale attività di agenzia o consulenza.

5 G.M. Cassinis, A. Cintolesi, S. Formai, A. Locatelli, F. Manaresi, E. Manzoli, G. Papini, F. Parlapiano, P. Recchia e S. Zuccolalà, *Innovative firms unveiled: economic and financial insights from Italian start-ups*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.

Gli investimenti

Nel 2024 l'accumulazione lorda di capitale è nettamente rallentata (0,5 per cento, da 9,0 nel 2023; tav. 6.1)[6]. Gli investimenti in costruzioni hanno avuto dinamiche eterogenee: si sono ridotti nel comparto residenziale, dopo un'espansione superiore al 100 per cento nel periodo 2020-23 per effetto del Superbonus, mentre sono ulteriormente cresciuti in quello non residenziale, anche per l'attuazione dei progetti del PNRR. La spesa per macchinari e attrezzature è diminuita, dopo essere salita di quasi il 25 per cento nel quadriennio 2020-23; il calo si è associato a un minore grado di utilizzo degli impianti esistenti. La contrazione è stata più marcata nella componente dei mezzi di trasporto, notevolmente aumentata l'anno precedente. Questa dinamica negativa degli investimenti in beni strumentali riflette anche il deterioramento delle prospettive di domanda. Secondo le indagini dell'Istat, nel 2024 la domanda e i fattori tecnici (ad es. lo sviluppo tecnologico), considerati entrambi fattori di stimolo per l'accumulazione, hanno infatti fornito un impulso minore rispetto alla media del periodo 2020-23, quando gli investimenti avevano anche beneficiato degli incentivi del piano Transizione 4.0[7].

Tavola 6.1

Investimenti fissi lordi
(valori concatenati; valori percentuali)

VOCI	Composizione nel 2024 (1)	Variazioni			Quote del PIL (1)	
		2022	2023	2024	2019	2024
Costruzioni	54,2	9,2	15,5	2,0	7,9	12,2
Abitazioni (2)	30,9	16,0	18,1	-3,1	4,0	6,9
Altre costruzioni (2)	23,3	0,7	11,9	9,6	4,0	5,2
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	32,4	3,7	2,4	-2,6	7,2	7,3
di cui: mezzi di trasporto	5,6	-6,1	16,1	-6,3	1,3	1,3
Prodotti di proprietà intellettuale	13,4	10,5	1,9	2,6	3,0	3,0
di cui: ricerca e sviluppo	6,4	11,7	1,9	3,0	1,5	1,4
software e basi di dati	6,7	10,2	1,9	2,1	1,5	1,5
Totale investimenti fissi lordi	**100,0**	**7,4**	**9,0**	**0,5**	**18,2**	**22,5**
Totale escluse le abitazioni	–	4,2	5,2	2,2	14,2	15,5
Totale escluse le costruzioni	–	5,7	2,3	-1,2	10,2	10,3

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

6 La revisione generale dei *Conti economici nazionali* per il periodo 1995-2023, diffusa dall'Istat a settembre del 2024, ha modificato la dinamica degli investimenti, il cui tasso di crescita è quasi raddoppiato nel 2023 soprattutto per la correzione al rialzo di quelli in costruzioni.

7 Per approfondimenti, cfr. Ministero dell'Economia e delle finanze, Banca d'Italia e Ministero delle Imprese e del made in Italy, *Gli incentivi in investimenti 4.0: una valutazione dell'impatto della misura*, 29 novembre 2024.

Nonostante la dinamica molto contenuta, gli investimenti in rapporto al PIL si sono confermati su livelli superiori a quelli precedenti la pandemia (al 22,5 per cento), soprattutto per il peso maggiore della componente in costruzioni.

È proseguito l'aumento dello stock di capitale in atto dal 2021 (dopo nove anni consecutivi di riduzione): gli investimenti al netto degli ammortamenti sono risultati positivi, sebbene inferiori rispetto al 2023.

Secondo l'indagine Invind, nel 2024 gli investimenti sono cresciuti soprattutto fra le imprese dei servizi con un numero di addetti compreso tra 200 e 499, mentre sono diminuiti nella manifattura (tav. 6.2). In media la spesa effettiva è risultata sostanzialmente in linea con i piani precedentemente formulati. Le imprese edili indicano per lo scorso anno un incremento della realizzazione di opere pubbliche che, secondo le attese, proseguirebbe nel 2025. I programmi delle aziende per quest'anno prefigurano nel complesso un'espansione della spesa in capitale, con andamenti eterogenei tra settori: la flessione per le imprese dei servizi sarebbe più che compensata dall'aumento per quelle dell'industria in senso stretto.

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 2024, salvo diversa indicazione)

VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	basso	alto	bassa	alta
Industria in senso stretto									
Consuntivo per il 2024	-3,4	-6,1	-7,9	-5,4	0,6	-7,1	-0,6	-13,2	4,8
Tasso di realizzo (4)	98,6	106,6	103,1	92,7	96,3	97,8	99,2	93,2	102,7
Programmi per il 2025	4,9	3,1	4,7	6,1	5,2	6	4,5	3,3	6,7
di cui: manifattura									
consuntivo per il 2024	-7,0	-6,1	-10,3	-5,8	-5,3	-8,5	-5,4	-13,7	1,5
tasso di realizzo (4)	97,9	105,4	105,5	94,2	90,6	99,3	96,5	93,3	103,3
programmi per il 2025	2,9	3,3	1,8	3,4	3,3	3,9	2,4	2,0	3,9
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2024	5,8	1,6	10,2	11,1	5,7	....	....	3,1	8,2
Tasso di realizzo (4)	104,0	105,7	108,0	107,4	100,2	....	....	109,2	101,5
Programmi per il 2025	-0,8	-4,8	-8,6	2,3	3,9	....	....	-2,2	0,3
Totale									
Consuntivo per il 2024	1,6	-0,8	0,9	1,4	3,3	....	....	-4,2	6,6
Programmi per il 2025	1,9	-1,4	-2,8	4,5	4,5	....	....	0,6	3,0

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 dei dati 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. Il valore mediano è calcolato sul 2024 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, sul 2025 per i programmi. – (3) Dati riferiti 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 2024. – (5) Servizi privati non finanziari.

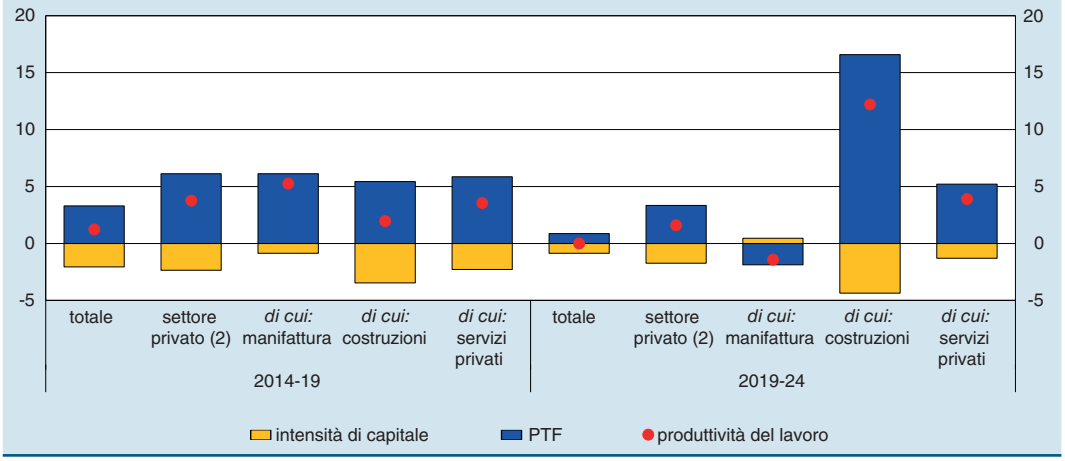
La produttività e l'innovazione

La produttività. – Nel 2024 la produttività del lavoro nel settore privato, escludendo l'agricoltura e i servizi immobiliari e finanziari, è diminuita per il secondo anno consecutivo. Il calo del biennio è da ricondurre in parte a fattori ciclici[8] e in parte alla riduzione relativa del costo del lavoro rispetto a quello del capitale e dei beni intermedi, che ha reso più conveniente l'utilizzo del fattore lavoro da parte delle imprese (cfr. i capitoli 7 e 8)[9]. Grazie ai significativi incrementi del triennio precedente, nel 2024 il valore aggiunto per ora lavorata è rimasto 1,6 punti percentuali al di sopra del livello osservato prima della pandemia; l'aumento cumulato è stato superiore a quanto registrato in Germania e in Francia (rispettivamente 0,7 e -3,1 per cento) e pari alla metà di quello spagnolo (3,3). Nel complesso dell'economia la produttività si è invece riportata sui valori del 2019, riflettendo l'ulteriore riduzione, in atto da tempo, nell'agricoltura, nei servizi finanziari, nell'istruzione e nella sanità.

Negli ultimi cinque anni la crescita del prodotto per ora lavorata nel settore privato è stata inferiore a quella del quinquennio precedente (fig. 6.3). Il contributo positivo della produttività totale dei fattori (PTF) è stato in parte compensato da un ulteriore calo del rapporto tra capitale e lavoro: sebbene lo stock di capitale sia tornato a crescere dopo la flessione del quinquennio precedente, è aumentato meno delle ore lavorate. L'incremento della produttività del lavoro è stato trainato dalla crescita della PTF nei servizi e nelle costruzioni[10]; il contributo negativo della manifattura è dipeso interamente dalla riduzione della PTF, penalizzata dallo stato della congiuntura nell'ultimo biennio.

Figura 6.3

Contributo della produttività totale dei fattori e dell'intensità di capitale alla variazione della produttività del lavoro per settore (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sui dati Istat, *Conti economici nazionali*.
(1) Tassi di crescita cumulati fra il primo e l'ultimo anno del periodo indicato, calcolati come differenze logaritmiche; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: scomposizione della crescita della produttività del lavoro*. – (2) Si intende il settore privato non agricolo, non finanziario, con l'esclusione dei servizi immobiliari (sezioni Ateco da B a N, con esclusione di K e L).

8 La produttività del lavoro in Italia e in altri paesi europei tende a crescere nelle fasi di espansione e a ridursi nelle fasi di debolezza dell'attività economica.

9 F. Colonna, F. Scoccianti ed E. Viviano, *The slowdown of productivity in the euro area and the role of input prices*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 918, 2025.

10 L'eccezionale espansione della domanda nel settore delle costruzioni può avere in parte determinato il forte aumento della PTF incrementando l'utilizzo della capacità produttiva.

Secondo nostre analisi la dinamica della produttività nei tre anni successivi alla pandemia, per i quali si dispone di dati a livello di impresa, è dovuta principalmente all'aumento all'interno delle singole aziende già presenti sul mercato[11]. Vi hanno contribuito anche la demografia di impresa (le nuove aziende sono risultate mediamente più efficienti di quelle cessate) e la riallocazione di risorse a favore delle unità più grandi e maggiormente produttive fra quelle esistenti. Queste dinamiche rappresentano una novità rispetto al quinquennio 2015-19, quando solo il canale della riallocazione aveva fornito un contributo positivo alla crescita del valore aggiunto per ora lavorata[12].

L'innovazione e la transizione digitale. – La dinamica positiva della produttività nell'ultimo decennio non si è accompagnata a una significativa crescita della spesa in ricerca e sviluppo, che nel 2023 si è portata all'1,3 per cento del PIL, come nel 2014. Tale valore risultava inferiore di quasi un punto rispetto alla media europea, soprattutto per effetto della minore spesa sostenuta dalle imprese (cfr. il riquadro: *Il sistema dell'innovazione in Italia nel confronto internazionale*).

IL SISTEMA DELL'INNOVAZIONE IN ITALIA NEL CONFRONTO INTERNAZIONALE

Il progresso tecnologico è la principale determinante della crescita economica e della produttività nel lungo periodo. Nonostante la qualità della ricerca scientifica nazionale, nelle principali classifiche sull'innovazione l'Italia occupa una posizione intermedia nell'Unione europea[1] e rimane distante dalle principali economie europee e dai leader mondiali, a loro volta insidiati dalla Cina. Ciò a causa di un'attività innovativa concentrata sulle tecnologie tradizionali, come quelle legate alla filiera di industrie coinvolte nella produzione automobilistica (*automotive*), e di carenze nel trasferimento tecnologico dalla ricerca scientifica alle imprese[2].

L'attività di ricerca accademica condotta nelle discipline scientifiche, tecnologiche, informatiche e matematiche (*science, technology, engineering and mathematics*, STEM)[3] costituisce un punto di forza. In Italia il numero annuo di pubblicazioni di qualità

1 L'Italia è 16ª nella UE secondo l'*European innovation scoreboard* della Commissione e 26ª a livello mondiale in base al *global innovation index* dell'Organizzazione mondiale per la proprietà intellettuale, secondo il quale occupano i primi tre posti Svizzera, Svezia e Stati Uniti. La Cina ha raggiunto l'11ª posizione (35ª nel 2013).

2 M. Andini, F. Bertolotti, L. Citino, F. D'Amuri, A. Linarello e G. Mattei, *Ricerca, innovazione e trasferimento tecnologico in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

3 Non esiste una definizione univoca delle discipline STEM: in questo riquadro se ne utilizza una molto ampia che include scienze agrarie e biologiche, biochimica, chimica, energia, farmacologia, fisica, genetica, geologia, informatica, immunologia, ingegneria, matematica, medicina, microbiologia, neuroscienze, scienze ambientali, scienze dei materiali, scienze delle decisioni, scienze infermieristiche e veterinaria.

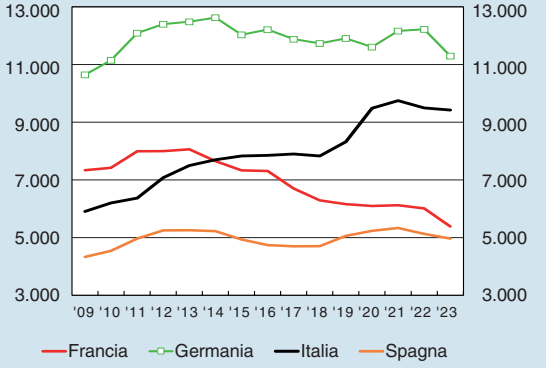
11 A. Accetturo, A. Baltrunaite, E. Ciani, F. Cingano, F. Daniele, R. De Luca, I. Di Marzio, R. Greco, A. Linarello, F. Manaresi e S. Mocetti, *Le recenti dinamiche della produttività e le trasformazioni del sistema produttivo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

12 Dalla crisi finanziaria globale si è innescato un processo di ristrutturazione produttiva ed è aumentato il contributo dell'efficienza allocativa alla crescita della produttività, anche in connessione con una maggiore selettività da parte degli intermediari creditizi; cfr. A. Linarello, A. Petrella ed E. Sette, *Allocative efficiency and finance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 487, 2019.

è aumentato del 60 per cento tra il 2009 e il 2023[4], portandosi a un livello di poco inferiore a quello della Germania e ben al di sopra di quelli di Francia e Spagna (figura A). La crescita ha interessato le diverse aree disciplinari ed è stata particolarmente marcata nelle scienze mediche, che da sole hanno contribuito per oltre il 40 per cento all'incremento complessivo. Tali risultati sono stati ottenuti in un contesto caratterizzato da risorse limitate: in rapporto al PIL, nel 2023 la spesa pubblica per le università (0,6 per cento) era pari alla metà di quella di Francia e Germania.

Figura A

Numero di pubblicazioni STEM di qualità (1)
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.
(1) Le pubblicazioni di qualità sono definite come quelle nel 1° decimo per numero di citazioni.

Ai buoni risultati nella ricerca non corrisponde una presenza altrettanto significativa nella registrazione dei brevetti, requisito per lo sfruttamento commerciale. Sebbene anche in questo ambito si siano registrati notevoli progressi[5], rimane ampio il divario nei confronti dei principali paesi europei: nel 2024 il numero dei brevetti presentati da residenti in Germania e Francia era pari rispettivamente a cinque e a due volte quello dei residenti in Italia. L'attività brevettuale rimane inoltre concentrata in tecnologie tradizionali, come quelle della meccanica e dei trasporti; è pressoché in linea con il resto del mondo in ambiti strategici, quali la farmaceutica, le tecnologie mediche e gli apparati elettrici; è limitata nei campi in maggiore espansione, come le tecnologie informatiche e le comunicazioni digitali (figura B).

Per quanto riguarda il settore privato, il ritardo nella registrazione dei brevetti riflette il basso livello di spesa in ricerca e sviluppo[6], che in rapporto al PIL (0,76 per cento nel 2023) supera di poco la metà della media nella UE e rimane nettamente inferiore a quella dei paesi leader mondiali nell'innovazione[7]. Solo una parte del divario dipende dalla struttura dei settori, che risulta sbilanciata

4 Nello stesso periodo la quota delle pubblicazioni di qualità sul totale mondiale è rimasta sostanzialmente stabile attorno al 3 per cento in Italia, si è ridotta negli Stati Uniti (al 17,2 per cento dal 34,1) ed è molto aumentata in Cina (al 35,8 per cento dal 7,8). Si definiscono pubblicazioni scientifiche di qualità quelle che rientrano nel 1° decimo per numero di citazioni; cfr. OCSE, *OECD bibliometric indicators. Selected highlights*, maggio 2025.

5 Secondo i dati di fonte EPO le domande di brevetto presentate da residenti in Italia sono aumentate del 22 per cento tra il 2015 e il 2024.

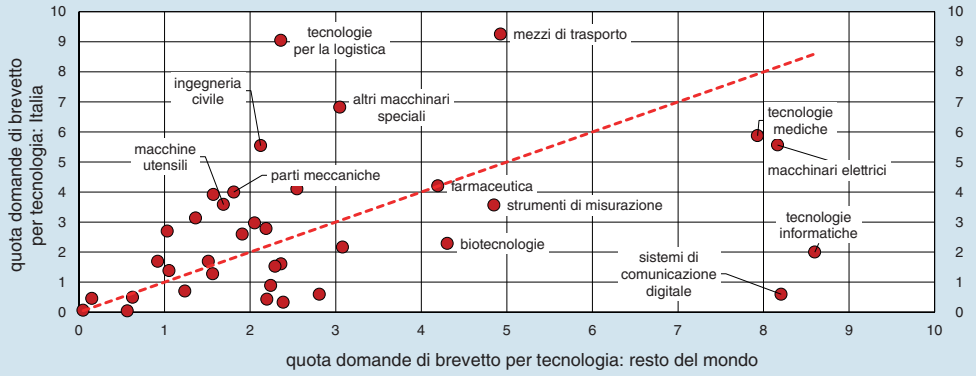
6 F. Bertolotti, L. Citino, A. Linarello, F. Lotti, E. Padovani, E. Pisano, M. Romanelli, A. Sanelli, F. Scoccianti, E. Sette ed E. Zangari, *Innovazione e politiche di sostegno pubblico: un'analisi comparata*, Questioni di economia e finanza, 898, 2024.

7 Nel 2023 i primi tre paesi a livello mondiale per spesa privata in ricerca e sviluppo in rapporto al PIL erano la Corea del Sud, il Giappone e gli Stati Uniti (3,9, 2,7 e 2,7 per cento, rispettivamente).

Figura B

Specializzazione tecnologica dei brevetti in Italia e nel resto del mondo nel 2024

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Ufficio europeo dei brevetti (European Patent Office, EPO).

verso quelli più tradizionali. La spesa è inferiore in ogni comparto[8] e risente della scarsa presenza tra le aziende leader globali dell'innovazione: nel 2023 la prima impresa italiana per spesa in ricerca e sviluppo era al 46° posto nell'Unione europea.

Nel settore pubblico il divario rispetto alla UE nella spesa per ricerca e sviluppo è meno marcato. I brevetti di università ed enti di ricerca sono più specializzati nelle tecnologie di frontiera, quali quelle mediche e le biotecnologie. A livello mondiale l'attività innovativa tende a concentrarsi in poli di eccellenza[9]. Tra il 2000 e il 2020 più di metà delle domande di brevetto a livello universitario in Europa è stata presentata da atenei che detengono oltre 250 brevetti: queste università costituiscono solo il 4,5 per cento del totale. In Italia solamente un ateneo rientra in tale categoria, mentre in Germania, Francia e Regno Unito sono rispettivamente 12, 15 e 4.

Il ritardo rispetto agli altri paesi europei riguarda anche le modalità di trasferimento dell'innovazione alle imprese. Nonostante miglioramenti recenti[10],

8 Fa eccezione il comparto degli altri mezzi di trasporto, che include quelli per la difesa e l'aerospazio. Sulla base dei dati dell'Eurostat, nel 2022 (ultimo anno disponibile) l'incidenza della spesa in ricerca e sviluppo sul fatturato era in Italia del 4,75 per cento, a fronte del 4,62, 4,45 e 3,75 in Francia, Spagna e Germania, rispettivamente.

9 Per maggiori dettagli, cfr. EPO e Fraunhofer ISI, *The role of European universities in patenting and innovation. A study of academic inventions at the EPO*, European Patent Office, ottobre 2024.

10 Gli UTT si occupano della gestione della proprietà intellettuale, della stipula di contratti di ricerca con le imprese e della promozione di start up. La forte crescita della loro dimensione nell'ultimo decennio potrebbe in parte riflettere gli effetti di uno specifico bando pubblicato nel 2015 dal Ministero dello Sviluppo economico (ora Ministero delle Imprese e del made in Italy) e dall'Ufficio italiano brevetti e marchi. La L. 102/2023, che ha trasferito la titolarità dei diritti di sfruttamento economico delle invenzioni derivanti da progetti di ricerca pubblica alle università e agli enti pubblici di ricerca, potrebbe dare maggiore impulso alle attività degli UTT. In argomento, cfr. anche Netval-Network per la Valorizzazione della Ricerca, *19° Rapporto Netval. Ancora a due velocità. Dati relativi al 2022*, in collaborazione con Mimit-UIBM e CRUI, 2024.

gli Uffici di trasferimento tecnologico (UTT) delle università italiane restano di dimensioni ridotte: a parità di brevetti gestiti, hanno circa il 20 per cento di addetti in meno della media della UE. Le università sono coinvolte nel trasferimento tecnologico anche attraverso i centri di competenza ad alta specializzazione, ossia partenariati pubblico-privati nati nel 2018 per favorire l'adozione di tecnologie avanzate da parte delle piccole e medie imprese. Anche in questo caso la scala delle iniziative è limitata: per il periodo 2019-25 tali centri sono stati finanziati con 186 milioni di euro; strutture simili in Europa beneficiano di finanziamenti ben più significativi e stabili nel tempo[11].

La strategia di sostegno pubblico all'innovazione soffre di un'elevata frammentazione, sia a livello centrale tra i diversi dicasteri sia tra livelli di governo, e potrebbe trarre beneficio da un maggiore coordinamento. In particolare le regioni sono destinatarie di finanziamenti ingenti, in parte ottenuti attraverso programmi europei (come quelli del Fondo europeo di sviluppo regionale, FESR), impiegati in iniziative autonome che rischiano di duplicare quelle di carattere nazionale o europeo.

[11] Ad esempio, nel Regno Unito l'Innovate UK Catapult Network riceve un finanziamento pari a 1,6 miliardi di sterline per il periodo 2023-28, in aumento del 35 per cento rispetto al quinquennio precedente.

Secondo l'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (*digital economy and society index,* DESI) della Commissione europea, per il 2023 il livello di digitalizzazione delle imprese con almeno dieci addetti è in molti campi maggiore in Italia rispetto a Germania, Francia e Spagna, in particolare nell'uso della fatturazione elettronica e delle tecnologie cloud. Nelle piccole e medie imprese si osserva un largo utilizzo degli strumenti digitali di base e un crescente impiego del commercio elettronico (cfr. il riquadro: *Il commercio al dettaglio tra regolamentazione e commercio elettronico* del capitolo 11), ma rispetto agli altri principali paesi europei in Italia sono meno diffusi gli strumenti di analisi dei dati e i software gestionali integrati. Per le imprese di ogni dimensione, l'ambito di maggiore ritardo riguarda l'adozione dell'intelligenza artificiale, sebbene anch'essa si stia diffondendo velocemente (cfr. il riquadro: *L'utilizzo dell'intelligenza artificiale nelle imprese italiane*).

L'UTILIZZO DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE NELLE IMPRESE ITALIANE

L'intelligenza artificiale (IA) consente ai sistemi informatici di simulare capacità cognitive umane e di svolgere compiti complessi. In aggiunta agli strumenti predittivi, che identificano schemi ricorrenti per prevedere eventi e comportamenti, dal 2022 si è diffuso l'utilizzo dell'IA generativa (*generative artificial intelligence*, GenAI), in grado di creare contenuti personalizzati, come testi, immagini e audio.

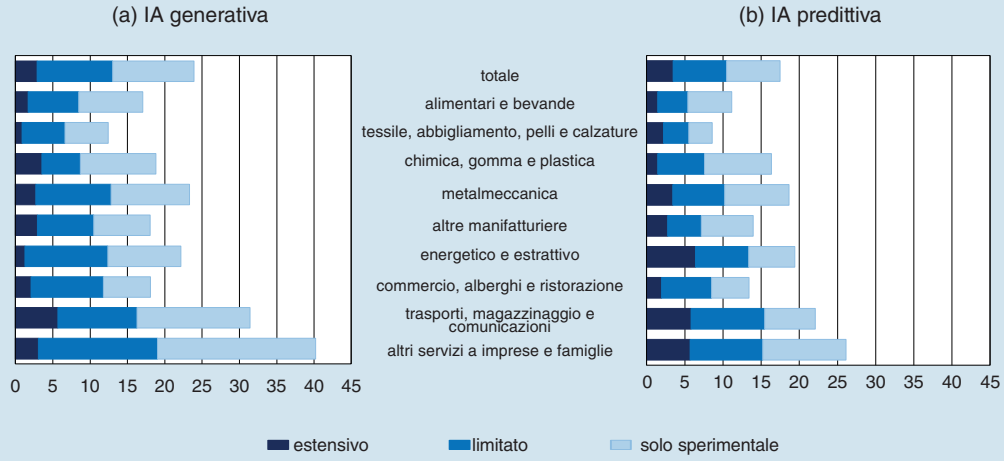
Secondo l'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia tra febbraio e maggio del 2025, l'utilizzo dell'IA da parte delle imprese italiane con almeno 20 addetti si sta espandendo rapidamente. La quota delle aziende che impiegano strumenti di tipo predittivo o generativo ha raggiunto il 27 per cento, con un

incremento di 14 punti percentuali rispetto al 2024 e di 23 nel confronto con il 2020. La diffusione è aumentata significativamente sia nel terziario sia nella manifattura[1].

La forte espansione ha interessato soprattutto la GenAI (figura A) – impiegata dal 24 per cento delle imprese (era il 5 nel 2024) – attualmente più diffusa di quella di tipo predittivo (usata dal 17 per cento). Circa metà delle imprese intervistate non prevede tuttavia di utilizzare queste tecnologie nel prossimo biennio. L'integrazione dell'IA nei processi produttivi è ancora parziale: tra le aziende che hanno adottato strumenti di tipo predittivo, solo il 20 per cento ne fa un uso estensivo, con differenze tra settori. Per le applicazioni di tipo generativo, l'impiego estensivo risulta ancora più contenuto (12 per cento). L'adozione aumenta con la dimensione di impresa: coinvolge oltre il 50 per cento delle aziende con almeno 500 addetti, ma solo il 23 di quelle con 20-49 occupati.

Figura A

Utilizzo dell'intelligenza artificiale per settore di attività (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese:* Indagine sulle imprese industriali e dei servizi *(Invind)*.
(1) I dati fanno riferimento all'indagine condotta tra febbraio e maggio del 2025. La figura mostra, per settore, la quota di imprese che ha dichiarato di utilizzare l'IA generativa (pannello a) o l'IA predittiva (pannello b) per intensità di utilizzo (uso estensivo, limitato o sperimentale) nei processi aziendali. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero di imprese nell'universo.

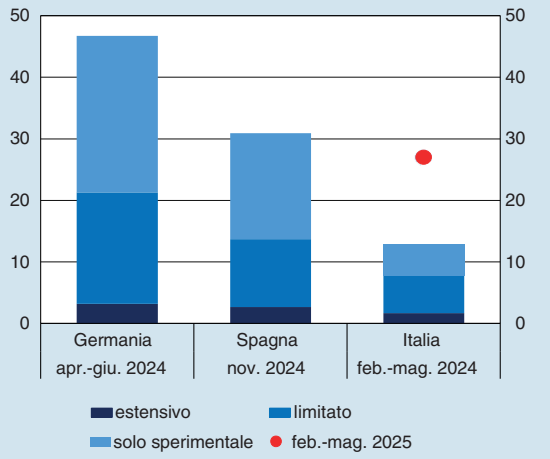
1 L'analisi si basa sui dati Invind, nelle edizioni del 2020, 2024 e 2025. Le attese sull'effetto della GenAI sull'occupazione sono state raccolte nel sondaggio condotto tra settembre e ottobre del 2024 (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, 5 novembre 2024); cfr. anche nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese:* Indagine sulle imprese industriali e dei servizi *(Invind)* e nella sezione *Glossario* le voci Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi *(Sondtel)* e Indagine sulle imprese industriali e di servizi *(Invind)*. Le pratiche manageriali sono misurate sulla base dell'utilizzo di strumenti di monitoraggio dei processi, dell'individuazione di obiettivi e della definizione di incentivi rilevati nell'indagine Invind del 2020 (cfr. anche N. Bloom, E. Brynjolfsson, L. Foster, R. Jarmin, M. Patnaik, I. Saporta-Eksten e J. Van Reenen, *What drives differences in management practices?*, "American Economic Review", 109, 5, 2019, pp. 1648-1683).

La crescita dell'ultimo anno non è sufficiente a eliminare il divario rispetto ai paesi per i quali si dispone di dati confrontabili[2]: in Germania quasi la metà delle imprese dichiarava di avere adottato l'IA già nel primo semestre del 2024; in Spagna, a novembre dello stesso anno, la quota era pari al 31 per cento (figura B). Come per l'Italia, in entrambi i paesi l'utilizzo era prevalentemente limitato o solo sperimentale.

Figura B

Utilizzo dell'intelligenza artificiale nel confronto internazionale (1)

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati delle indagini, condotte nei periodi indicati in figura: *Bundesbank online panel: firms* (BOP-F); *Encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial* (EBAE); Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese:* Indagine sulle imprese industriali e dei servizi *(Invind)*.
(1) La figura mostra la quota di imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari che in ciascun paese ha indicato di impiegare l'IA nel processo produttivo e/o nelle attività di supporto, per intensità di utilizzo riportato. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero di imprese nell'universo.

Secondo un'analisi[3] basata sulle indagini della Banca d'Italia svolte tra il 2020 e il 2024, a parità di dimensione aziendale e settore di attività economica, il ricorso all'IA è maggiormente diffuso tra le imprese con pratiche manageriali più strutturate, con una quota di spesa per ricerca e sviluppo più elevata e tra le aziende che nel 2020 utilizzavano già l'IA o tecnologie di supporto, come il cloud computing. L'adozione dell'IA è stata motivata principalmente dalla volontà di migliorare processi produttivi già automatizzati e quelli di supporto all'attività aziendale, più che dalla necessità di ampliare la gamma di beni e servizi prodotti o di automatizzare mansioni svolte dai lavoratori. La maggior parte delle imprese che usano GenAI prevede che quest'ultima possa creare opportunità di lavoro e una ricomposizione delle mansioni aziendali, mentre una quota nettamente più contenuta si attende una riduzione dell'occupazione. In linea con le percezioni delle imprese, l'analisi suggerisce che l'adozione dell'IA sia associata a una maggiore crescita osservata e prevista del numero di occupati.

2 I dati derivano da un progetto svolto in collaborazione con la Deutsche Bundesbank e il Banco de España. Il confronto è basato su campioni comparabili in termini di dimensioni delle imprese (con almeno 20 addetti) e settori di appartenenza (sezioni Ateco 2007 da B a E, da G a J e da L a N). Per approfondimenti, cfr. Banco de España, *Economic bulletin*, 2, 2025 e Deutsche Bundesbank, *Monthly report*, maggio 2025.

3 L. Bencivelli, S. Formai, E. Mattevi e T. Padellini, *Embracing the digital transition: the adoption of cloud computing and AI by Italian firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Sulla base dell'ultima rilevazione Invind, è nuovamente salito l'utilizzo di robot nei processi aziendali. Nell'industria la quota di imprese che li usano ha toccato il 40 per cento, 6 punti in più rispetto all'anno precedente; fra le restanti, il 34 per cento pianifica di impiegarli entro il 2027. Nei servizi privati non finanziari il tasso di adozione rimane basso (9 per cento), ma dovrebbe quasi triplicare entro i prossimi due anni.

La transizione ecologica. – Secondo dati Terna, nel 2024 è aumentata del 17,6 per cento la capacità di generazione elettrica da fonte solare ed eolica, in accelerazione rispetto ai due anni precedenti[13]. La dinamica è riconducibile in larga misura alle installazioni di nuovi impianti fotovoltaici (6,8 gigawatt contro 0,7 per quelli eolici). Per raggiungere gli obiettivi climatici europei recepiti nel *Piano nazionale integrato per l'energia e il clima*, sarà necessaria un'ulteriore intensificazione degli investimenti che porti l'incremento medio annuo di capacità installata a 9,5 gigawatt (di cui 7 da fonte solare e 2,5 da quella eolica) nel periodo 2025-30.

All'espansione delle fonti di energia rinnovabile hanno contribuito gli impianti con finalità di autoconsumo. Secondo l'indagine Invind, la quota di imprese industriali con almeno 50 addetti che soddisfa parte del proprio fabbisogno elettrico facendo ricorso ad autoproduzione da fonti non fossili è in costante crescita dal 2021 e ha raggiunto il 60 per cento nel 2024. Fra queste aziende, l'incidenza dell'autoconsumo lo scorso anno era in media di poco superiore a un quarto.

Secondo i *Conti dei flussi fisici di energia* dell'Istat, nel 2023 si è ridotto il rapporto fra consumi energetici e valore aggiunto reale (-4,2 per cento), proseguendo la tendenza in atto da oltre un decennio. Alla flessione nel medio termine hanno contribuito soprattutto l'industria in senso stretto e le costruzioni (meno il terziario, dove pesa il mancato miglioramento del settore dei trasporti, la branca dei servizi con maggiore intensità energetica).

Per quanto riguarda il cambiamento climatico e gli eventi metereologici estremi, più di un terzo delle imprese manifatturiere è esposto al rischio idrogeologico (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle imprese manifatturiere italiane ai rischi idrogeologici*). I relativi danni sono significativi in termini sia di aumento della probabilità di uscita dal mercato, sia di prolungato calo dell'attività per le imprese che sopravvivono[14].

L'ESPOSIZIONE DELLE IMPRESE MANIFATTURIERE ITALIANE AI RISCHI IDROGEOLOGICI

Secondo l'Agenzia europea per l'ambiente, nella UE gli eventi estremi causati dal cambiamento climatico hanno comportato danni per oltre 160 miliardi di euro nel triennio 2021-23. Nel nostro paese sono particolarmente rilevanti i rischi idrogeologici (alluvioni e frane), come testimoniato dagli eventi calamitosi avvenuti nel 2023 in Toscana e in Emilia-Romagna; solo in quest'ultima regione si sono stimati danni per circa 9 miliardi[1]. Il 27 per cento delle aziende manifatturiere italiane intervistate nell'indagine Invind del 2023 riportava di avere subito danni da eventi meteorologici estremi tra il 2019 e il 2023.

Un'accurata valutazione dell'esposizione potenziale e della vulnerabilità delle imprese a questo tipo di eventi è fondamentale per definire politiche e strumenti

1 Per maggiori dettagli, cfr. EM-DAT. The International Disaster Database del Centre for Research on the Epidemiology of Disasters (CRED).

13 M. Alpino, L. Brugnara, G.M. Cassinis, L. Citino, F. David, A. Frigo, G. Papini, P. Recchia e L. Sessa, *Il recente sviluppo delle energie rinnovabili in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 908, 2025.

14 S. Clò, F. David e S. Segoni, *The impact of hydrogeological events on firms: evidence from Italy,* Banca d'Italia, Temi di discussione, 1451, 2024.

di mitigazione e di adattamento. Oltre che per le informazioni ancora limitate, tale valutazione è molto complessa per almeno due ordini di motivi. Da un lato, la morfologia del territorio italiano comporta che aree limitrofe possano essere esposte in misura radicalmente diversa a un certo rischio (ad es. per la presenza di dislivelli o di infrastrutture protettive come i sistemi di drenaggio o gli argini fluviali). Dall'altro, l'esposizione effettiva di un'azienda dipende dalla distribuzione territoriale delle sue unità operative: il 27 per cento delle imprese manifatturiere italiane ha almeno una sede operativa diversa da quella legale e una su cinque è presente in almeno due regioni.

Una recente analisi[2] ha stimato l'esposizione effettiva delle imprese manifatturiere combinando informazioni sulla localizzazione delle sedi legali e delle unità locali, desunte dal registro delle imprese, con le mappe ufficiali di pericolosità idrogeologica, diffuse dall'Istituto superiore per la protezione e la ricerca ambientale (ISPRA). Quasi il 35 per cento delle imprese manifatturiere è esposto, in misura completa o limitatamente ad alcuni stabilimenti, ai rischi idrogeologici (il 29 per cento ad alluvioni, l'8 a frane e il 3 a entrambi i fenomeni)[3]. La metà degli addetti è occupata in imprese esposte a rischi idrogeologici, di cui due terzi operativi in stabilimenti situati in zone a rischio[4]. I settori con più alta esposizione alle inondazioni sono il tessile e quello degli articoli in pelle (36 e 33 per cento degli stabilimenti, rispettivamente); quest'ultimo settore, assieme al comparto della produzione di bevande, presenta la maggiore vulnerabilità al pericolo di frane (11 per cento). Le regioni più esposte sono l'Emilia-Romagna, la Toscana (entrambe con oltre il 75 per cento degli stabilimenti in aree soggette ad alluvioni), la Valle d'Aosta e la Liguria (con rispettivamente il 40 e il 35 per cento delle unità produttive situate in zone a rischio di frane). L'esposizione tuttavia varia significativamente tra province di una stessa regione (figura).

Nella prospettiva di un'intensificazione degli eventi estremi generati dal cambiamento climatico, è essenziale mantenere nel tempo un'accurata mappa dei rischi. Questa faciliterà l'adozione di adeguate strategie di intervento per mitigare gli impatti economici e per accrescere la copertura assicurativa[5], attualmente modesta nel confronto internazionale[6].

---

2 M. Loberto e R. Russo, *The exposure of Italian manufacturing firms to hydrogeological risk*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 899, 2024.

3 Se non si considerasse la distribuzione territoriale delle attività produttive e si attribuisse all'impresa il rischio relativo alla sola sede legale (pratica comune nella letteratura), la quota stimata di imprese esposte si abbasserebbe di 3 punti percentuali per le alluvioni e di un punto per le frane.

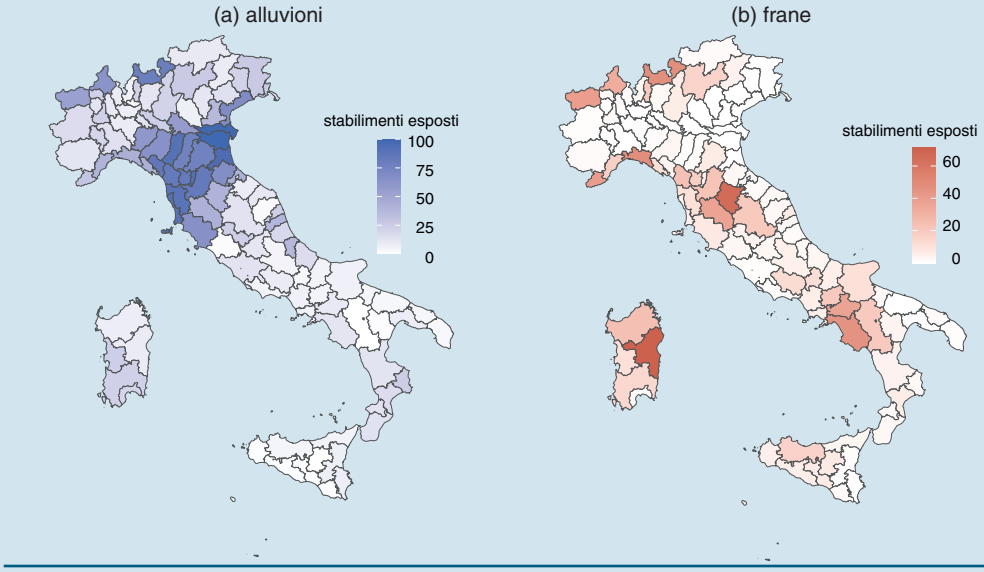
4 Considerando le sole imprese esposte presenti nel campione Cerved, il fatturato totale annuo e le immobilizzazioni materiali ammontano a 750 e 138 miliardi, rispettivamente.

5 La legge di bilancio sul 2024 (L. 213/2023) obbliga le imprese ad assicurarsi contro i danni da calamità naturali; cfr. il riquadro: *La mitigazione dei rischi derivanti da catastrofi naturali*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025.

6 BCE ed EIOPA, *Policy options to reduce the climate insurance protection gap*, ECB Discussion Paper, aprile 2023.

Figura

Quota di stabilimenti esposti ai rischi idrogeologici (1)
(valori percentuali)



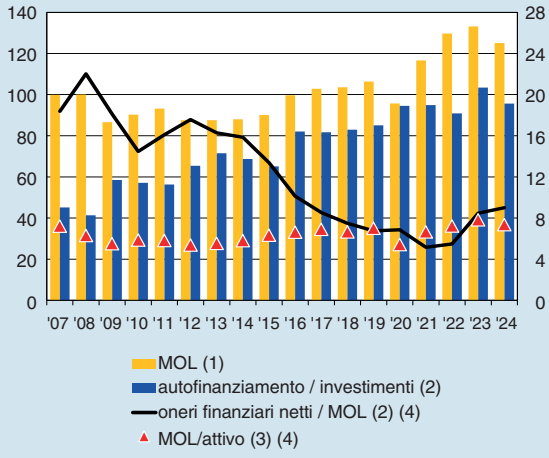
Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere e mappe di pericolosità ISPRA.
(1) Le quote sono calcolate considerando, a livello provinciale, tutti gli stabilimenti manifatturieri che ricadono in aree classificate a rischio non nullo secondo la mappatura dell'ISPRA.

La redditività e il saldo finanziario

Nel 2024 le imprese hanno registrato una contrazione della redditività, dopo tre anni di crescita: il margine operativo lordo (MOL) si è ridotto del 5 per cento; in rapporto all'attivo è sceso al 7,4 per cento (fig. 6.4). I profitti, diminuiti per effetto di un aumento del costo del lavoro più sostenuto dell'incremento del valore aggiunto, sono comunque rimasti su livelli tra i più elevati dal 2000. L'incidenza degli oneri finanziari netti sul reddito operativo, risalita al 9 per cento, è tuttora contenuta se valutata in una prospettiva storica. Sulla base della rilevazione Invind, la quota di imprese in utile è scesa al 78 per cento (82 nel 2023); il peggioramento è stato più pronunciato tra le aziende con meno di 50 addetti. Quasi un quinto delle imprese intervistate si aspetta una diminuzione del MOL per il 2025.

Figura 6.4

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari), Cerved e 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) Indice: 2008=100. Il MOL è deflazionato con il deflatore del valore aggiunto a prezzi base, riferito al settore privato non finanziario. – (2) L'autofinanziamento e gli oneri finanziari netti sono stimati sulla base di dati Banca d'Italia e Istat. – (3) Il dato per il 2024 è stimato estrapolando la serie MOL/attivo disponibile fino al 2023 derivata dai dati Cerved e sulla base della variazione nell'anno del rapporto tra MOL e passività finanziarie, al netto dell'effetto dei prezzi di mercato, secondo dati Banca d'Italia (Conti finanziari) e Istat. – (4) Scala di destra.

Tavola 6.3

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

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2024	Composizione percentuale		2023	2024
		2023	2024		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	533.071	20,8	20,4	-7.637	14.788
Titoli	103.323	3,6	4,0	19.452	14.878
di cui: pubblici italiani	57.887	2,0	2,2	11.483	8.230
Azioni e partecipazioni	960.666	35,7	36,8	11.443	12.686
Crediti commerciali	728.773	29,4	27,9	-26.046	-3.688
Altre attività (2)	287.095	10,6	11,0	19.682	928
Totale attività	**2.612.929**	**100,0**	**100,0**	**16.894**	**39.593**
di cui: sull'estero	723.984	27,7	27,7	21.094	33.343
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.297.998	26,5	25,9	-9.374	-16.972
Prestiti bancari	598.948	12,5	11,9	-26.616	-16.279
Altri prestiti (3)	498.564	10,3	9,9	517	-7.485
Titoli	200.486	3,8	4,0	16.724	6.793
Azioni e partecipazioni	2.820.627	55,2	56,3	2.677	25.753
Debiti commerciali	662.900	13,4	13,2	-31.966	585
Altre passività (4)	231.154	4,8	4,6	-8.961	-6.259
Totale passività	**5.012.680**	**100,0**	**100,0**	**-47.624**	**3.106**
di cui: sull'estero	942.662	18,4	18,8	36.005	26.624
SALDO	**-2.399.750**	**–**	**–**	**64.517**	**36.486**

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) Fondi comuni, crediti infragruppo, riserve tecniche di assicurazione, derivati e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing e di factoring, i prestiti cartolarizzati e i debiti infragruppo. – (4) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati e altre partite minori.

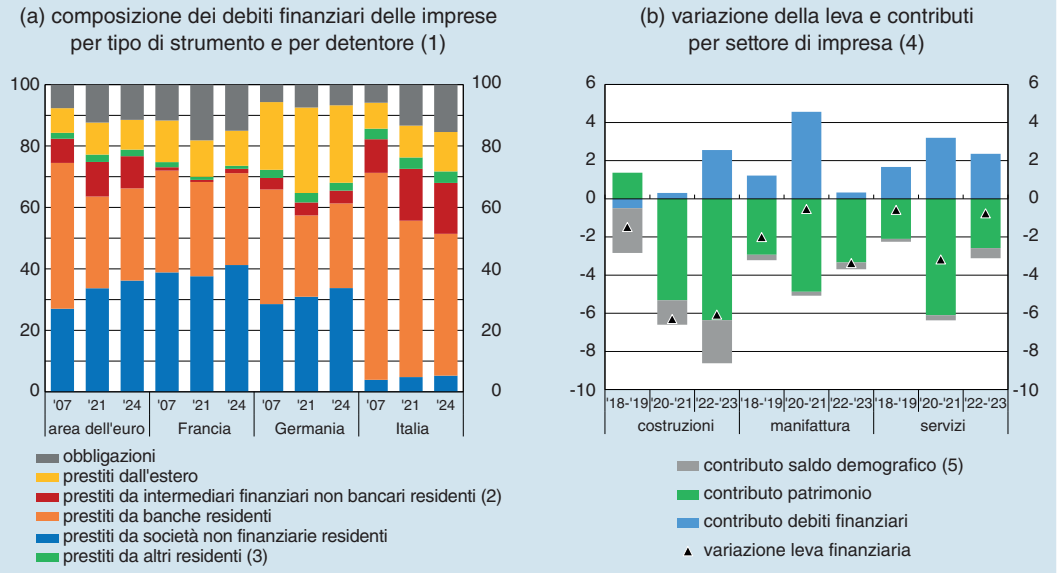
Il rapporto tra autofinanziamento e investimenti si è contratto, riflettendo soprattutto una diminuzione delle risorse generate internamente; il risparmio finanziario del complesso delle imprese è rimasto attivo per oltre 36 miliardi (tav. 6.3), sebbene si sia ridotto all'1,7 per cento del PIL (3 nel 2023). Le disponibilità liquide si sono mantenute pressoché stabili in rapporto al passivo (all'11 per cento).

Le fonti di finanziamento

La struttura finanziaria. – Nel 2024 i debiti finanziari sono scesi al 59 per cento del PIL, ben al di sotto della media dell'area dell'euro (106 per cento); si tratta della percentuale

Figura 6.5

La struttura finanziaria delle imprese
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e Cerved.
(1) Con riferimento ai dati per l'Italia, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. – (2) Includono i prestiti dalle società di leasing e factoring, società di credito al consumo, società di intermediazione mobiliare e altre finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione. – (3) Comprendono i prestiti dalle Amministrazioni pubbliche e dalle famiglie. – (4) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato al valore di bilancio. Per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: leva finanziaria e contributi alla sua variazione.* – (5) Contributo netto di imprese entrate e uscite dal mercato nel periodo considerato.

più bassa dai primi anni duemila. Dalla crisi finanziaria del 2007 la composizione dei debiti finanziari è significativamente cambiata: il peso delle obbligazioni è cresciuto al 15,4 per cento, un valore superiore alla media dell'area (11,5 per cento); il finanziamento bancario si è ridimensionato, mentre è aumentata l'esposizione debitoria verso gli intermediari nazionali diversi dalle banche e verso l'estero (fig. 6.5.a).

La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, si è ridotta al 31,5 per cento: il calo è stato determinato dalla diminuzione del volume dei debiti e dal rafforzamento delle risorse patrimoniali legato al rialzo dei corsi azionari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025). Sulla base di dati di bilancio, negli ultimi anni l'andamento della leva è stato differenziato tra settori (fig. 6.5.b): nel biennio 2020-21, all'indomani della crisi pandemica, il riequilibrio della struttura finanziaria è stato generalizzato; nel periodo 2022-23, invece, è stato più ampio per le aziende delle costruzioni, anche per l'uscita dal mercato di quelle più indebitate.

Il credito. – Nel 2024 i prestiti bancari alle imprese sono diminuiti del 2,6 per cento; il calo si è attenuato nei primi mesi del 2025 (-1,5 a marzo; cfr. tav. 6.4). La contrazione del credito è stata più contenuta per le aziende di media e grande dimensione. Alla fine dell'anno, una quota rilevante dei finanziamenti bancari in essere alle società non finanziarie era rappresentata da operazioni *in pool* (cfr. il riquadro: *I prestiti bancari sindacati alle società non finanziarie*).

I PRESTITI BANCARI SINDACATI ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

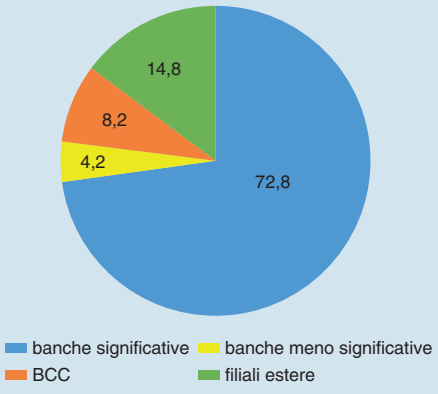
I prestiti sindacati (*in pool*) sono finanziamenti, generalmente di importo rilevante, concessi da una pluralità di banche a un singolo soggetto. Ciascuna banca eroga una parte del credito condividendone i rischi pro quota. A livello globale, nel 2024 le erogazioni di prestiti sindacati sono state di poco inferiori a 6.000 miliardi di dollari (di cui un quinto al settore finanziario), oltre il 30 per cento in più dell'anno precedente; il mercato europeo rappresenta un sesto di questo settore[1].

In Italia, alla fine del 2024, il credito sindacato rappresentava il 14,4 per cento dell'indebitamento complessivo delle società non finanziarie[2]. Sebbene questi prestiti siano erogati per quasi tre quarti da banche significative (figura A, pannello a), il fenomeno è diffuso fra tutti gli intermediari: alla fine dello scorso anno oltre il 75 per cento delle banche italiane partecipava ad almeno un'operazione *in pool*; per 15 intermediari questi prestiti rappresentavano un quarto o più del credito erogato alle imprese non finanziarie (figura A, pannello b). L'ammontare medio dei finanziamenti che ciascun intermediario eroga quando partecipa a prestiti sindacati è circa 10 volte quello delle altre erogazioni (oltre 30 nel caso delle banche significative).

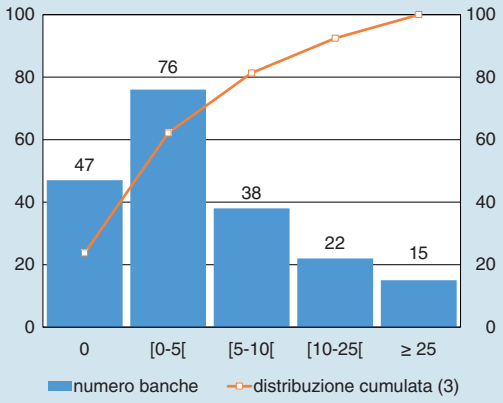
Figura A

I prestiti sindacati alle società non finanziarie nel portafoglio delle banche italiane
(dati al 31 dicembre 2024)

(a) distribuzione dell'ammontare di prestiti sindacati per tipologia di banca (1)
(valori percentuali)



(b) distribuzione delle banche per classi di incidenza dei prestiti sindacati (2)
(unità e valori percentuali)



Fonte: AnaCredit.
(1) La distinzione tra banche significative e banche meno significative tiene conto della classificazione adottata nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM). Tra le BCC rientrano le banche di credito cooperativo non appartenenti a gruppi bancari e tutte le banche appartenenti a gruppi bancari cooperativi. – (2) Le classi di incidenza sono definite in base al peso, espresso in punti percentuali, dei prestiti sindacati rispetto al credito totale erogato alle società non finanziarie da ciascuna banca. – (3) Distribuzione cumulata del numero di banche in rapporto al numero complessivo delle stesse.

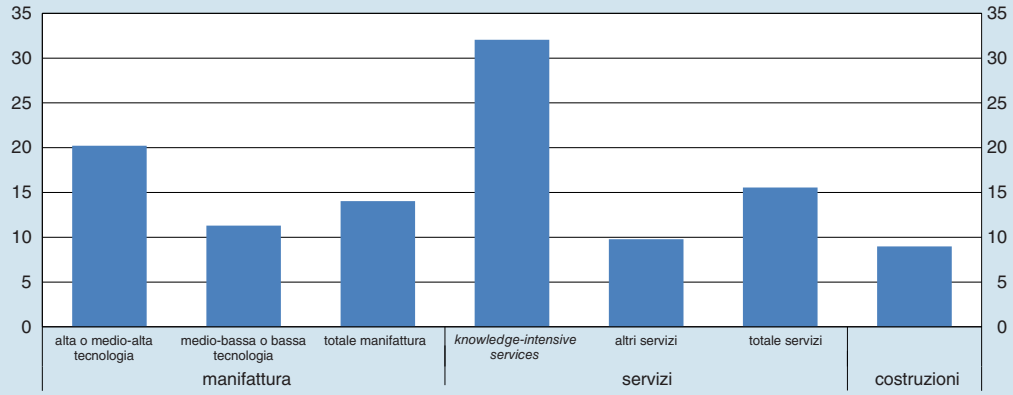
L'incidenza dei prestiti sindacati è più alta nei comparti innovativi: per le aziende manifatturiere attive nei settori ad alta o medio-alta tecnologia e per quelle dei servizi

1 Sulla base delle informazioni di fonte LSEG relative ai prestiti di banche e altri intermediari.

2 Si considerano i finanziamenti bancari in essere a dicembre del 2024 verso il settore delle società non finanziarie italiane segnalati in AnaCredit. Il numero di imprese con almeno un prestito sindacato era di poco superiore a 6.000, circa l'1 per cento del totale delle aziende censite in AnaCredit.

Figura B

Incidenza dei prestiti sindacati per macrobranca o comparto (1)
(dati al 31 dicembre 2024; valori percentuali)



Fonte: AnaCredit.
(1) I settori sono ripartiti in base alla classificazione Eurostat delle attività industriali a elevata tecnologia e dei servizi a più alta intensità di conoscenza.

avanzati (*knowledge-intensive services*) era rispettivamente pari al 20 e al 32 per cento (figura B). Considerando le imprese per cui è disponibile la classe dimensionale, oltre il 90 per cento dei finanziamenti sindacati afferiva a società medie e grandi[3].

Si stima che le imprese con almeno un prestito sindacato possano beneficiare di condizioni contrattuali mediamente più vantaggiose per quanto riguarda le garanzie prestate[4]. Tuttavia, a parità di altre condizioni, tali prestiti risultano in media più costosi rispetto alle altre tipologie di finanziamento, anche per la maggiore incidenza degli oneri connessi con la strutturazione dell'operazione.

Sulla base delle evidenze disponibili, i prestiti sindacati possono rappresentare una forma di finanziamento utile anche alle aziende di minore dimensione; possono inoltre favorire le imprese dei settori a elevato potenziale di innovazione, spesso caratterizzate da una ridotta disponibilità di collaterale[5].

3 Imprese con almeno 50 addetti e un fatturato o un attivo superiore a 10 milioni di euro.

4 Rapporto tra il valore delle garanzie associate ai prestiti e l'importo nominale in essere dei finanziamenti.

5 Per maggiori dettagli, cfr. ad esempio S.A. Dennis e D.J. Mullineaux, *Syndicated loans*, "Journal of Financial Intermediation", 9, 4, 2000, pp. 404-426.

Il calo del credito riflette prevalentemente la debole domanda di finanziamenti. Le condizioni di offerta da parte delle banche, anche se divenute meno restrittive, restano prudenti, soprattutto nei confronti delle piccole imprese, per le quali persistono ostacoli all'accesso al credito (cfr. il riquadro: *La dinamica dei finanziamenti bancari alle grandi e piccole imprese* del capitolo 12). Secondo l'indagine Invind, le difficoltà di accesso ai prestiti bancari rimangono significative tra le imprese manifatturiere.

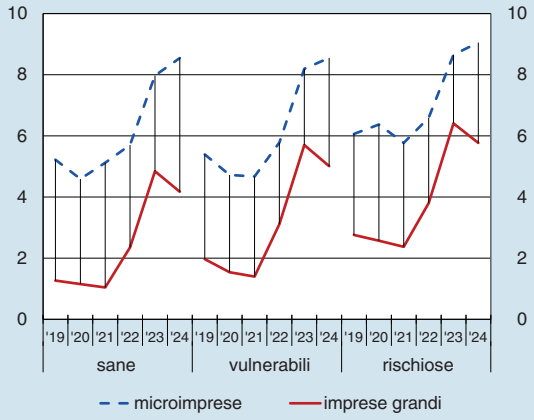
L'allentamento della politica monetaria avviato nel giugno 2024 si è trasmesso al costo del credito: il tasso medio sui nuovi finanziamenti è sceso al 4,5 per cento a dicembre del 2024 (dal 5,5 di un anno prima), un valore in linea con la media dell'area dell'euro

(4,4 per cento). Le imprese non hanno beneficiato allo stesso modo del calo dei tassi di interesse: considerando i finanziamenti in essere, che sono in gran parte a tasso variabile, il differenziale nel costo dei prestiti tra le microimprese e le società di grande dimensione si è ampliato (fig. 6.6).

Gli ostacoli incontrati dalle piccole imprese continuano a essere attenuati dalle misure pubbliche di sostegno per l'accesso al credito. Il DL 145/2023, convertito dalla L. 191/2023, ha previsto per il 2024 una disciplina temporanea dei finanziamenti garantiti dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese, basata su condizioni più favorevoli di quelle in vigore prima

Figura 6.6

Tassi di interesse a breve termine per classe di rischio delle imprese (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: condizioni di accesso al credito*.
(1) Tassi di interesse medi sulle consistenze dei prestiti bancari a breve termine.

Tavola 6.4

Credito alle imprese (1)
(dati di fine periodo)

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale marzo 2025
	2022	2023	2024	marzo 2025	
			Banche		
Attività economica					
Manifattura	-0,8	-6,1	-4,5	-2,8	23,8
Costruzioni	-0,6	-3,0	-5,7	-4,0	10,5
Servizi	0,3	-1,9	-1,1	-0,6	40,5
Attività immobiliari	-3,1	-7,0	-5,1	-3,6	8,2
Altro	0,6	-5,6	0,9	1,9	8,7
Dimensione					
Imprese piccole (2)	-3,3	-7,6	-6,8	-5,8	14,5
Imprese medio-grandi	0,3	-3,2	-1,8	-0,7	77,1
Totale	**-0,4**	**-4,0**	**-2,6**	**-1,5**	**91,6**
			Società finanziarie		
Leasing	-1,4	-2,9	-3,3	-3,5	4,9
Factoring	14,7	-2,3	1,2	-0,3	2,6
Altri finanziamenti	9,6	11,9	12,4	10,5	0,9
Totale	**5,1**	**-1,7**	**-0,5**	**-1,3**	**8,4**
			Banche e società finanziarie		
Totale	**0,0**	**-3,8**	**-2,4**	**-1,5**	**100,0**

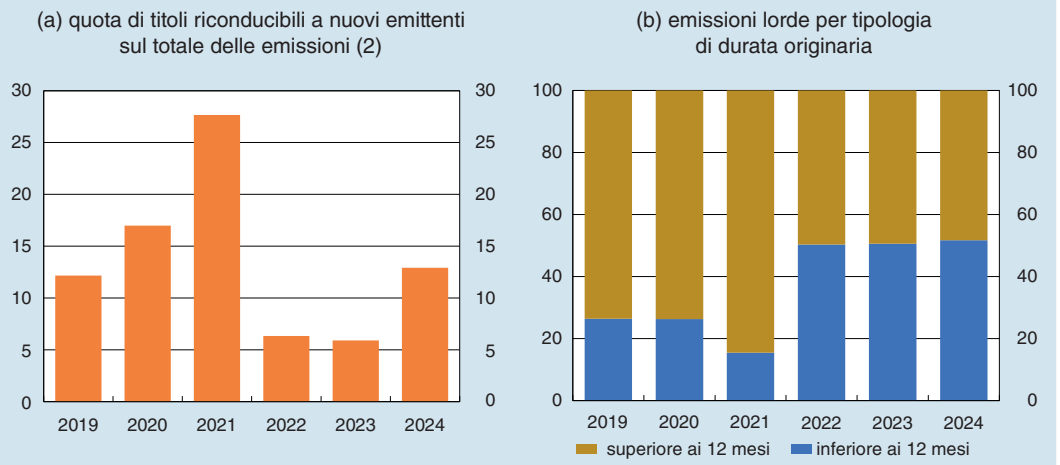
Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. Per marzo 2025, dati provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Credito alle imprese*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

della pandemia, ma meno vantaggiose di quelle adottate dopo il conflitto in Ucraina (DL 50/2022, convertito dalla L. 91/2022). La L. 207/2024 ha prorogato al 2025 il regime temporaneo con alcuni correttivi: ha ridotto la copertura massima della garanzia sui finanziamenti concessi per esigenze di liquidità e ha richiesto alle banche finanziatrici di erogare al Fondo di garanzia un premio, da determinarsi sulla base di criteri che devono essere fissati entro il 30 giugno 2025.

I canali di finanziamento alternativi al credito. – Nel 2024 il flusso lordo delle emissioni obbligazionarie totali, incluso quello delle controllate estere, ha superato i 90 miliardi di euro. I collocamenti sono riconducibili per oltre due terzi a pochi grandi gruppi societari, mentre negli ultimi anni si è ridotta la partecipazione al mercato da parte delle aziende che hanno emesso titoli per la prima volta (fig. 6.7.a). La raccolta di risorse è avvenuta in misura crescente attraverso finanziamenti di breve durata: tra il 2019 e il 2024 la quota di prestiti obbligazionari con durata inferiore ai dodici mesi è più che raddoppiata; la crescita è stata determinata dall'aumento delle emissioni di cambiali finanziarie da parte di alcune grandi imprese (fig. 6.7.b).

Figura 6.7

Indicatori del mercato obbligazionario (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli.
(1) Sono escluse le controllate estere. – (2) I nuovi emittenti sono società o gruppi che hanno effettuato per la prima volta un'emissione obbligazionaria nell'anno considerato.

Lo scorso anno si è ridimensionato il ricorso al mercato azionario: le nuove ammissioni in borsa sono state 20, quasi tutte nel segmento dedicato alle piccole imprese. Ha continuato a crescere il numero di revoche: 27 società, quotate in maggioranza sul listino principale, sono uscite dal mercato (*delisting*). Tra il 2021 e il 2024, considerando le sole imprese non finanziarie, la perdita di capitalizzazione di mercato è stata superiore a 100 miliardi (cfr. il capitolo 13).

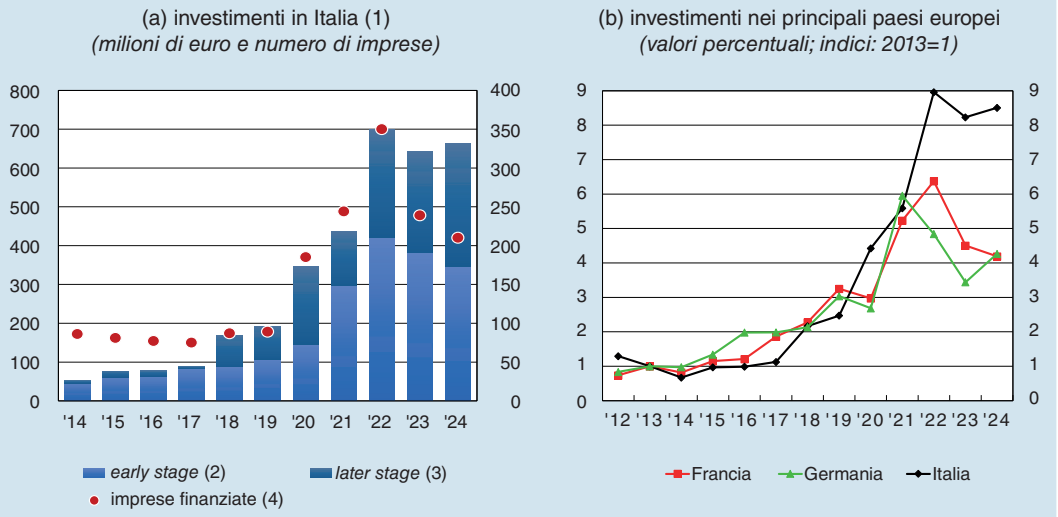
Secondo i dati diffusi da Invest Europe nel 2024, gli investimenti delle società di private equity e di quelle di venture capital in imprese italiane hanno superato gli 8 miliardi. Le operazioni – in aumento rispetto allo scorso anno con riferimento al

numero e all'ammontare di risorse convogliate al sistema produttivo – hanno coinvolto circa 400 società per un importo investito medio di poco superiore ai 20 milioni.

In Italia il comparto del venture capital è cresciuto molto negli ultimi dieci anni, in termini sia di investimenti sia di numero di imprese finanziate (fig. 6.8.a). Malgrado un'espansione più sostenuta rispetto a quella dei principali paesi europei (fig. 6.8.b), il mercato italiano resta piccolo nel confronto internazionale[15] per tre ragioni: il numero di progetti innovativi che si trasformano in start up è relativamente basso; gli operatori del comparto sono ancora di ridotta dimensione; le difficoltà nella fase di uscita dagli investimenti sono strutturalmente maggiori rispetto agli altri paesi[16].

Figura 6.8

Comparto del venture capital



Fonte: Invest Europe.
(1) Flussi di investimenti in venture capital in imprese residenti in Italia. – (2) Gli investimenti *early stage* sono forniti a start up nelle fasi iniziali di crescita. – (3) Sono definiti *late stage* i finanziamenti destinati a start up che si trovano in una fase più avanzata del loro ciclo di vita. – (4) Numero di società che hanno ricevuto almeno un investimento in venture capital nel corso dell'anno. Scala di destra.

Nel 2025 la Commissione europea ha pubblicato un'ampia serie di proposte per promuovere la crescita delle imprese innovative e incentivare gli investimenti in venture capital: tra tali proposte acquistano rilievo l'applicazione di un trattamento prudenziale favorevole per gli investitori istituzionali e il rafforzamento dei programmi pubblici, sia nazionali sia della Banca europea per gli investimenti, per sostenere l'espansione di questo mercato[17]. Anche la rimozione delle barriere che ancora ostacolano l'integrazione tra i mercati dei capitali europei favorirebbe un maggiore sviluppo del venture capital.

15 Gli investimenti di venture capital in Italia sono pari allo 0,03 per cento del PIL (0,07 in Francia e Germania).

16 R. Gallo, F.M. Signoretti, I. Supino, E. Sette, P. Cantatore e M.L. Fabbri, *The Italian venture capital market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 919, 2025.

17 Commissione europea, *Bussola per la competitività dell'UE*, COM(2025), 30 final, 2025; Commissione europea, *Unione del risparmio e degli investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, COM(2025), 124 final, 2025.

In Italia, nell'ambito della riforma in corso del Testo unico della finanza, il Governo è stato delegato ad adottare entro il 26 marzo 2026 misure per facilitare il finanziamento di impresa in tutte le sue fasi di crescita e per favorire la massima diffusione delle attività di investimento privato[18]. La normativa italiana sulle agevolazioni fiscali all'investimento in venture capital è nel complesso in linea con quella dei principali paesi europei: sono previsti incentivi per gli investimenti in imprese innovative e in fondi di tale mercato, nonché piani di risparmio a lungo termine (PIR) per canalizzare il risparmio delle famiglie verso gli investimenti in imprese italiane. Per quanto riguarda i fondi pensione e le casse previdenziali, la L. 193/2024 ha introdotto il vincolo di una quota minima di investimenti in fondi di venture capital per continuare a beneficiare dell'agevolazione fiscale sugli investimenti qualificati[19].

18 La L. 28/2025 ha rinviato la scadenza del termine entro il quale il Governo è tenuto a esercitare la delega di dodici mesi.

19 Gli investimenti qualificati sono quelli in imprese residenti in Italia o in Stati membri della UE (oppure dello Spazio economico europeo con stabile organizzazione in Italia), in organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) che investono prevalentemente in tali imprese, in PIR, in fondi di venture capital, nonché in quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati o originati per mezzo di piattaforme di prestiti per soggetti non professionali.

7. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2024 l'occupazione, pur decelerando, ha continuato a crescere più rapidamente del prodotto. La domanda di lavoro ha ancora beneficiato della moderata dinamica salariale dell'ultimo triennio, che ha reso la manodopera relativamente più conveniente rispetto ad altri fattori di produzione.

L'espansione dell'occupazione ha interessato sostanzialmente tutti i settori e si è concentrata tra le posizioni a tempo indeterminato e tra i lavoratori più anziani; la domanda di lavoro si è indebolita rispetto al 2023 soprattutto per i lavoratori giovani e per i contratti temporanei, che sono in genere più sensibili al ciclo economico.

Il tasso di partecipazione è rimasto sui livelli elevati raggiunti nel 2023, grazie al continuo aumento dell'offerta di lavoro fra i lavoratori con almeno 55 anni di età, che ha compensato il calo osservato tra i più giovani. L'immigrazione ha parzialmente bilanciato la diminuzione della popolazione italiana in età da lavoro; i lavoratori stranieri svolgono per lo più lavori caratterizzati da contratti meno stabili rispetto alle persone nate in Italia e in posizioni a basso salario. Il tasso di disoccupazione è sceso al valore più basso degli ultimi 17 anni.

Il numero di posti vacanti nelle imprese rispetto al totale delle persone in cerca di un impiego, un indicatore del livello di competizione per il reclutamento dei lavoratori, è cresciuto, avvicinandosi alla media dell'Unione europea.

Secondo le stime preliminari, nei primi mesi del 2025 l'occupazione ha ricominciato a crescere marcatamente, sostenuta anche dagli investimenti connessi con il *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

L'occupazione

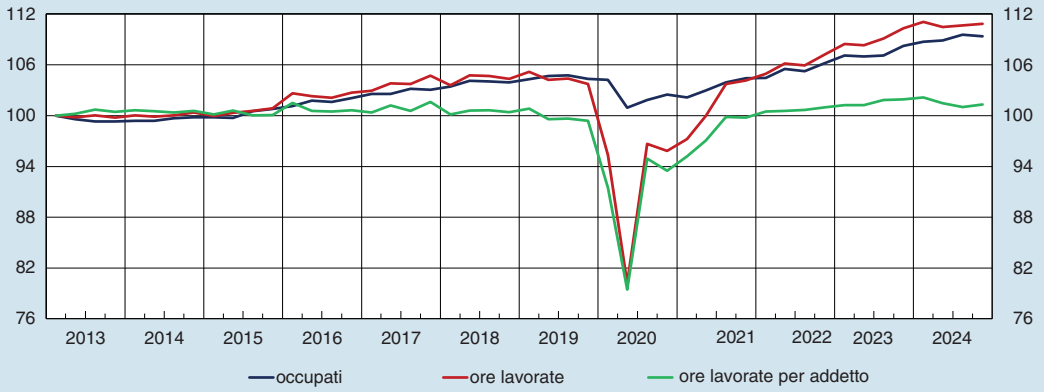
In un contesto di debolezza dell'attività economica, nel 2024 l'occupazione ha rallentato: il numero di occupati e le ore lavorate sono aumentati rispettivamente dell'1,6 e del 2,1 per cento, contro l'1,9 e il 2,5 nel 2023 (fig. 7.1 e tav. 7.1). La crescita è stata trainata dal lavoro dipendente a tempo indeterminato, a fronte di un calo di quello a termine, che risente maggiormente del ciclo economico (cfr. fig. 7.2). Il lavoro autonomo è salito in misura più limitata, restando al di sotto dei livelli precedenti la pandemia.

L'incremento delle posizioni permanenti alle dipendenze ha interessato prevalentemente la popolazione con almeno 50 anni, per effetto sia dell'invecchiamento demografico sia del rallentamento dei flussi in uscita dal mercato del lavoro, dovuto in parte alle passate riforme pensionistiche. Secondo i dati dell'INPS, la crescita dei contratti a tempo indeterminato è stata favorita anche dal basso tasso di licenziamento

e dall'alto numero di trasformazioni dei contratti temporanei in essere. Si sono invece ridotte le assunzioni a termine e per i giovani.

Figura 7.1

Numero di occupati e ore lavorate
(dati trimestrali; numeri indice: 1° trimestre 2013=100)



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

L'aumento delle ore lavorate per addetto (0,5 per cento) è stato sospinto dal minore ricorso al part-time, la cui incidenza, secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL) dell'Istat[1], è scesa di quasi un punto percentuale (al 16,8 per cento nella fascia di età tra 15 e 64 anni). È ancora diminuita la quota di coloro che svolgono un lavoro a orario ridotto, ma ne desidererebbero uno a tempo pieno (al 51,3 per cento, dal 54,8 nel 2023; 65,6 nel 2019).

Tavola 7.1

Principali indicatori del mercato del lavoro
(variazioni percentuali sul periodo precedente, migliaia di occupati e milioni di ore)

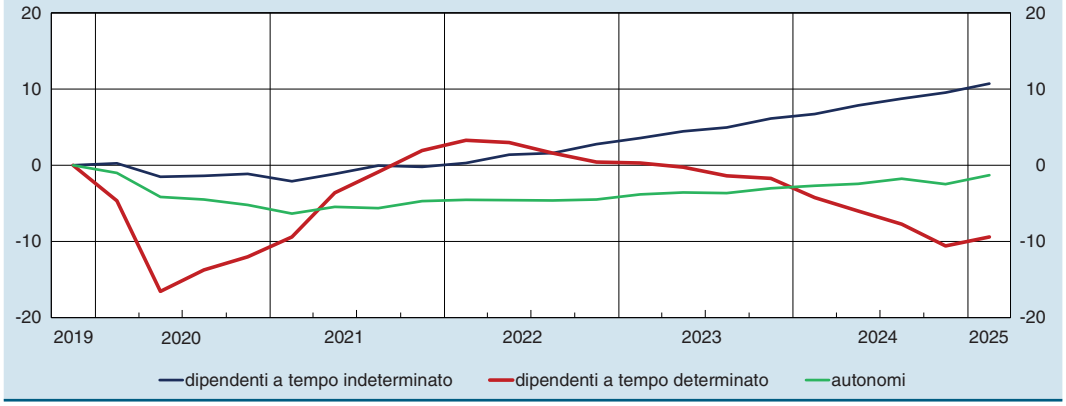
VOCI	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	var. 2024 sul 2023	Consistenza media nel 2024
Occupati totali	**0,4**	**0,1**	**0,6**	**-0,1**	**1,6**	**26.468**
Dipendenti	0,4	0,2	0,3	0,3	1,7	20.355
Indipendenti	0,6	0,0	1,4	-1,5	1,3	6.112
Agricoltura, silvicoltura e pesca	-0,1	-0,3	0,8	1,0	0,5	931
Industria in senso stretto	0,4	-0,1	0,2	0,0	0,8	4.316
di cui: attività manifatturiere	0,4	-0,1	0,2	0,0	0,6	3.965
Costruzioni	1,6	1,0	-0,8	2,0	3,8	1.821
Servizi	0,4	0,1	0,8	-0,4	1,7	19.399
di cui: prevalentemente pubblici (1)	0,8	0,6	0,2	-0,3	2,1	5.103
Ore lavorate totali	**0,7**	**-0,5**	**0,2**	**0,2**	**2,1**	**45.237**
Dipendenti	0,6	-0,3	0,1	0,3	2,3	33.001
Indipendenti	1,0	-1,0	0,2	-0,1	1,5	12.236

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

[1] Per approfondimenti, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.

Figura 7.2

Numero di occupati per tipologia di contratto
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul 4° trimestre 2019)



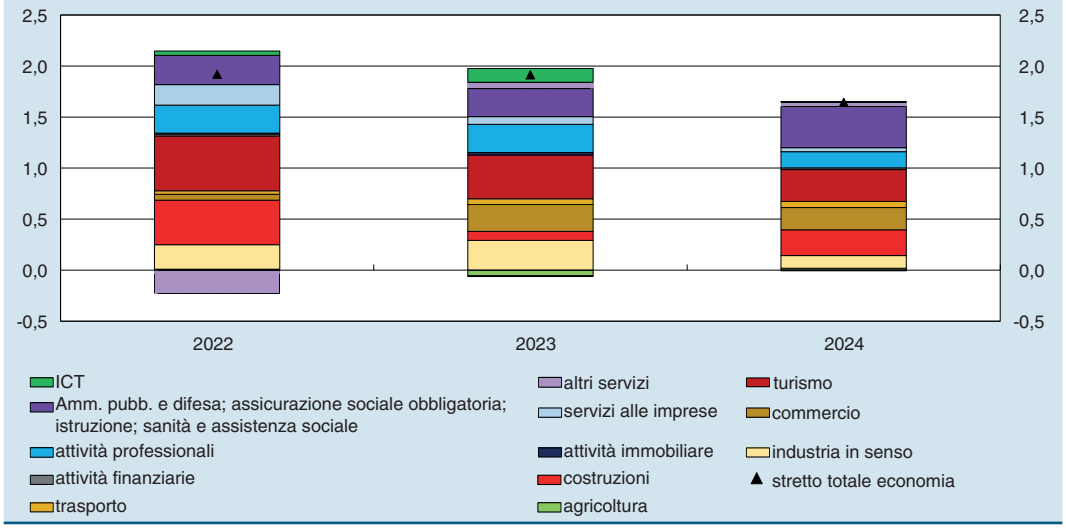
Fonte: elaborazioni su dati RFL, dati destagionalizzati; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.

Il maggiore utilizzo del lavoro come input è stato favorito anche dalla moderazione salariale dell'ultimo triennio, che lo ha reso relativamente più conveniente nel confronto con gli altri fattori di produzione; la crescita dell'occupazione è stata più accentuata di quella del prodotto, e di conseguenza la produttività è calata (cfr. il capitolo 6)[2].

Secondo i *Conti economici nazionali*, l'espansione del numero di occupati ha interessato tutti i settori (fig. 7.3). Rispetto al 2023 si è intensificata la crescita nei

Figura 7.3

Contributo dei settori alla crescita del numero di occupati (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*.
(1) Il triangolo indica la variazione percentuale annua degli occupati per il totale dell'economia. Le barre rappresentano i contributi dei singoli settori alla variazione totale. I gruppi si riferiscono alle sezioni della classificazione Ateco 2007: A (agricoltura), B-E (industria in senso stretto), F (costruzioni), G-H (commercio e trasporto), I (turismo), J (ICT), K-N (attività finanziarie, immobiliari, professionali e servizi di supporto alle imprese), O-Q (Amministrazione pubblica, istruzione, sanità), R-U (altri servizi).

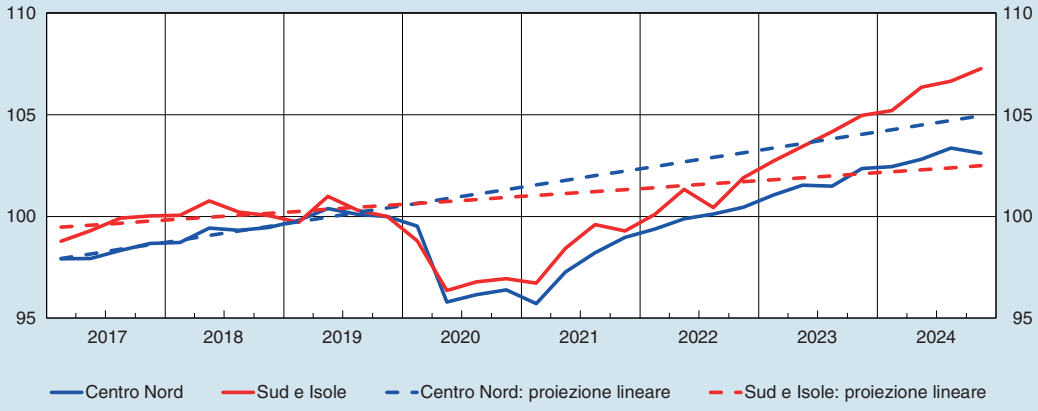
2 F. Colonna, F. Scoccianti ed E. Viviano, *The slowdown of productivity in the euro area and the role of input prices*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 918, 2025.

comparti dell'Amministrazione pubblica, dell'istruzione e della sanità, per effetto delle assunzioni nel pubblico impiego e del rafforzamento della domanda di lavoro nella componente privata dell'istruzione e della sanità. Anche il comparto edile ha riacquisito vigore, grazie all'aumento degli investimenti pubblici, tra cui quelli finanziati dal PNRR (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4). Si è invece ridotto il contributo sia dei servizi tradizionali, in particolare del turismo e del commercio, che pure è rimasto rilevante, sia dei servizi più avanzati, specificamente il comparto dell'informazione e comunicazione (*information and communication technology*, ICT) e le attività professionali, che erano cresciuti a ritmi sostenuti negli anni passati. È diminuito anche il contributo dell'industria in senso stretto che ha risentito della debolezza congiunturale, confermata da un marcato incremento delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (29,4 per cento).

L'accelerazione dell'occupazione nelle costruzioni, nell'Amministrazione pubblica, nell'istruzione e nella sanità ha sospinto il tasso di crescita nel Mezzogiorno al di sopra del dato del Centro Nord (2,2 e 1,2 per cento, rispettivamente); al netto di questi settori, l'andamento sarebbe stato più simile (1,5 contro 1,1 per cento). L'incremento del numero di occupati nelle regioni meridionali è maggiore di quello che si sarebbe osservato se si fosse mantenuta la tendenza degli anni precedenti la pandemia (fig. 7.4), sebbene il divario rispetto alle regioni centro-settentrionali resti consistente (cfr. il riquadro: *Le recenti evoluzioni dei divari tra Centro Nord e Mezzogiorno* del capitolo 4).

Figura 7.4

Occupati per area geografica (1)
(dati trimestrali; numeri indice: 4° trimestre 2019=100)



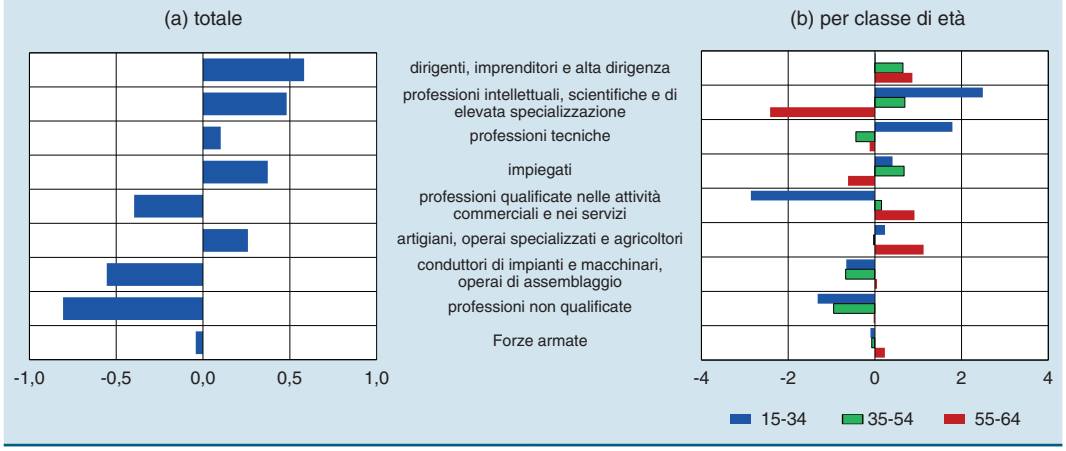
Fonte: elaborazioni su dati RFL, dati trimestrali destagionalizzati; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Le linee tratteggiate sono le proiezioni lineari stimate sul periodo dal 1° trimestre del 2017 al 4° trimestre del 2019.

Dopo l'emergenza sanitaria si è ampliata la domanda sia nelle professioni tradizionali, ad esempio quelle legate alle costruzioni, sia nelle professioni specializzate, tecniche o esecutive, come quelle connesse con i servizi ICT (fig. 7.5.a). La dinamica non è stata però omogenea tra classi di età: i più giovani hanno soddisfatto maggiormente la domanda di professioni ad alta qualifica (fig. 7.5.b); nella popolazione con almeno 55 anni si è invece accentuata l'importanza relativa delle professioni meno qualificate. Tale fenomeno potrebbe in parte riflettere gli effetti delle riforme previdenziali, che hanno

allungato la vita lavorativa soprattutto per i lavoratori con profili medio-bassi, poiché quelli più qualificati tendevano ad andare in pensione più tardi anche in precedenza.

Figura 7.5

Distribuzione degli occupati per professione
(variazione delle quote tra il 2019 e il 2024; punti percentuali)



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

I primi mesi del 2025. – All'inizio dell'anno il numero degli occupati ha ricominciato a crescere in maniera decisa, beneficiando degli investimenti connessi con il PNRR. L'espansione dell'occupazione è proseguita tra i più anziani ed è ripresa tra i giovani.

L'offerta di lavoro

Dopo tre anni di rialzo sostenuto, nel 2024 il numero di persone attive è salito solo lievemente (0,3 per cento; 70.000 persone), riflettendo la sostanziale stabilità del tasso di partecipazione su livelli storicamente elevati per l'Italia (66,6 per cento; tav. 7.2).

Tavola 7.2

Tassi di partecipazione e disoccupazione per genere ed età
(valori percentuali)

VOCI	Tasso di partecipazione (1)					Tasso di disoccupazione (2)				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
Totale	**63,5**	**64,5**	**65,5**	**66,7**	**66,6**	**9,3**	**9,5**	**8,1**	**7,7**	**6,5**
Donne	54,1	55,4	56,4	57,7	57,6	10,4	10,6	9,4	8,8	7,3
Uomini	72,9	73,6	74,6	75,7	75,6	8,6	8,7	7,1	6,8	5,9
15-34	48,1	49,9	51,1	51,9	50,9	17,9	17,9	14,4	13,4	11,8
35-49	78,6	79,7	80,8	82,0	81,9	7,9	7,9	7,0	6,9	5,7
50-64	63,5	63,9	64,9	66,7	67,6	5,6	6,0	5,3	5,0	4,2
50-74	–	–	–	–	–	5,4	5,8	5,1	4,8	4,1

Fonte: elaborazioni su dati RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Tassi calcolati sulla popolazione tra 15 e 64 anni. – (2) Tassi calcolati sulla popolazione tra 15 e 74 anni.

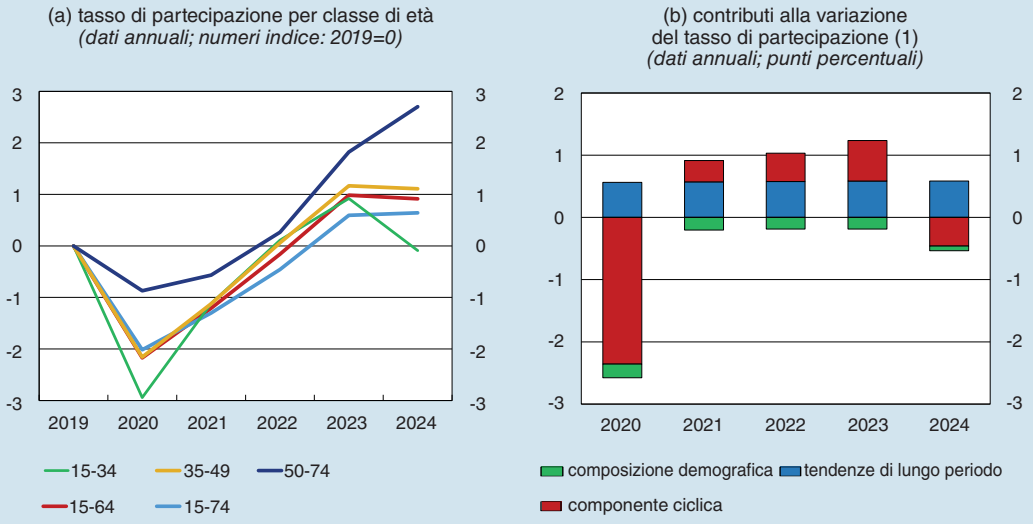
L'espansione dell'offerta di lavoro nelle fasce di età superiori a 55 anni ha bilanciato la contrazione nelle classi di età inferiori, caratterizzate sia da una consistente diminuzione della popolazione, sia da una maggiore reattività della partecipazione agli andamenti ciclici (cfr. il riquadro: *Il recente andamento del tasso di attività in Italia: determinanti demografiche e contesto economico*).

IL RECENTE ANDAMENTO DEL TASSO DI ATTIVITÀ IN ITALIA: DETERMINANTI DEMOGRAFICHE E CONTESTO ECONOMICO

Dopo la pandemia la partecipazione al mercato del lavoro è rapidamente aumentata: nel 2023 il tasso di attività degli individui di età compresa tra 15 e 74 anni superava quello del 2019 di 0,6 punti percentuali (0,9 nella fascia 15-64 anni). La crescita si è tuttavia arrestata nel 2024 (figura A, pannello a). L'andamento è stato fortemente eterogeneo tra le classi di età: il tasso di partecipazione dei più giovani (15-34 anni) è di nuovo sceso sui livelli precedenti l'emergenza pandemica; quello dei più anziani (50-74 anni), che aveva risentito meno della crisi sanitaria, ha continuato a salire con ritmi molto elevati, in linea con la tendenza dell'ultimo ventennio.

Figura A

Partecipazione al mercato del lavoro



Fonte: elaborazioni su dati RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Tasso di partecipazione degli individui tra 15 e 74 anni. La componente relativa alle tendenze di lungo periodo e quella concernente il ciclo sono ottenute mediante una scomposizione di Hodrick-Prescott sul tasso di partecipazione annuale di ogni classe di età considerata.

La dinamica del tasso di attività aggregato può essere scomposta in tre componenti: la prima riflette l'effetto dei cambiamenti nella composizione per età della popolazione, dovuti all'invecchiamento demografico; la seconda misura le tendenze di lungo periodo nella partecipazione al mercato del lavoro di ciascuna fascia di età; la terza rappresenta un fattore residuale, interpretabile come l'effetto delle condizioni cicliche dell'economia sul tasso di attività di ciascun gruppo della popolazione[1].

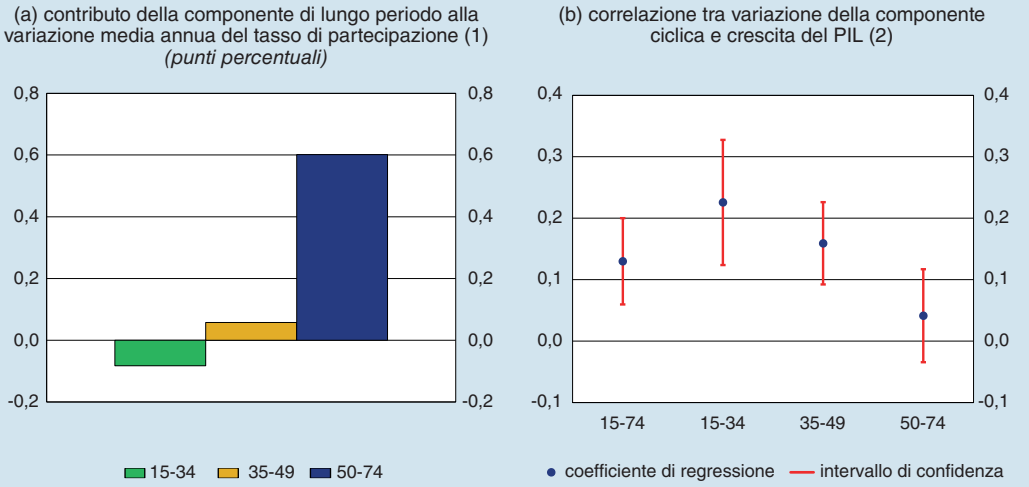
[1] Le stime sono effettuate per il periodo 2004-24, utilizzando un filtro di Hodrick-Prescott e distinguendo la popolazione per celle definite dalla classe di età (15-34, 35-49 e 50-74 anni).

Nel complesso, tra il 2019 e il 2024 la ricomposizione demografica ha esercitato una pressione al ribasso sulla crescita annua del tasso di partecipazione, riducendola in media di quasi 0,2 punti percentuali (figura A, pannello b), a causa della transizione di alcune coorti numerose dalla fascia di età intermedia a quella più anziana caratterizzata da tassi di attività più contenuti (seppure in rialzo)[2]. Al contrario, le tendenze di lungo periodo hanno fornito un contributo positivo, per circa 0,6 punti. L'apporto della componente ciclica è stato positivo nel triennio 2021-23, ma negativo nel 2024 in concomitanza con il rallentamento congiunturale.

La componente che riflette le tendenze di lungo periodo dipende quasi interamente dal comportamento degli individui tra 50 e 74 anni (figura B, pannello a), la cui partecipazione è salita per l'aumento dell'età media di pensionamento, ma anche per l'accresciuto livello di istruzione[3]; per questa classe di età, il tasso di attività risulta invece scarsamente correlato con il ciclo economico (figura B, pannello b).

Figura B

Tasso di partecipazione, componenti di ciclo e di tendenza di lungo periodo per classe di età



Fonte: elaborazioni su dati RFL e *Conti economici nazionali*. Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Dati annuali dal 2019 al 2024. La componente di lungo periodo è ottenuta tramite una scomposizione di Hodrick-Prescott sul tasso di partecipazione di ogni classe di età ed è moltiplicata per il peso che ha ciascuna classe sulla popolazione compresa tra 15-74 anni. – (2) Dati annuali dal 2004 al 2024. Il grafico mostra per ogni classe di età il coefficiente della regressione della variazione della componente ciclica del tasso di partecipazione sulla variazione del PIL nello stesso anno. Le barre verticali indicano l'intervallo di confidenza al 95 per cento.

2 L'effetto è negativo perché l'aumento della quota di popolazione nella fascia 50-74 anni è andato principalmente a discapito del peso della fascia 35-49 anni, che è quella caratterizzata dai maggiori tassi di partecipazione. Per approfondimenti, cfr. M. De Philippis, A. Locatelli, G. Papini e R. Torrini, *La crescita dell'economia italiana e il divario Nord-Sud: trend storici e prospettive alla luce dei recenti scenari demografici*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 683, 2022; cfr. inoltre M. De Philippis, *The dynamics of the Italian labour force participation rate: determinants and implications for the employment and unemployment rate*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 396, 2017.

3 Nella fascia di età 50-74 anni la probabilità di avere un'istruzione terziaria è raddoppiata negli ultimi vent'anni, al 14 per cento.

Nella fascia di età 35-49 anni il contributo positivo, sebbene limitato, della componente di lungo periodo è stato interamente determinato dall'incremento della partecipazione femminile; in questa classe il tasso di attività mostra una modesta correlazione positiva con il ciclo economico.

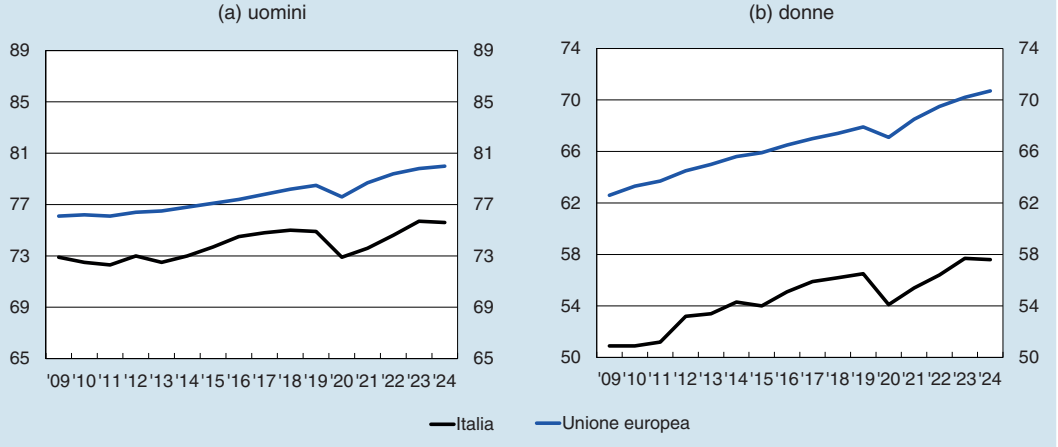
Al contrario, tra i giovani si osserva una componente di lungo periodo negativa, connessa con il progressivo aumento della scolarità. Inoltre, il tasso di attività dei più giovani è particolarmente reattivo alle condizioni cicliche dell'economia: a ogni punto percentuale di crescita del PIL è associato in media un incremento del loro tasso di partecipazione di oltre 0,2 punti. Da un lato, tra i giovani è più elevata l'incidenza dei contratti a tempo determinato che tendono a essere trasformati in permanenti nelle fasi espansive e a non essere rinnovati durante quelle recessive; dall'altro, quando le opportunità lavorative si riducono, i giovani hanno una maggiore propensione a uscire dal mercato del lavoro, anche per la possibilità di intraprendere percorsi di studio[4]. Questa maggiore reattività alle condizioni cicliche ha frenato il tasso di attività dei più giovani nell'ultimo biennio.

[4] E. Adamopoulou e G.M. Tanzi, *Academic Drop-out and the Great Recession*, "Journal of Human Capital", 11, 1, 2017, pp. 35-71.

Nonostante i recenti progressi, il tasso di partecipazione rimane di 8,8 punti percentuali inferiore alla media della UE (di 8,3 nel 2023). Il divario, più contenuto per gli uomini (fig. 7.6.a), è invece particolarmente marcato fra le donne (oltre 13 punti; fig. 7.6.b): per ridurlo sarebbero necessari interventi mirati, quali ad esempio il rafforzamento della disponibilità di servizi di cura per l'infanzia e per gli anziani non autosufficienti, misure che favoriscano il coinvolgimento dei padri nella cura dei figli e politiche che promuovano il reinserimento professionale delle donne che hanno lasciato il lavoro da più tempo (cfr. il capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2022).

Figura 7.6

Tasso di partecipazione in Italia e nella UE per genere
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: Eurostat.

Dai primi anni duemila fino al 2014 l'immigrazione ha consentito la crescita demografica, ma dal 2015 i flussi in entrata si sono ridotti; nel frattempo l'emigrazione di italiani e stranieri è aumentata, determinando una flessione della popolazione residente e di quella in età da lavoro. Secondo lo scenario mediano delle proiezioni demografiche dell'Istat, anche nei prossimi 15 anni i flussi migratori non sarebbero sufficienti a compensare gli effetti negativi della demografia sulla forza lavoro (cfr. il riquadro: *Immigrazione e politiche migratorie in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro*). Se la partecipazione di uomini e donne continuasse a salire in ogni classe di età agli stessi ritmi osservati tra il 2014 e il 2024, il numero degli attivi diminuirebbe già dal prossimo anno fino a ridursi di circa il 6 per cento nel 2040; la convergenza per donne e giovani agli attuali tassi medi della UE conterrebbe la contrazione all'1 per cento.

Nell'ultimo decennio anche l'emigrazione dall'Italia è molto aumentata, soprattutto tra i giovani di età compresa tra 18 e 39 anni, che nel 2024 hanno contribuito per oltre la metà degli espatri. Una parte cospicua dell'emigrazione netta interessa i laureati di cittadinanza italiana: nel 2023 (ultimo anno per cui esistono dati ufficiali) si è registrata un'emigrazione netta di oltre 20.000 cittadini con titolo di studio universitario, di cui l'80 per cento nella fascia tra 25 e 40 anni.

IMMIGRAZIONE E POLITICHE MIGRATORIE IN ITALIA E NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi 15 anni l'aumento del numero di cittadini stranieri ha contribuito in maniera significativa alla crescita della popolazione in Francia, Germania, Paesi Bassi e Spagna e ha permesso di contenerne il declino in Italia (figura, pannello a)[1]. Nei prossimi anni il rapido invecchiamento comporterà un'ulteriore contrazione della popolazione in età da lavoro e le dinamiche migratorie continueranno ad avere un ruolo determinante, pur nella notevole incertezza che circonda le loro stime. Secondo le proiezioni demografiche dell'Eurostat, in uno scenario di base con flussi migratori simili a quelli osservati negli ultimi anni, la popolazione tra 15 e 74 anni di età dovrebbe diminuire entro il 2035 dell'1,6 per cento in Italia e dell'1,4 in Germania, rimanere sostanzialmente stabile in Francia e nei Paesi Bassi e aumentare del 3,3 in Spagna (figura, pannello b). Il calo atteso è nettamente più pronunciato in tutti i paesi per la fascia di età compresa tra 15 e 64 anni[2].

Nel 2024 la quota di persone nate all'estero rispetto alla popolazione residente era inferiore nel nostro paese nel confronto con quella delle altre principali

1 G. Basso, E. Gentili, S. Lattanzio e G. Roma, *Flussi e politiche migratorie in Italia e in altri paesi europei*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 923, 2025. L'inclusione delle acquisizioni di cittadinanza da parte degli stranieri metterebbe ulteriormente in evidenza il loro contributo all'evoluzione della popolazione residente. La dinamica demografica è analoga se ci si concentra sulla popolazione in età da lavoro (15-64 anni).

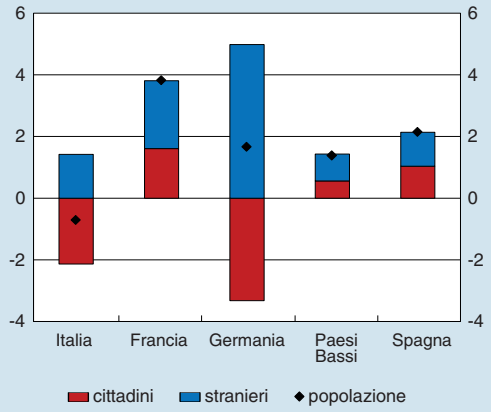
2 La popolazione tra 15 e 64 anni diminuirebbe in tutti i paesi nello scenario di base, con cali particolarmente marcati in Italia (del 6,8 per cento) e in Germania (del 6,2), ma nello scenario con migrazione elevata aumenterebbe in Spagna e rimarrebbe stabile in Francia e nei Paesi Bassi. Le proiezioni dell'Eurostat per l'Italia, usate nel riquadro per ragioni di comparabilità, sono più ottimistiche di quelle dell'Istat pubblicate nel 2024, secondo cui la popolazione nella fascia di età tra 15 e 74 anni dovrebbe ridursi nello stesso orizzonte temporale del 2,8 per cento.

economie dell'area dell'euro (11,3 per cento in Italia, contro 17,4 nella media di Francia, Germania, Paesi Bassi e Spagna). La composizione per livello di istruzione era inoltre particolarmente sfavorevole: solo il 14,8 per cento dei nati all'estero con più di 25 anni aveva completato un ciclo di studi universitario, contro il 36,3 in Francia, il 29,8 in Germania, il 40,6 nei Paesi Bassi e il 29,2 in Spagna.

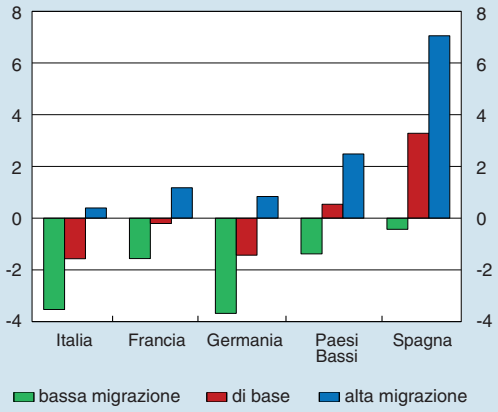
Figura

Dinamica demografica e contributo della popolazione straniera

(a) variazione della popolazione tra il 2010 e il 2024 (1)
(milioni di persone)



(b) crescita prevista della popolazione residente nel periodo 2023-35 in diversi scenari migratori (2)
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, statistiche demografiche, *European Union Labour Force Survey* (EU-LFS) ed esercizio di proiezione sulla popolazione europea EUROPOP2023; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro:* European Union Labour Force Survey e *Mercato del lavoro: EUROPOP2023*.
(1) Per ciascuno Stato: variazione della popolazione residente totale di coloro che hanno la cittadinanza del paese e di chi ha la cittadinanza straniera tra il 1° gennaio 2010 e il 1° gennaio 2024. – (2) Variazione percentuale prevista della popolazione nella classe di età 15-74 anni nel periodo 2023-35 in vari scenari sui flussi migratori, come indicato in EUROPOP2023. Lo scenario di base corrisponde alle proiezioni secondo le ipotesi formulate dall'Eurostat su fecondità, mortalità e flussi migratori; gli scenari con bassi e alti flussi migratori riportano la popolazione prevista nell'ipotesi che la migrazione netta sia inferiore o superiore, rispettivamente, del 33 per cento rispetto alle ipotesi presenti nello scenario di base in ogni anno dell'orizzonte di proiezione.

Sebbene l'incidenza sul totale dei residenti sia aumentata moderatamente negli ultimi 15 anni, gli immigrati hanno contribuito per la quasi totalità alla crescita dell'occupazione osservata nello stesso periodo. Secondo l'evidenza empirica disponibile per l'Italia, meno ampia che per altri paesi, l'effetto dell'immigrazione sulla probabilità di essere occupato e sul livello della retribuzione della popolazione autoctona è, in media, trascurabile. Ciò dipende anche dal fatto che nel nostro paese gli immigrati svolgono per lo più attività caratterizzate da contratti di lavoro meno stabili e da salari più bassi, poco appetibili per le persone nate in Italia.

Sulla limitata attrattività dell'Italia, in particolare per gli stranieri più qualificati, incidono diversi fattori, tra cui lo scarso dinamismo dell'economia[3]. Le attuali politiche migratorie favoriscono inoltre i ricongiungimenti familiari più che gli ingressi per motivi di lavoro. La complessità del quadro normativo, il

[3] M. Bugamelli e F. Lotti (a cura di), *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 422, 2018, e R. Greco, *A structural analysis of productivity in Italy: a cross-industry, cross-country perspective*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 825, 2023.

cui impianto risale agli anni novanta, e la frammentazione delle responsabilità tra diverse amministrazioni scoraggia ulteriormente l'ingresso di lavoratori stranieri.

I permessi di soggiorno a fini lavorativi sono disciplinati dal documento di programmazione triennale e dai decreti che fissano le quote massime di ammissione per ogni anno in base al paese di cittadinanza del richiedente e al tipo di contratto, secondo quanto stabilito dalla L. 40/1998 e dal D.lgs. 286/1998 (Testo unico sull'immigrazione, TUI). Le recenti modifiche al TUI introdotte con il DL 20/2023 e il DL 145/2024, tra le altre disposizioni, hanno previsto nuove possibilità di entrare e soggiornare in Italia, anche al di fuori delle quote, per i lavoratori che hanno completato un percorso di formazione. È questo il caso degli studenti stranieri, che possono ora convertire il permesso di soggiorno per motivi di studio in quello per lavoro, e di chi sostiene nei paesi di origine corsi di lingua e di qualificazione professionale organizzati dalle regioni italiane e dalle associazioni datoriali.

Vi sono tuttavia ancora margini per rendere l'Italia più attrattiva per i lavoratori stranieri con competenze elevate, ad esempio facilitando il riconoscimento dei titoli di studio e professionali ottenuti all'estero. Inoltre, per cogliere appieno anche i benefici dell'immigrazione meno qualificata, andrebbero rafforzate le politiche di integrazione. Secondo l'evidenza internazionale[4], gli interventi più efficaci in tal senso riguardano la formazione linguistica e la creazione di percorsi certi per ottenere la cittadinanza, in particolare per chi completa un ciclo di studi nel paese di destinazione.

[4] C. Gathmann e N. Keller, *Access to citizenship and the economic assimilation of immigrants*, "The Economic Journal", 128, 616, 2018, pp. 3141-3181; H. Brücker, A. Glitz, A. Lerche e A. Romiti, *Occupational recognition and immigrant labour market outcomes*, "Journal of Labor Economics", 39, 2, 2021, pp. 497-525; J.N. Arendt, C. Dustmann e H. Ku, *Refugee migration and the labour market: lessons from 40 years of post-arrival policies in Denmark*, "Oxford Review of Economic Policy", 38, 3, 2022, pp. 531-556; M. Foged, L. Hasager e G. Peri, *Comparing the effects of policies for the labor market integration of refugees*, "Journal of Labor Economics", 42, S1, 2024, pp. S335-S377.

Nel 2024 il tasso di disoccupazione è sceso al 6,5 per cento, il valore più basso da 17 anni. La riduzione è stata maggiore per i giovani nella fascia di età tra 15 e 24 anni: il loro tasso di disoccupazione è tuttavia ancora pari al 20,3 per cento, 5,4 punti percentuali sopra la media della UE. È diminuita di quasi un punto, al 15,2 per cento, la quota dei giovani tra 15 e 29 anni che non sono né occupati né inseriti in percorsi di istruzione o formazione (*not in education, employment or training*, NEET). I miglioramenti sono stati più marcati nel Mezzogiorno: dal 2019 il divario nel tasso di disoccupazione rispetto al Centro Nord è sceso da 10,8 a 7,5 punti percentuali; quello nella quota dei giovani NEET è diminuito da circa 17 punti a circa 12.

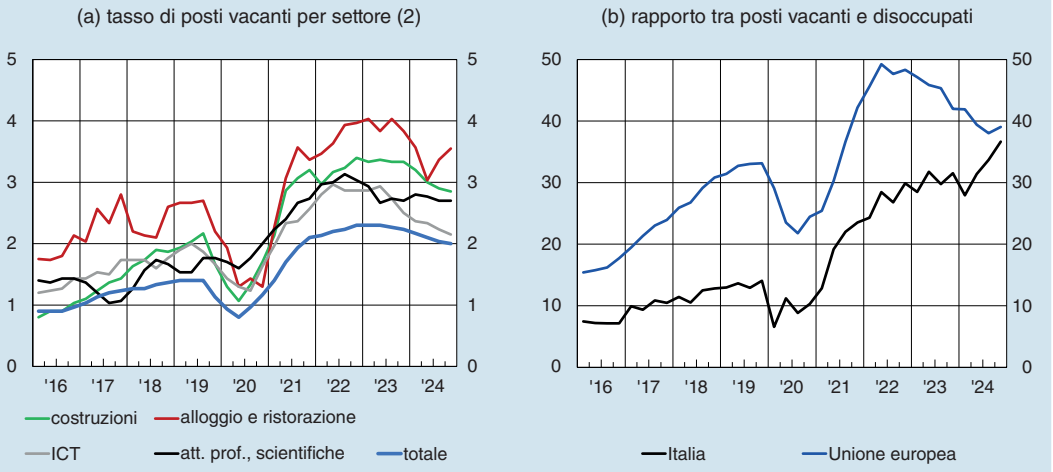
I primi mesi del 2025. – Secondo i dati preliminari dell'RFL, all'inizio dell'anno in corso il tasso di attività ha ricominciato a crescere anche tra i più giovani. Grazie all'espansione dell'occupazione, il tasso di disoccupazione è leggermente sceso rispetto al trimestre precedente, al 6,0 per cento.

La domanda di lavoro

Il numero di posti vacanti nelle imprese si è leggermente ridotto, pur restando alto nel confronto con gli anni precedenti la pandemia. Oltre alla più sostenuta dinamica congiunturale di comparti come le costruzioni e le attività di alloggio e ristorazione, in alcuni settori permangono difficoltà di reclutamento di manodopera con competenze adeguate (fig. 7.7.a). Il tasso di posti vacanti è elevato nei comparti con forte domanda di laureati, come l'ICT e i servizi professionali. La riduzione del numero dei posti vacanti è stata meno intensa di quella dei disoccupati e il rapporto tra le due grandezze, che coglie il grado di competizione tra imprese nell'attrarre i lavoratori, ha quindi continuato ad aumentare, avvicinandosi ai valori medi della UE (fig. 7.7.b).

Figura 7.7

Posti vacanti nelle imprese (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, *Job vacancy statistics* ed EU-LFS, e su dati Istat, *Posti vacanti nelle imprese dell'industria e dei servizi* e RFL; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice le voci *Mercato del lavoro:* European Union Labour Force Survey e *Mercato del lavoro:* Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Dati destagionalizzati che includono tutte le imprese di industria e servizi con almeno 1 addetto. – (2) Media mobile su 3 periodi; il tasso di posti vacanti è il rapporto tra il numero di posti vacanti e la loro somma con le posizioni lavorative occupate. I posti vacanti sono misurati dalle ricerche di personale che nell'ultimo giorno del trimestre indicato sono iniziate e non ancora concluse.

8. I PREZZI E I COSTI

Nel 2024 in Italia l'inflazione al consumo si è ridotta notevolmente rispetto ai livelli registrati nel biennio precedente, mantenendosi costantemente sotto al 2 per cento. I prezzi dei beni energetici, che avevano ampiamente sostenuto la dinamica dell'inflazione complessiva dal 2022, sono marcatamente diminuiti. L'inflazione di fondo (al netto di energetici e alimentari) si è pressoché dimezzata nel confronto con il 2023, per la forte decelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici e, in misura minore, per la dinamica più contenuta di quelli dei servizi, che rimane tuttavia moderatamente superiore alla media storica.

Lo scorso anno la crescita del costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo si è rafforzata, sospinta dagli incrementi delle retribuzioni contrattuali. L'aumento del costo del lavoro è stato comunque inferiore a quello medio dell'area dell'euro. Nonostante il progressivo recupero, le retribuzioni effettive in termini reali sono risultate dell'8,4 per cento più basse rispetto ai livelli del 2021.

Nei primi mesi del 2025 l'inflazione al consumo è lievemente salita per il contributo delle componenti dei servizi e dei beni alimentari, rimanendo tuttavia attorno al 2 per cento. Le limitate pressioni all'origine, insieme alla debolezza della domanda interna e globale, in un contesto di forte incertezza geopolitica e di tensioni commerciali, manterrebbero l'inflazione su valori contenuti nel corso di quest'anno.

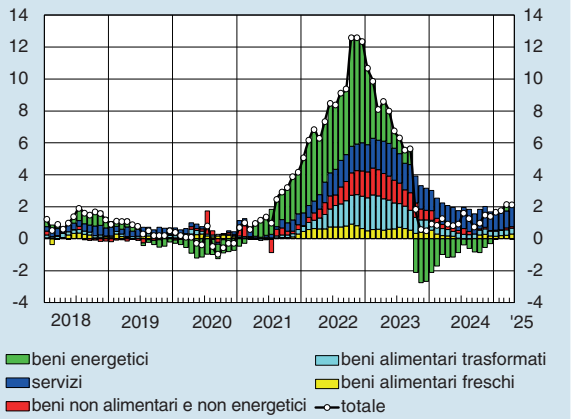
I prezzi al consumo nel 2024

L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è diminuita marcatamente nel 2024, all'1,1 per cento in media d'anno (da 5,9 nel 2023 e 8,7 nel 2022; fig. 8.1 e tav. 8.1).

La dinamica dei prezzi al consumo ha oscillato su valori prossimi all'1 per cento, per poi aumentare lievemente nell'ultimo trimestre. È stata contenuta da quella dei beni energetici (-10,1 per cento in media nel 2024, da 1,1 nel 2023). Il calo sui dodici mesi

Figura 8.1

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



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

dei prezzi di questa componente, molto ampio all'inizio dell'anno (-20,7 per cento in gennaio), si è significativamente attenuato dall'estate.

Tavola 8.1

Prezzi al consumo

VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2023	2024	2024
IPCA	**5,9**	**1,1**	**100,0**
Alimentari freschi	8,2	2,6	6,4
Alimentari trasformati	9,6	2,4	14,9
Energetici	1,1	-10,1	10,9
Beni non alimentari e non energetici	4,7	0,6	27,5
Servizi	4,5	3,2	40,4
Beni e servizi a prezzo amministrato	2,1	-1,1	7,5
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	4,5	2,2	67,9
Deflatore del PIL	**5,9**	**2,1**	
Indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno	**-8,3**	**-5,7**	

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

I prezzi dei beni alimentari, che rappresentano circa un quinto del paniere, hanno avuto una forte decelerazione nel 2024 (2,5 per cento, da 9,2 nel 2023), rispecchiando il graduale dissiparsi dell'impatto dei rincari degli input energetici e delle materie prime agroalimentari osservati nel biennio precedente. Tuttavia, dal quarto trimestre, tali prezzi hanno mostrato una tendenza al rialzo, anche a seguito di nuove pressioni inflazionistiche lungo la filiera alimentare, in parte connesse con eventi climatici avversi che hanno inciso sui raccolti e sui prezzi di alcune materie prime.

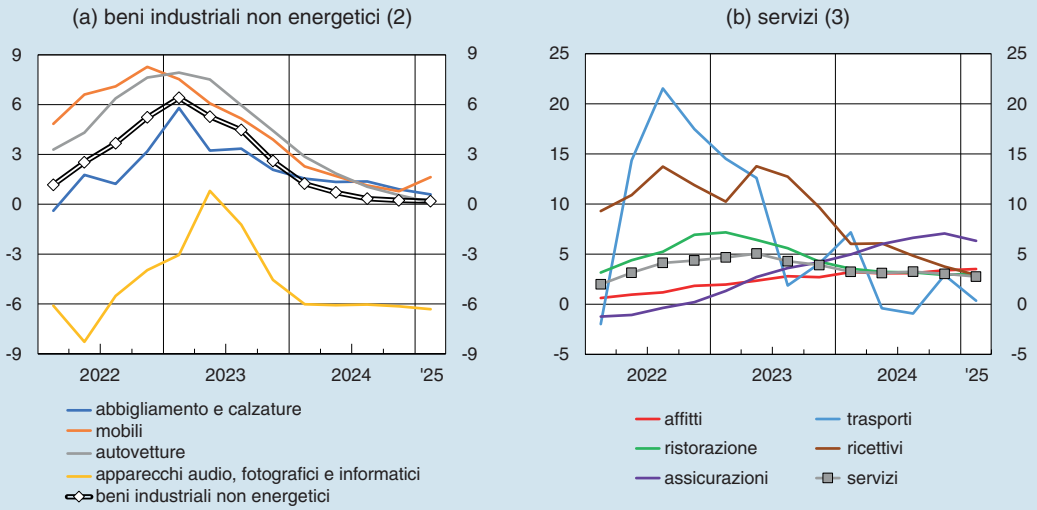
Nel 2024 l'inflazione di fondo è stata in media circa la metà di quella osservata nel 2023 (2,2 per cento, da 4,5). La riduzione è stata determinata in prevalenza dalla dinamica dei beni industriali non energetici, che è scesa su valori appena positivi a fine anno, riflettendo la variazione molto contenuta dei prezzi degli input intermedi e la debole domanda di beni industriali di consumo e investimento. L'andamento dell'inflazione e i bassi livelli raggiunti sono stati comuni alle principali tipologie di beni (fig. 8.2.a). La decelerazione dei prezzi dei servizi è stata invece più graduale e contenuta (3,2 per cento nel complesso dell'anno, da 4,5), anche a causa del ritardo con cui i prezzi di alcune voci, in linea con le regolarità storiche, seguono l'andamento generale dell'inflazione (fig. 8.2.b)[1]. Per gli affitti e le assicurazioni, ad esempio, i prezzi hanno iniziato ad aumentare in maniera significativa solo dallo scorso

[1] Per un approfondimento sulle caratteristiche di queste sottocomponenti e sul loro effetto sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro, cfr. il capitolo 2 e F. Corsello e S. Neri, *"Catch me if you can": fast-movers and late-comers in euro area inflation*, SUERF Policy Brief, 1070, gennaio 2025.

anno[2]. Al contrario, le componenti dei servizi che avevano registrato i rincari maggiori dal 2022, quali i trasporti, la ristorazione e i servizi ricettivi, sono state interessate da una graduale normalizzazione nel corso di quest'anno, favorendo la discesa dell'inflazione complessiva dei servizi.

Figura 8.2

Inflazione dei beni industriali non energetici e dei servizi (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) IPCA. – (2) Nel 2024 il totale dei beni industriali non energetici pesava il 27,5 per cento nel paniere totale; al suo interno la voce di abbigliamento e calzature corrispondeva a circa il 25 per cento, le autovetture a poco meno del 12, i mobili a circa il 9 e gli apparecchi audio, fotografici e informatici erano poco sopra al 5 per cento. – (3) Nel 2024 il totale dei servizi pesava il 40,4 per cento nel paniere totale; al suo interno la ristorazione corrispondeva a quasi il 24 per cento, i servizi ricettivi pesavano il 7, gli affitti circa il 6, i trasporti poco più del 4 e le assicurazioni poco meno del 4 per cento.

I prezzi alla produzione

Le pressioni all'origine sono rimaste molto contenute nel corso dell'anno. I prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono diminuiti anche nel 2024 (-5,7 per cento, da -8,3 nel 2023), in larga parte a seguito del nuovo calo della componente energetica (-13,7 per cento, da -24,4). La flessione delle quotazioni delle materie prime e la normalizzazione delle condizioni di offerta, dopo le difficoltà emerse a partire dalla pandemia, hanno ridotto le pressioni all'origine anche sulle altre componenti. I prezzi dei beni alimentari e di quelli intermedi sono scesi (-0,4 e -3,0 per cento, rispettivamente), mentre i listini dei beni di consumo non alimentari e di quelli di investimento sono aumentati solo marginalmente nel complesso dell'anno, risultando in decelerazione rispetto al 2023.

[2] Gli aumenti dei premi assicurativi riflettono con ritardo i passati rincari dei pezzi di ricambio, delle riparazioni e dei risarcimenti per danni alle persone; per gli affitti, i canoni di locazione dei contratti che non applicano la cedolare secca vengono rivalutati in base alla variazione passata dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI) al netto dei tabacchi.

I prezzi all'importazione hanno registrato dinamiche analoghe a quelle rilevate per i prezzi alla produzione, con un calo dell'1,6 per cento nel 2024 (-7,3 nel 2023), dovuto in larga misura all'energia e ai beni intermedi (-6,5 e -1,5 per cento, rispettivamente). L'andamento negativo dei prezzi dei beni di consumo nel 2024 (-0,9 per cento), determinato dalle importazioni dai paesi esterni all'area dell'euro, si è lievemente accentuato nel corso dell'anno.

Il costo del lavoro

La crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo si è intensificata nel 2024 (al 4,0 per cento, dal 2,2 nel 2023; fig. 8.3.a), contribuendo al recupero, seppure ancora parziale, della perdita di potere d'acquisto causata dall'elevata inflazione nel periodo 2021-23[3]. L'accelerazione dei minimi contrattuali ha riguardato quasi tutto il settore privato: nell'industria in senso stretto la crescita è stata del 5,1 per cento (da 3,4 nel 2023), riflettendo principalmente l'adeguamento alla dinamica passata dell'inflazione previsto dal contratto del comparto metalmeccanico[4], che interessa oltre 2 milioni di addetti; nei servizi privati l'aumento, guidato dai rinnovi nei settori del credito, del commercio e del turismo, è stato del 3,5 per cento (da 1,3). Nel 2024 nelle costruzioni – il cui contratto scaduto a giugno del 2024 è stato rinnovato solo a gennaio del 2025 – le retribuzioni contrattuali hanno decelerato (all'1,2 per cento in media annua, dall'1,8 nel 2023).

Le retribuzioni di fatto nel settore privato non agricolo hanno accelerato in misura più contenuta (al 2,9 per cento, dal 2,1), poiché gli incrementi contrattuali sono stati in parte compensati dal rallentamento delle componenti aggiuntive rispetto ai minimi tabellari[5]; in termini reali si sono mantenute inferiori rispetto ai livelli del 2021, dell'8,4 per cento (8,6 nel totale dell'economia).

La dinamica del costo del lavoro, che include anche gli oneri sociali a carico del datore di lavoro, è stata analoga a quella delle retribuzioni orarie effettive (al 2,9 per cento, dal 2,3), e si è collocata al di sotto dell'aumento osservato per la media dell'area dell'euro (4,2 per cento). Il costo del lavoro, relativamente a quello dei beni intermedi, è comunque rimasto inferiore ai livelli precedenti il rapido aumento dell'inflazione (fig. 8.3.b). Il suo incremento è stato in parte assorbito dalla riduzione dei margini di profitto delle imprese (mark up). Emergono però differenze tra settori: i mark up sono diminuiti nella manifattura e nelle costruzioni, si sono invece confermati elevati e al di sopra dei livelli pre-pandemici nei servizi privati.

---

3 Rispetto alle altre economie dell'area dell'euro la contrattazione collettiva in Italia ha risposto più lentamente alla crescita dei prezzi a causa della durata pluriennale degli accordi, dei ritardi nelle negoziazioni e della limitata diffusione delle clausole di indicizzazione. Nei paesi europei dove i rinnovi nel periodo 2021-23 sono stati più frequenti, ad es. in Francia e in Spagna, il recupero è iniziato prima e l'erosione del potere d'acquisto è stata più contenuta. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La contrattazione collettiva nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2022 e il capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2023.

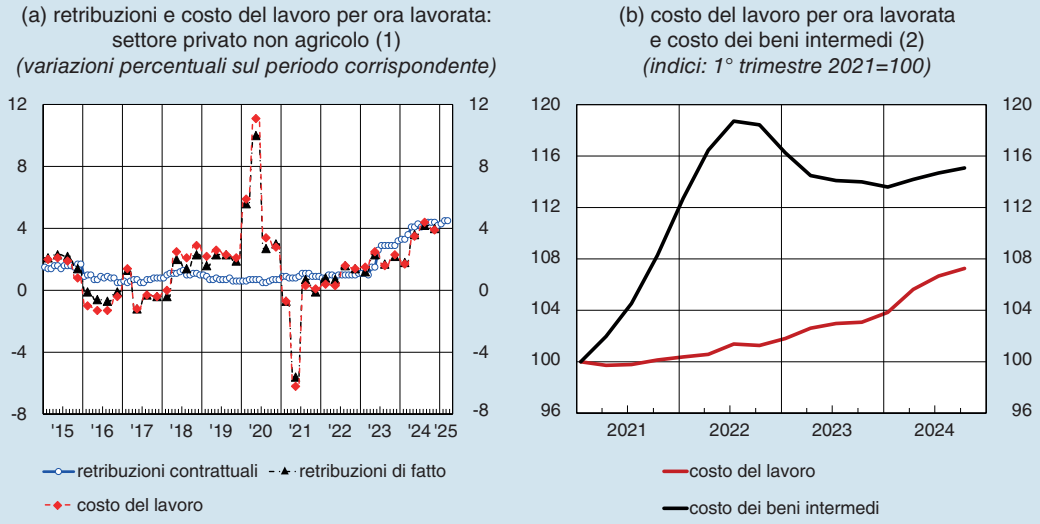
4 Il contratto dei metalmeccanici viene adeguato annualmente nel mese di giugno, sulla base della variazione dell'IPCA al netto dei beni energetici importati realizzata nell'anno precedente.

5 Le retribuzioni orarie di fatto includono anche le componenti salariali aggiuntive rispetto ai minimi retributivi (ad es. straordinari, premi di produttività, una tantum).

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo ha decelerato (al 3,9, dal 4,6): vi ha contribuito una dinamica della produttività meno negativa che nel 2023 (cfr. il capitolo 6). Nell'industria in senso stretto il rallentamento del CLUP è stato marcato (al 4,3 per cento, dal 6,6) e la sua crescita si è mantenuta su valori inferiori a quelli della media dell'area (5,7 per cento).

Figura 8.3

Retribuzioni, costo del lavoro e costo dei beni intermedi



Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (CET) e indagine sulle retribuzioni contrattuali per tipo di contratto.
(1) Nel settore privato non agricolo sono inclusi l'industria (sezioni dalla B alla F della classificazione Ateco 2007) e i servizi privati (dalla G alla N). Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni orarie lorde e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati. – (2) Il costo dei beni intermedi è misurato dal deflatore implicito dell'input ai prezzi d'acquisto, ottenuto come rapporto tra i costi intermedi ai prezzi d'acquisto correnti e i costi intermedi ai prezzi d'acquisto concatenati, con anno di riferimento 2020; dati trimestrali destagionalizzati.

Le prospettive dei costi e dell'inflazione nel 2025

Nei primi mesi del 2025 le quotazioni delle materie prime energetiche hanno mostrato un'elevata volatilità, con rialzi in gennaio e in febbraio seguiti da marcati cali nei mesi primaverili. Le tendenze più recenti riflettono le deboli prospettive della domanda mondiale e l'incertezza geopolitica e sul commercio internazionale.

Il prezzo del gas, dopo essere cresciuto all'inizio dell'anno, ha segnato una flessione in marzo e in aprile per effetto di fattori sia di offerta, quali il recupero dei flussi dai paesi extra area, sia di domanda, in connessione con l'evoluzione favorevole dei fattori climatici. Le quotazioni del greggio, dopo il picco raggiunto a metà gennaio, sono scese fortemente a causa della debolezza della domanda mondiale di petrolio nonché per l'annuncio dell'aumento dell'offerta da parte dei paesi dell'OPEC a partire da maggio (cfr. il capitolo 1).

In primavera le pressioni all'origine sono risultate contenute. Nel confronto con lo scorso anno, le variazioni dei prezzi alla produzione dei beni intermedi e di consumo si attestano su valori bassi (0,6 e 1,7 per cento nel primo trimestre del 2025,

rispettivamente). Segnali di una dinamica moderata dei costi degli input per le imprese, sia nella manifattura sia nei servizi, provengono anche dagli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI).

La crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo si è confermata robusta nella media dei primi tre mesi del 2025. Sulla base degli incrementi già previsti dai contratti attualmente in vigore, la dinamica si attenuerebbe nei prossimi trimestri (cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*, in *Bollettino economico*, 4, 2024). L'andamento complessivo rifletterà tuttavia l'esito delle numerose negoziazioni in corso: la quota di lavoratori del settore privato in attesa di rinnovo è infatti elevata (35,4 per cento nel primo trimestre), a causa soprattutto dei ritardi nelle trattative nel settore della metalmeccanica.

L'inflazione al consumo è lievemente salita nella prima parte del 2025, raggiungendo il 2,0 per cento in aprile, guidata dalle componenti dei servizi e dei beni alimentari; secondo le nostre valutazioni, in un contesto internazionale caratterizzato da elevata incertezza, da una dinamica moderata delle quotazioni delle materie prime e da debolezza della domanda, si riporterebbe al di sotto del 2 per cento nella restante parte dell'anno[6]. Tali prospettive sono coerenti sia con i risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*[7] condotta dalla Banca d'Italia tra febbraio e marzo di quest'anno, sia con le valutazioni degli operatori professionali. Le aziende intervistate dalla Banca segnalano una crescita stabile dei propri prezzi di vendita, di poco inferiore al 2 per cento nei successivi dodici mesi, e un livello di inflazione al consumo all'1,8 nei prossimi sei mesi. Gli analisti privati censiti in aprile si attendono un'inflazione lievemente al di sotto del 2 per cento per il 2025.

6 Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 4 aprile 2025.

7 *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 aprile 2025; cfr. anche nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese:* Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita.

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

Nel 2024 le esportazioni italiane in volume sono aumentate in misura modesta. Il lieve calo delle vendite di beni, legato alla debolezza della domanda proveniente dall'area dell'euro e all'andamento sfavorevole di alcuni comparti, in particolare autoveicoli e moda, è stato più che compensato dall'incremento della componente dei servizi, soprattutto quelli turistici. Le importazioni sono diminuite e le esportazioni nette hanno dunque fornito un contributo positivo alla crescita del PIL.

L'avanzo di conto corrente è cresciuto, raggiungendo l'1,1 per cento del prodotto. Il ritorno a un consistente saldo positivo, con il riassorbimento degli effetti del recente shock energetico, si inserisce in una lunga fase di surplus, iniziata nel 2013 e temporaneamente interrotta solo nel 2022, che testimonia la capacità delle imprese esportatrici italiane di rimanere competitive sui mercati internazionali nonostante i molteplici shock avversi; nell'ultimo quinquennio le esportazioni di beni in volume sono aumentate più che negli altri principali paesi dell'area dell'euro e hanno sostanzialmente tenuto il passo con la domanda proveniente dai mercati di sbocco.

Gli investimenti di portafoglio all'estero da parte dei residenti sono fortemente cresciuti, sospinti dagli acquisti di obbligazioni europee da parte di banche, assicurazioni e fondi comuni. Gli investimenti netti in titoli pubblici italiani da parte dei non residenti hanno raggiunto il livello più elevato degli ultimi vent'anni. In seguito a questi andamenti, il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET è diminuito in misura significativa.

Alla fine del 2024 la posizione netta sull'estero dell'Italia è stata creditoria per 335 miliardi di euro, pari al 15,3 per cento del PIL; dalla fine del 2013 il miglioramento è stato di 39 punti percentuali del prodotto ed è riconducibile per poco più della metà ai persistenti avanzi di conto corrente e conto capitale.

Le esportazioni e le importazioni

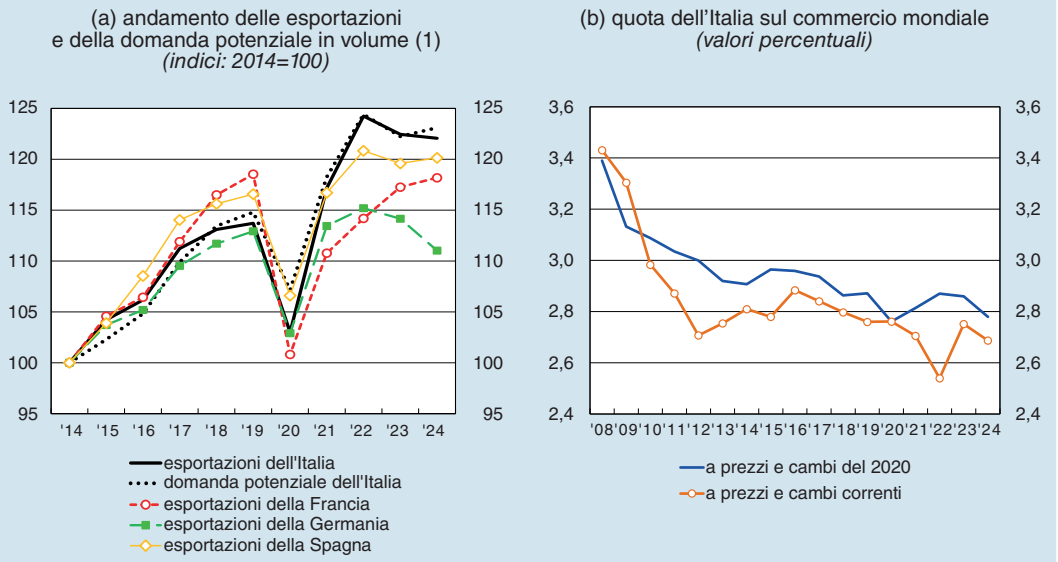
Nel 2024 le esportazioni di beni e servizi sono cresciute dello 0,4 per cento in volume: l'aumento della componente dei servizi ha più che compensato il lieve calo di quella dei beni. Le importazioni sono diminuite dello 0,7 per cento, riflettendo la contrazione degli acquisti di beni. Nel complesso, la domanda estera netta ha sostenuto la crescita del PIL per 0,4 punti percentuali.

Le esportazioni. – L'andamento delle esportazioni italiane di beni (-0,3 per cento) è stato lievemente meno favorevole rispetto alla domanda proveniente dai mercati di

sbocco (fig. 9.1.a), cresciuta a un tasso significativamente più basso rispetto al commercio mondiale. La quota dell'Italia sul commercio mondiale di beni è leggermente scesa, a prezzi e cambi sia costanti sia correnti (fig. 9.1.b), in un contesto di debolezza del ciclo manifatturiero dei principali paesi europei e di ulteriore espansione dell'incidenza della Cina.

Figura 9.1

Esportazioni di beni, domanda potenziale e quota sul commercio mondiale di beni
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, FMI e Istat.
(1) Esportazioni di beni di contabilità nazionale a valori concatenati. 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.

Le esportazioni di merci verso i paesi dell'area dell'euro sono diminuite (-1,7 per cento), principalmente per effetto del forte calo della domanda tedesca (fig. 9.2.a). Al contrario sono lievemente salite le vendite verso l'esterno dell'area (0,7 per cento), nonostante la riduzione delle esportazioni verso gli Stati Uniti, le cui importazioni dal resto del mondo sono invece cresciute in misura consistente.

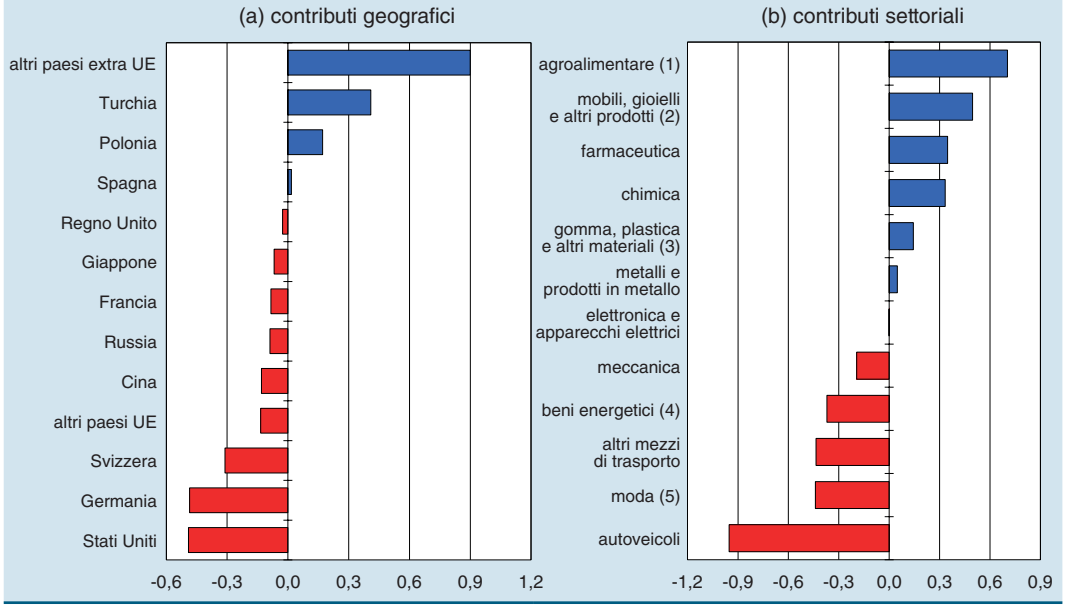
A livello settoriale vi sono stati aumenti significativi per l'industria agroalimentare, la farmaceutica, la chimica e gli altri prodotti manifatturieri (in particolare, gli articoli di gioielleria e oreficeria; fig. 9.2.b), comparti relativamente meno esposti alla concorrenza cinese, nei quali le imprese italiane hanno guadagnato quote di mercato nell'ultimo quinquennio (cfr. il riquadro: *L'andamento delle esportazioni dell'Italia nell'ultimo quinquennio e le loro prospettive*). Per contro, si è registrato un forte calo delle esportazioni di autoveicoli, settore che nel 2024 ha sofferto, più che negli altri maggiori paesi dell'area, delle difficoltà di adattamento della produzione alla transizione ecologica in corso[1]; sono cresciute soltanto le vendite di autoveicoli di alta gamma. Andamenti negativi hanno contrassegnato anche la filiera della moda, che

[1] Per approfondimenti sulla filiera italiana dell'automobile, cfr. A. Orame, G. Cariola e G. Viggiano, *Il settore automobilistico italiano nella transizione verde: evidenze empiriche e valutazioni degli addetti ai lavori*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 911, 2025.

continua a risentire di una domanda mondiale molto debole[2], i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli, i beni energetici e la meccanica.

Figura 9.2

Contributi alla variazione percentuale delle esportazioni di beni in volume nel 2024
(dati annuali; punti percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati di bilancia dei pagamenti e dati Istat di contabilità nazionale, di commercio estero e dei prezzi alla produzione sul mercato estero; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale.
(1) Include i prodotti agricoli, i prodotti alimentari, le bevande e il tabacco. – (2) Include i mobili, i gioielli e i prodotti non menzionati nelle altre voci. – (3) Include la gomma, la plastica, il legno, i prodotti della carta e gli altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi. – (4) Include i beni dell'industria estrattiva, i prodotti petroliferi raffinati e coke, la fornitura dell'energia elettrica e i prodotti delle attività di trattamento dei rifiuti. – (5) Include i prodotti tessili e di abbigliamento, gli articoli in pelle.

L'aumento delle esportazioni di servizi (3,3 per cento) è dovuto per circa la metà al turismo, cresciuto del 4,2 per cento, e per la restante parte ai servizi alle imprese, in particolare quelli finanziari, professionali e manageriali, e di trasporto.

Nonostante la debole crescita nel biennio 2023-24, negli ultimi cinque anni l'incremento delle esportazioni italiane di beni e servizi è stato superiore a quello di Germania e Francia; la quota di mercato sul commercio mondiale si è mantenuta pressoché stabile, a conferma della capacità delle imprese esportatrici italiane di rimanere competitive sui mercati internazionali.

L'ANDAMENTO DELLE ESPORTAZIONI DELL'ITALIA NELL'ULTIMO QUINQUENNIO E LE LORO PROSPETTIVE

Nell'ultimo quinquennio le imprese italiane hanno manifestato una notevole resilienza in un contesto internazionale caratterizzato da molteplici shock, quali la pandemia e le conseguenti strozzature globali dal lato dell'offerta, la crisi energetica

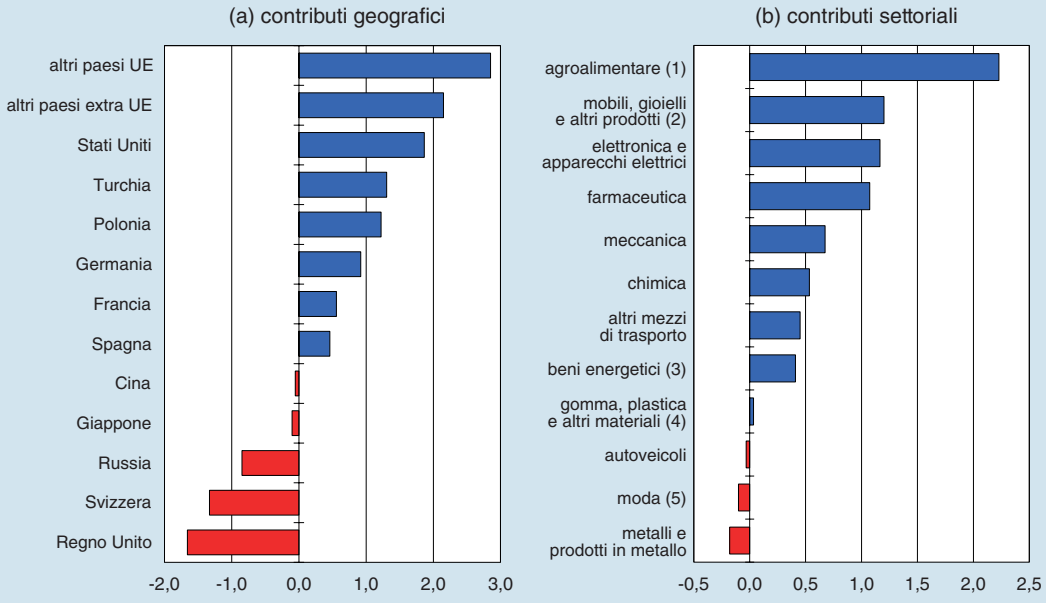
[2] G. Allione, M. Errico e C. Giordano, *Fading glamour: are Italy's fashion exports in trouble?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

dopo l'invasione russa dell'Ucraina, l'aumento delle tensioni geopolitiche e il processo di frammentazione commerciale[1].

Dal 2019 al 2024 le esportazioni di beni in volume sono aumentate complessivamente del 7,3 per cento, più che negli altri principali paesi dell'area dell'euro e sostanzialmente in linea con l'espansione della domanda proveniente dai mercati di sbocco. Le vendite sono cresciute verso tutti i principali paesi di destinazione, eccetto il Regno Unito, per gli effetti della Brexit (cfr. il riquadro: *La reazione delle imprese esportatrici italiane alla Brexit* del capitolo 14), la Russia, per le sanzioni introdotte dalla comunità internazionale, e la Svizzera[2] (figura A, pannello a). I principali contributi alla crescita complessiva delle esportazioni sono venuti dal comparto agroalimentare, dagli "altri manufatti" (soprattutto i gioielli), dall'elettronica e attrezzature elettriche e dalla farmaceutica (figura A, pannello b). Sono diminuite invece le esportazioni della metallurgia, uno dei settori energivori particolarmente colpiti dalla crisi energetica del 2022[3], e quelle della filiera della moda.

Figura A

Contributi alla crescita delle esportazioni di beni in volume nel periodo 2019-24
(punti percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati di bilancia dei pagamenti e dati Istat di contabilità nazionale, di commercio estero e dei prezzi alla produzione sul mercato estero; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale.
(1) Include i prodotti agricoli, i prodotti alimentari, le bevande e il tabacco. – (2) Include i mobili, i gioielli e i prodotti non menzionati nelle altre voci. – (3) Include i beni dell'industria estrattiva, i prodotti petroliferi raffinati e coke, la fornitura dell'energia elettrica e i prodotti delle attività di trattamento dei rifiuti. – (4) Include la gomma, la plastica, il legno, i prodotti della carta e gli altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi. – (5) Include i prodotti tessili e di abbigliamento, gli articoli in pelle.

1 G. Allione, S. Federico e C. Giordano, *The resilience of Italy's external sector amidst risks and challenges*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

2 In Svizzera sono ubicati vari centri logistici dell'industria della moda, motivo per cui vi si è concentrata la flessione delle vendite estere di abbigliamento e articoli in pelle registrata in diversi mercati finali. Su questo calo ha inciso anche la recente rilocalizzazione in Italia di alcuni di questi centri logistici; cfr. G. Allione, M. Errico e C. Giordano, *Fading glamour: are Italy's fashion exports in trouble?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

3 S. Giglioli e C. Giordano, *Exploring the recent resilience of Italy's goods exports: competitiveness, energy intensity and supply bottlenecks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 785, 2023.

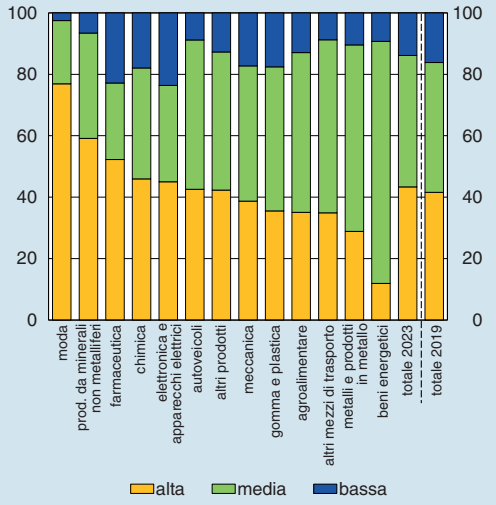
Sempre tra il 2019 e il 2024 le esportazioni di servizi sono cresciute a un tasso più che doppio di quello dei beni (15,8 per cento), trainate soprattutto dalla componente dei servizi forniti digitalmente alle imprese (tra cui quelli professionali, finanziari e di ricerca e sviluppo). Il turismo internazionale ha contribuito per quasi 2 punti percentuali a questo aumento.

Il buon andamento delle esportazioni italiane nel quinquennio ha beneficiato della diversificazione geografica e settoriale e della tenuta della competitività di prezzo rispetto ai principali partner mondiali, quest'ultima legata soprattutto alla moderazione salariale che ha permesso di contenere la dinamica dei prezzi alla produzione in un contesto di apprezzamento dell'euro. Con riferimento alla competitività non di prezzo, l'incidenza dei prodotti di qualità alta risulta significativa in molti settori ed è lievemente aumentata a scapito di quelli di qualità inferiore (figura B, pannello a). All'accresciuta capacità competitiva ha contribuito il rafforzamento strutturale delle imprese esportatrici avviatosi dopo la crisi dei debiti sovrani[4]. È infatti diminuita la quota di vendite estere di beni

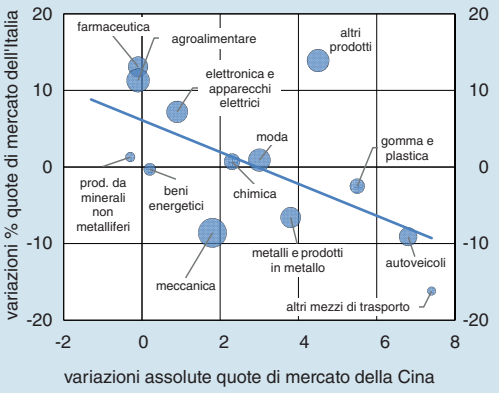
Figura B

Qualità delle esportazioni di beni per settore ed esposizione dell'Italia alla concorrenza della Cina

(a) qualità delle esportazioni di beni per settore (1)
(quote percentuali)



(b) variazioni delle quote di mercato dell'Italia rispetto alla performance dell'export della Cina nel periodo 2019-24
(variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati della Base pour l'analyse du commerce international (BACI) del Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII); per il pannello (b), elaborazioni su dati Trade Data Monitor.
(1) Dati relativi al 2023. Le stime di qualità sono effettuate in base alla distribuzione dei valori unitari per prodotto-paese. Un prodotto esportato viene considerato: (a) di qualità alta se ha un valore unitario superiore di almeno il 20 per cento rispetto a quello medio dei concorrenti sullo stesso mercato; (b) di qualità bassa se il valore unitario è inferiore di almeno il 20 per cento rispetto alla media; (c) di qualità media nei rimanenti casi.

[4] M. Bugamelli, S. Fabiani, S. Federico, A. Felettigh, C. Giordano e A. Linarello, *Back on track? A macro-micro narrative of Italian exports*, "Italian Economic Journal", 4, 2018, pp. 1-31, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 399, 2017; cfr. anche S. Fabiani, A. Felettigh, C. Giordano e R. Torrini, *Making room for new competitors. A comparative perspective on Italy's exports in the euro-area market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 530, 2019.

riconducibili a imprese con meno di dieci addetti a favore di quelle operate da aziende con più di 250 addetti; l'incidenza delle imprese appartenenti a multinazionali italiane ed estere ha raggiunto il 57 per cento sulle esportazioni di beni e l'84 su quelle di servizi[5].

Sulle prospettive per le esportazioni italiane gravano diversi fattori di rischio. Pesa principalmente l'elevata incertezza derivante dall'annunciato inasprimento delle barriere tariffarie da parte degli Stati Uniti. Gli esportatori italiani sono notevolmente esposti al mercato statunitense, che assorbe il 10,4 per cento delle vendite estere di beni, anche se la composizione settoriale, il posizionamento qualitativo e la buona profittabilità delle imprese attive su tale mercato potrebbero mitigare, almeno nel breve periodo, gli effetti negativi dei maggiori dazi (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle esportazioni italiane ai dazi statunitensi*, in *Bollettino economico*, 2, 2025). Nel lungo periodo le crescenti tensioni internazionali potrebbero causare una profonda riconfigurazione delle catene produttive, volta a limitare l'esposizione a rischi geopolitici (cfr. il capitolo 14).

Un altro fattore di rischio è costituito dalla crescente capacità di penetrazione a livello globale delle esportazioni cinesi in settori tecnologicamente avanzati. Dal 2019 le imprese italiane hanno guadagnato quote di mercato nei settori meno esposti alla concorrenza della Cina, come la farmaceutica o l'agroalimentare, mentre ne hanno perse in quelli dove l'incidenza degli esportatori cinesi è aumentata di più (figura B, pannello b), segnatamente nel comparto degli autoveicoli, degli altri mezzi di trasporto, dei metalli e della gomma e plastica.

La transizione verde rappresenta un'ulteriore sfida. Gli scambi di beni connessi con tecnologie a bassa impronta carbonica (*low-carbon technology*, LCT)[6] stanno acquisendo sempre più rilevanza nel commercio mondiale. L'Italia ha un buon posizionamento competitivo in alcuni prodotti di nicchia ma il suo saldo commerciale in beni LCT ha registrato un progressivo deterioramento negli ultimi anni per effetto dell'aumento delle importazioni legate alla mobilità sostenibile, in particolare di autoveicoli elettrici e ibridi.

D'altro canto, l'aumento della spesa europea per la difesa (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* del capitolo 2) potrebbe sostenere le esportazioni italiane[7]. L'effettivo stimolo dipenderà dalla misura in cui la domanda addizionale

---

5 Dati Eurostat di Trade by Enterprise Characteristics riferiti al 2023 per i beni e di Services Trade by Enterprise Characteristics riferiti al 2022 per i servizi. Per le esportazioni di servizi la quota è calcolata sul totale al netto della componente non ripartibile, da ricondurre in larga parte ai servizi turistici.

6 Si tratta di 124 prodotti (su circa 5.400) che sono associati, secondo una classificazione del Fondo monetario internazionale, a una più bassa impronta carbonica. Il saldo commerciale dell'Italia in beni LCT è stato pari a -2 miliardi nel 2024; cfr. V. Della Corte, S. Federico e G. Oddo, *Trade in low-carbon technology products: macro and micro evidence for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 882, 2024.

7 Si può stimare che nell'ultimo quinquennio le vendite estere di attrezzature militari abbiano rappresentato quasi l'1 per cento delle esportazioni di merci. L'Italia è risultata il sesto esportatore al mondo per tali beni, con una quota di mercato del 4,8 per cento, grazie soprattutto ai settori aeronautico e navale; cfr. M. George, K. Djokic, Z. Hussain, P.D. Wezeman e S.T. Wezeman, *Trends in international arms transfers, 2024*, SIPRI, marzo 2025.

si rivolgerà ai beni in cui il nostro paese è più altamente specializzato nonché dalla regolamentazione europea riguardante l'origine dei fornitori.

Nel lungo periodo, al netto dei fattori geopolitici, le prospettive per il settore estero dell'Italia dipendono dalla sua capacità di adattamento ai cambiamenti strutturali nella domanda mondiale. La convergenza dei redditi delle economie emergenti verso quelli delle economie avanzate, la ricomposizione della domanda verso i servizi in seguito all'aumento del reddito mondiale e al progressivo invecchiamento della popolazione, nonché il maggiore peso della digitalizzazione nei processi produttivi si rifletteranno in una crescita pronunciata dei servizi, in particolare quelli alle imprese, e dei beni rivolti a consumatori a più alto reddito o di età più avanzata[8]. Rispetto a queste tendenze l'Italia presenta sia punti di forza sia elementi di debolezza: da un lato può contare sull'elevata qualità delle esportazioni di merci, dall'altro invece, nell'ambito dei servizi digitali, si colloca ancora su livelli inferiori rispetto ai principali concorrenti, nonostante il dinamismo degli ultimi anni.

8 OCSE, *Global material resources outlook to 2060*, febbraio 2019.

Le importazioni. – Nel 2024 gli acquisti di beni in volume sono diminuiti (-1,1 per cento), in connessione con la debolezza sia delle esportazioni sia degli investimenti fissi lordi, le due componenti della domanda aggregata che attivano in misura maggiore le importazioni. La flessione è interamente riconducibile agli acquisti dai paesi esterni all'area dell'euro ed è risultata particolarmente marcata per i flussi provenienti dall'OPEC e dagli Stati Uniti; ha riguardato soprattutto le materie prime energetiche, gli autoveicoli e la meccanica.

Le ragioni di scambio. – Nel 2024 le ragioni di scambio (misurate dal rapporto tra il deflatore delle esportazioni e quello delle importazioni) per il complesso di beni e servizi sono migliorate, completando il recupero rispetto al forte calo registrato nel 2022[3]. L'incremento è derivato dalla riduzione del deflatore delle importazioni (-1,8 per cento, per effetto di una contrazione del 6,5 per cento dei prezzi dei beni energetici), in presenza di una sostanziale stabilità di quello delle esportazioni. È inoltre dovuto unicamente alla componente dei beni, che ha più che compensato il peggioramento delle ragioni di scambio dei servizi.

La competitività di prezzo

La competitività di prezzo delle imprese manifatturiere italiane – che misura in media la loro capacità di competere sui mercati interni e di destinazione con i produttori locali e con gli esportatori degli altri paesi – è migliorata dello 0,8 per cento nel 2024, secondo l'indice basato sui prezzi alla produzione dei manufatti

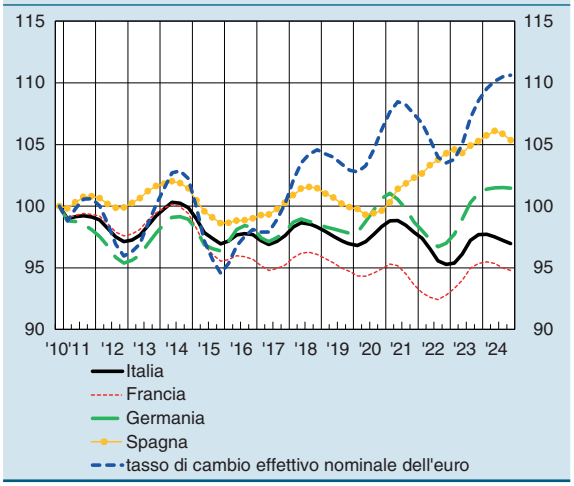
3 Per un'analisi in prospettiva storica e in confronto con i principali paesi dell'area dell'euro, cfr. C. Giordano ed E. Tosti, *Weathering the storm: a characterization of the recent terms-of-trade shock in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 831, 2024.

(fig. 9.3). Il guadagno è dovuto alla dinamica dei prezzi relativi, parzialmente controbilanciata dall'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. La Francia ha registrato un miglioramento di entità lievemente inferiore, la Germania e la Spagna un modesto peggioramento.

Per il complesso delle imprese la competitività italiana è scesa marginalmente, in riferimento all'indice calcolato dalla BCE sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto e che riguarda tutti i settori dell'economia ma non tiene conto né degli altri costi intermedi né dei margini di profitto. Il calo della competitività è stato più consistente per la Germania e per il complesso dell'area dell'euro; la Spagna e, soprattutto, la Francia hanno invece registrato miglioramenti.

Figura 9.3

Indicatori di competitività di prezzo dei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)
(dati trimestrali; indici: 4° trim. 2010=100; medie mobili di 4 trimestri)



Fonte: per il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, BCE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Indicatori di competitività di prezzo basati sui prezzi alla produzione dei manufatti.*
(1) Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività. L'indicatore è ottenuto come media ponderata della competitività all'importazione (che coglie la capacità di competere sul mercato interno con le produzioni importate) e della competitività all'esportazione (che misura la capacità di un paese di competere con altri 60 esportatori e con i produttori locali sui mercati di sbocco internazionali). Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (composizione fissa a 20 paesi) è calcolato nei confronti di 41 paesi esterni all'area e ponderato con i flussi commerciali di manufatti e servizi.

La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero

Il conto corrente e il conto capitale. – Nel 2024 il surplus del conto corrente dell'Italia è aumentato a 24,8 miliardi di euro (1,1 per cento del PIL), da 2,9 nel 2023 (tav. 9.1 e fig. 9.4.a). Il miglioramento è dovuto esclusivamente all'ampliamento dell'avanzo mercantile (da 36,5 a 64,0 miliardi) che deriva sia dal minore deficit energetico, legato al calo dei prezzi del petrolio e del gas naturale, sia dall'ulteriore incremento del surplus dei beni non energetici. La crescita del saldo positivo delinea un quadro di progressivo riassorbimento degli effetti dello shock energetico che nel 2022 aveva causato un deficit del conto corrente, interrompendo la lunga fase di surplus iniziata nel 2013.

Il disavanzo dei servizi si è lievemente ampliato (-7,0 miliardi, da -4,6 nel 2023) per il peggioramento dei saldi dei trasporti internazionali e dei servizi alle imprese, in particolare quelli a elevato contenuto tecnologico in cui l'Italia ha un deficit strutturale, quali i servizi informatici, tecnici e i compensi per l'uso della proprietà intellettuale. Sul disavanzo dei trasporti ha influito il rialzo dei noli marittimi (soprattutto quelli per la movimentazione dei container) in conseguenza dell'allungamento delle rotte per evitare il Mar Rosso[4]; i costi del trasporto delle merci rimangono comunque ben al di sotto dei livelli eccezionali raggiunti nel biennio 2021-22, durante la fase di ripresa successiva alla pandemia.

[4] La necessità di evitare il Mar Rosso è una conseguenza degli attacchi dei ribelli Huthi; per ulteriori informazioni, cfr. *Indagine sui trasporti internazionali di merci* sul 2024, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

Si è moderatamente ampliato il surplus della bilancia turistica (a 21,2 miliardi, pari all'1,0 per cento del PIL, come nel 2019). L'aumento delle entrate turistiche è stato trainato dal maggior numero di viaggiatori, soprattutto provenienti dai paesi extra UE, e in misura minore da un incremento della loro spesa media, dovuto invece a quelli residenti nella UE. È cresciuta in particolare la spesa nelle regioni centro-meridionali e, limitatamente ai viaggi per vacanza, quella legata a motivi culturali e visite alle città d'arte[5].

Tavola 9.1

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

VOCI	2020	2021	2022	2023	2024
Conto corrente	**62,8**	**38,7**	**-34,5**	**2,9**	**24,8**
in % del PIL	3,8	2,1	-1,7	0,1	1,1
Merci	66,5	46,4	-26,2	36,5	64,0
prodotti non energetici (2)	86,6	90,4	75,2	96,1	108,2
prodotti energetici (2)	-20,1	-43,9	-101,4	-59,6	-44,2
Servizi	-7,8	-8,9	-10,2	-4,6	-7,0
di cui: trasporti	-8,1	-12,5	-17,6	-14,7	-16,3
viaggi	7,8	8,6	18,2	20,1	21,2
Redditi primari (3)	21,2	20,6	18,6	-12,6	-15,8
Redditi secondari (4)	-17,1	-19,4	-16,7	-16,4	-16,4
Conto capitale	**0,6**	**2,0**	**10,6**	**16,9**	**-0,6**
in % del PIL	..	0,1	0,5	0,8	..
Conto finanziario (5)	**75,0**	**45,2**	**-7,9**	**31,4**	**51,0**
Investimenti diretti	20,9	26,3	-13,6	-10,6	11,4
italiani all'estero	4,5	48,6	44,8	28,3	31,5
esteri in Italia	-16,4	22,3	58,4	38,9	20,1
Investimenti di portafoglio	117,0	125,8	169,4	-24,8	-73,7
Derivati	-2,5	-0,2	11,6	-4,7	3,5
Altri investimenti	-64,3	-127,4	-177,2	68,8	107,7
Variazione delle riserve ufficiali	4,0	20,7	2,0	2,7	2,1
Errori e omissioni	**11,6**	**4,5**	**16,0**	**11,5**	**26,8**

Fonte: per il PIL, Istat.
(1) Cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero*. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Consistono in redditi da lavoro, redditi da capitale e altri redditi primari. – (4) Rappresentano i trasferimenti correnti tra residenti e non residenti. – (5) A partire dall'adozione del *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6ª 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).

Il disavanzo dei redditi primari si è leggermente ampliato nel 2024 (-15,8 miliardi, da -12,6). Vi ha contribuito l'andamento sfavorevole sia dei redditi netti da investimenti diretti – per il calo dei dividendi incassati, solo in parte controbilanciato dai maggiori utili reinvestiti – sia dei redditi netti da investimenti di portafoglio, soprattutto per gli interessi pagati all'estero a fronte del più elevato stock di titoli del debito pubblico detenuto da non residenti. Si è invece ridotto il disavanzo nei redditi da altri investimenti (principalmente depositi e prestiti).

5 Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sul turismo internazionale* sul 2024, Banca d'Italia, Statistiche, di prossima pubblicazione.

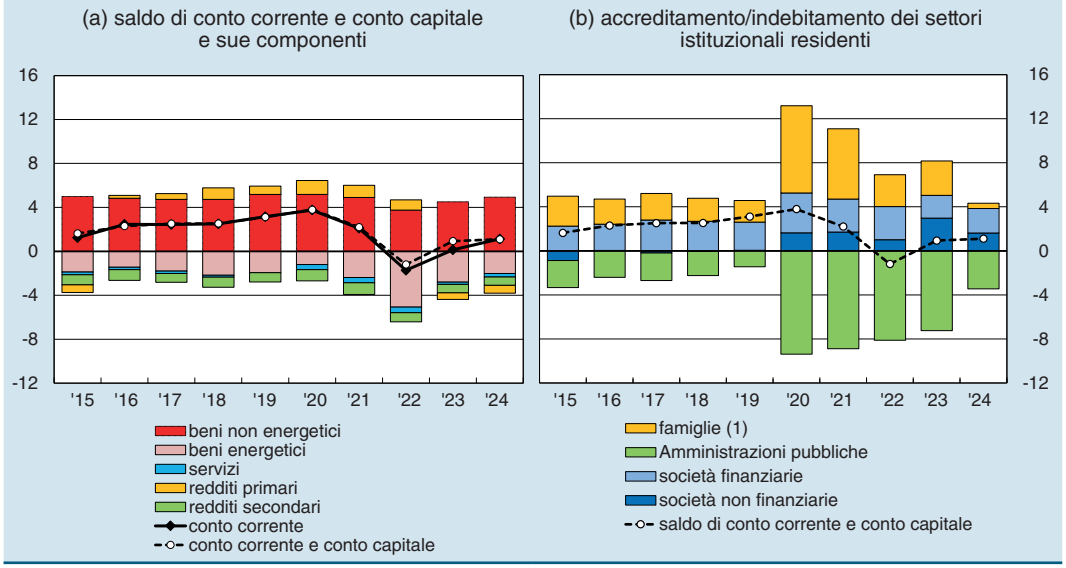
Il deficit dei redditi secondari è rimasto inalterato (-16,4 miliardi). Per circa la metà è attribuibile alle rimesse degli immigrati, anch'esse invariate; il Bangladesh si conferma come il principale paese di destinazione dei flussi, seguito a distanza da Pakistan, Marocco e Filippine.

Il conto capitale, che nel precedente biennio aveva registrato avanzi significativi per effetto dell'utilizzo delle sovvenzioni del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, si è chiuso pressoché in pareggio, riflettendo il calo della spesa per finalità di investimento finanziata da tali sovvenzioni[6].

Il saldo di conto corrente e di conto capitale rispecchia le decisioni di risparmio e di investimento complessive dei settori istituzionali residenti (cfr. il capitolo 4). La sua lieve crescita rispetto al 2023 (fig. 9.4.b) è dovuta quasi interamente alla significativa contrazione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 10), mentre si è sostanzialmente dimezzato il surplus delle società non finanziarie e si è quasi azzerato quello delle famiglie, in relazione ai minori trasferimenti in conto capitale connessi con le agevolazioni edilizie.

Figura 9.4

Saldo di conto corrente e conto capitale
(dati annuali; in percentuale del PIL)



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

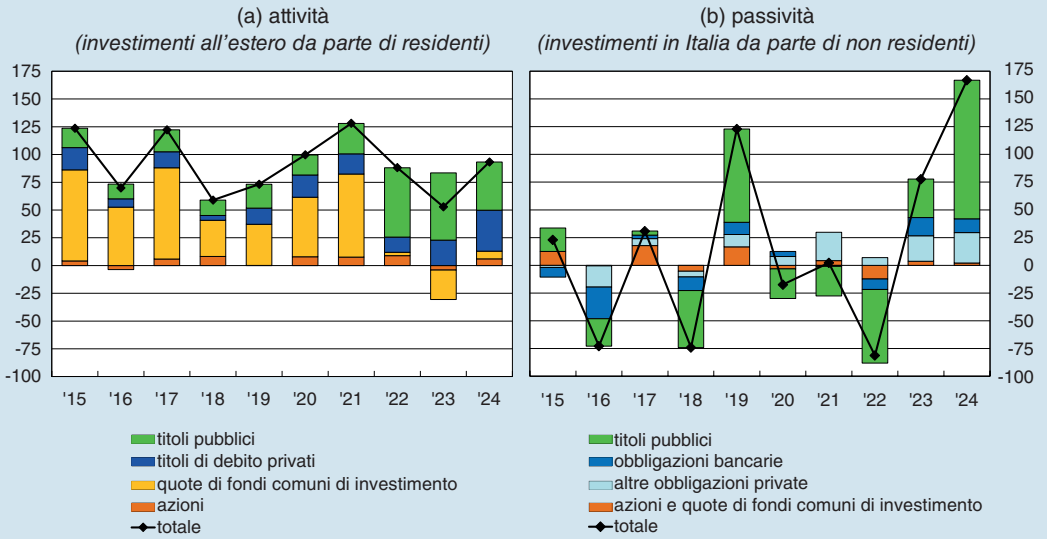
6 Secondo le convenzioni statistiche della bilancia dei pagamenti, i trasferimenti, inclusi quelli ricevuti nell'ambito del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), sono iscritti nel conto corrente o nel conto capitale (a seconda che siano rispettivamente per finalità correnti oppure per investimenti e altre spese in conto capitale) solo nella misura in cui i fondi siano stati effettivamente spesi. I trasferimenti non ancora spesi sono invece riportati nel conto finanziario tra gli "altri investimenti". Nel 2024 sono stati registrati crediti relativi al PNRR per 3,1 miliardi nel saldo dei redditi secondari del conto corrente e per 1,9 nel conto capitale; nel complesso del quadriennio 2021-24 la somma è pari a 5,1 miliardi nel conto corrente e a 32,1 nel conto capitale.

Il conto finanziario. – Nel 2024 il conto finanziario ha registrato acquisizioni nette di attività per 51 miliardi di euro.

Gli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti sono quasi raddoppiati, a 93 miliardi (fig. 9.5.a). In un contesto di rendimenti obbligazionari ancora elevati nonostante l'allentamento delle politiche monetarie nelle maggiori economie avanzate, gli acquisti si sono concentrati quasi interamente nei titoli di debito a medio-lungo termine, effettuati soprattutto da banche, fondi comuni e assicurazioni; gli investimenti si sono rivolti principalmente a emittenti residenti nella UE, di cui oltre la metà appartenenti al settore pubblico. Dopo le vendite nette registrate nel 2023, il settore delle famiglie è tornato a investire in quote di fondi comuni esteri, per importi tuttavia ben più contenuti rispetto a quelli precedenti alla fase di rialzo dei tassi di interesse iniziata nel 2021.

Figura 9.5

Investimenti di portafoglio per strumento finanziario
(dati annuali; miliardi di euro)



Gli investitori esteri hanno effettuato ingenti acquisti netti di titoli di portafoglio italiani, di entità più che doppia rispetto all'anno precedente (167 miliardi; fig. 9.5.b), toccando il massimo degli ultimi vent'anni. Rendimenti ancora relativamente elevati e condizioni distese dei mercati finanziari italiani hanno rafforzato la domanda dei non residenti verso i titoli di debito, quasi esclusivamente nella componente di medio-lungo termine e in larga parte emessi dalle Amministrazioni pubbliche. Gli acquisti di obbligazioni pubbliche[7] sono stati di 125 miliardi – in rapporto al PIL (5,7 per cento) il valore più elevato dal 2005 – risultando superiori alle emissioni nette da parte del settore pubblico nel corso del 2024 (112 miliardi) e contribuendo ad assorbire il mancato rinnovo da parte dell'Eurosistema dei titoli che erano stati comprati nell'ambito dei programmi *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) e *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Come l'anno precedente, gli acquisti sono stati effettuati sia da investitori esterni all'area dell'euro sia da quelli dell'area; tra questi ultimi, la domanda è stata sostenuta dai fondi di investimento e, in misura minore, dalle banche.

7 Per una stima della quota di titoli pubblici detenuti da non residenti, cfr. il capitolo 13.

Secondo dati provvisori, nel 2024 gli investimenti diretti all'estero (31 miliardi) sono lievemente aumentati rispetto all'anno precedente, con un peso molto più elevato della componente azionaria che ne ha costituito circa l'85 per cento (a fronte di meno della metà nel 2023), in un contesto globale di debole andamento delle attività di acquisizione e fusione. Gli investimenti diretti esteri in Italia hanno decelerato (a 20 miliardi), pur rimanendo significativamente positivi; vi ha contribuito anche un'importante dismissione nel settore delle telecomunicazioni.

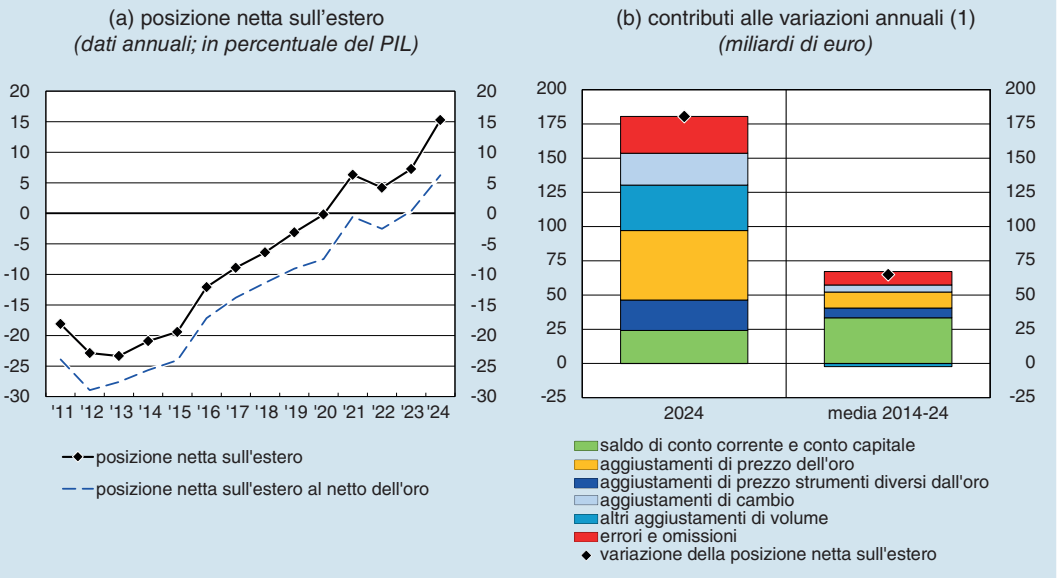
Tra gli "altri investimenti", la raccolta netta all'estero delle banche italiane è calata di 31 miliardi, dopo il forte incremento registrato nel 2023. Il settore pubblico ha ricevuto dalle istituzioni europee 20 miliardi nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, portando a un aumento delle passività di 15 miliardi (al netto delle sovvenzioni spese).

Di riflesso a questi andamenti e in concomitanza con il processo di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema, è continuata la riduzione – di altri 105 miliardi – della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET (pari a 416 miliardi alla fine del 2024). La flessione è proseguita anche nei primi mesi del 2025 e il saldo passivo ha toccato i 371 miliardi alla fine di aprile.

La posizione patrimoniale sull'estero. – Il saldo creditorio della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia è cresciuto, portandosi alla fine del 2024 a 335 miliardi (15,3 per cento del PIL; fig. 9.6). Al miglioramento rispetto all'anno precedente (di 180 miliardi, pari al 7,2 per cento del prodotto) hanno contribuito soprattutto aggiustamenti di valutazione positivi di entità storicamente elevata, che hanno riflesso per circa

Figura 9.6

Posizione patrimoniale netta sull'estero



Fonte: per il PIL, Istat.
(1) La variazione della posizione patrimoniale netta sull'estero, escludendo gli aggiustamenti di valutazione (legati alle variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari sottostanti e dei tassi di cambio) e gli altri aggiustamenti, corrisponde al saldo del conto finanziario, che a sua volta coincide con la somma dei saldi del conto corrente e del conto capitale e della voce "errori e omissioni" della bilancia dei pagamenti.

il 40 per cento l'aumento del prezzo dell'oro, in un contesto di tensioni geopolitiche, e la conseguente rivalutazione delle riserve ufficiali investite in tale strumento. Ulteriori aggiustamenti positivi sono derivati dalla crescita dei mercati azionari internazionali, che ha aumentato il valore delle attività in fondi comuni esteri, e dall'apprezzamento del dollaro rispetto all'euro, dato il maggior peso della valuta statunitense sulle attività estere dell'Italia rispetto alle passività.

In una prospettiva settoriale, la posizione debitoria della Banca d'Italia si è ulteriormente ridotta grazie soprattutto al protrarsi del calo del saldo passivo TARGET, mentre quella della Pubblica amministrazione si è ampliata per effetto dei rilevanti acquisti di titoli governativi da parte dei non residenti; la posizione debitoria delle banche è lievemente peggiorata, a fronte di un consistente incremento di quella creditoria del settore privato non bancario (arrivata a 1.359 miliardi, il 62 per cento del PIL).

Dal punto di minimo registrato alla fine del 2013, la posizione netta sull'estero dell'Italia è migliorata di 39 punti percentuali in rapporto al prodotto (in media circa 65 miliardi all'anno). Nel complesso del periodo, la variazione è riconducibile per poco più della metà ai persistenti avanzi di conto corrente e conto capitale e per circa il 30 per cento agli aggiustamenti di prezzo. L'incidenza di questi ultimi è tuttavia cresciuta nel tempo, diventando prevalente negli anni più recenti, per effetto sia della rivalutazione delle riserve ufficiali in oro sia dell'aumento delle quotazioni sui mercati azionari internazionali, in particolare su quello statunitense; si può stimare che dalla fine del 2018 si sia rivalutato di circa 140 miliardi lo stock di azioni quotate emesse in tale mercato detenute dai residenti, direttamente o per il tramite di fondi comuni esteri.

10. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2024 in Italia il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche si è più che dimezzato rispetto all'anno precedente, collocandosi al 3,4 per cento del prodotto interno lordo; il saldo primario è tornato positivo per la prima volta dal 2019. Il miglioramento è stato determinato essenzialmente dalla marcata riduzione delle spese legate al Superbonus edilizio; su tale contrazione hanno inciso anche le ulteriori restrizioni all'utilizzo dei relativi crediti di imposta introdotte nel marzo 2024.

Gli effetti di cassa di questa agevolazione fiscale – valutabili in quasi 2 punti percentuali del PIL – hanno invece contribuito ampiamente all'aumento del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto, che si è portato al 135,3 per cento (dal 134,6 del 2023).

Lo scorso gennaio il Consiglio dell'Unione europea ha approvato il Piano strutturale di bilancio di medio termine dell'Italia, che rappresenta il documento centrale per la programmazione di bilancio a livello nazionale nell'ambito della nuova governance economica europea. Il Piano definisce la traiettoria pluriennale di spesa netta[1] necessaria per riportare il disavanzo al di sotto del 3 per cento del prodotto e per porre con alta probabilità il rapporto tra il debito e il PIL su un sentiero stabilmente discendente nel medio termine. La traiettoria e gli effetti sui saldi dell'ultima manovra di bilancio sono coerenti con le raccomandazioni rivolte dal Consiglio all'Italia nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi aperta nel luglio 2024.

Sulla base delle valutazioni ufficiali aggiornate con il *Documento di finanza pubblica 2025* (DFP 2025) dello scorso aprile, i tassi di crescita della spesa netta per il triennio 2025-27 sarebbero sostanzialmente in linea con quelli indicati nel Piano e con le regole europee. L'indebitamento netto si collocherebbe al 3,3 per cento del PIL nel 2025 e scenderebbe al di sotto della soglia del 3 per cento l'anno prossimo; il peso del debito continuerebbe invece a salire fino al 2026 (al 137,6 per cento), per iniziare a ridursi nel 2027.

La finanza pubblica nel 2024

L'indebitamento netto: obiettivi e risultati. – Il *Documento programmatico di bilancio 2024* (DPB 2024), pubblicato nell'ottobre 2023, fissava per lo scorso anno un obiettivo di indebitamento netto del 4,3 per cento del PIL, superiore di 0,7 punti percentuali alla stima tendenziale.

[1] La spesa netta è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) la spesa per interessi; (b) le misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) la spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi europei; (d) la spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) la componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) le misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

La manovra di bilancio approvata a dicembre del 2023 disponeva, tra l'altro, la proroga per un anno degli sgravi allora vigenti dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti, una temporanea riduzione dell'Irpef (principalmente attraverso una rimodulazione della struttura delle aliquote), lo stanziamento di risorse per il rinnovo dei contratti del pubblico impiego e per il Fondo sanitario nazionale, l'istituzione del Fondo per l'attuazione della delega fiscale e l'introduzione di alcune agevolazioni per le assunzioni a tempo indeterminato. A fronte di un maggiore disavanzo programmato, al parziale finanziamento di queste misure contribuivano tra l'altro l'utilizzo delle disponibilità del preesistente Fondo per la riduzione della pressione fiscale, l'abolizione dell'Aiuto alla crescita economica (ACE), il taglio delle spese dei Ministeri e delle Amministrazioni locali e una diversa ripartizione temporale dei fondi dei Ministeri per le spese in conto capitale (cfr. il capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2023).

Nei primi mesi del 2024 i dati disponibili segnalavano ancora un elevato utilizzo del Superbonus, nonostante le restrizioni introdotte nel 2023. Con il DL 39/2024 di fine marzo il Governo interveniva ponendo ulteriori vincoli alla fruizione dei crediti di imposta attraverso lo sconto in fattura o la loro cessione[2]. L'Eurostat decideva quindi la contabilizzazione per cassa (al momento dell'effettivo utilizzo in compensazione), anziché per competenza (al momento della maturazione), dei crediti che dopo l'entrata in vigore del decreto non sono più trasferibili[3].

In aprile il *Documento di economia e finanza 2024* (DEF 2024) aggiornava il quadro tendenziale dei conti pubblici, confermando la previsione di un disavanzo pari al 4,3 per cento del PIL nel 2024[4]. In settembre il Piano strutturale di bilancio di medio termine[5] rivedeva al ribasso la stima dell'indebitamento netto, al 3,8 per cento, principalmente per effetto della dinamica delle imposte dirette superiore alle attese, connessa anche con il buon andamento del mercato del lavoro[6].

A consuntivo, il disavanzo per il 2024 è risultato pari al 3,4 per cento del PIL, un valore inferiore a quanto indicato in autunno soprattutto grazie a un ulteriore miglioramento delle entrate (in particolare, delle imposte dirette e dei contributi sociali).

---

2 *Disegno di legge S. 1092, conversione in legge del Decreto legge 29 marzo 2024 n. 39, recante misure urgenti in materia di agevolazioni fiscali di cui agli articoli 119 e 119-ter del decreto legge 19 maggio 2020 n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020 n. 77, altre misure urgenti in materia fiscale e connesse a eventi eccezionali, nonché relative all'amministrazione finanziaria*, memoria della Banca d'Italia, 6ª Commissione del Senato della Repubblica (Finanze e tesoro), Senato della Repubblica, Roma, 22 aprile 2024. In sede di conversione in legge del decreto, il periodo per l'utilizzo delle detrazioni non trasferite e maturate a partire dal 2024 è stato esteso a dieci anni (da quattro o cinque); inoltre sono stati disposti dei limiti per la fruizione dei crediti da parte delle banche, delle assicurazioni e degli intermediari finanziari ex art. 106 del Testo unico bancario.

3 Eurostat, *Statistical recording of Superbonus. Follow up including new legislation adopted since September 2023*, luglio 2024.

4 Il documento rimandava al futuro Piano strutturale di bilancio di medio termine la definizione di nuovi obiettivi.

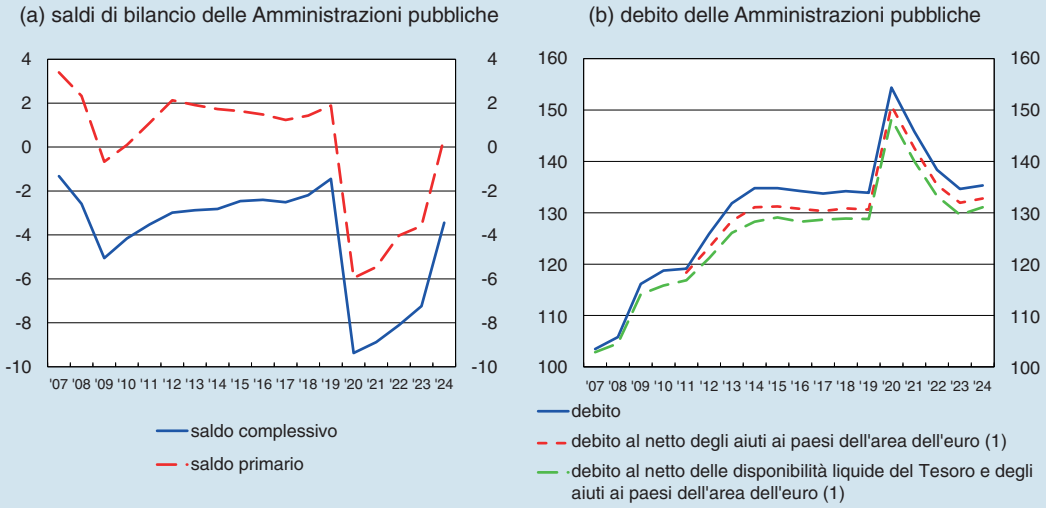
5 *Piano strutturale di bilancio di medio termine. Italia 2025-2029* (PSBMT 2025-29).

6 *Audizione preliminare all'esame del Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29,* testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Commissioni riunite 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 7 ottobre 2024.

Rispetto al 2023 l'indebitamento netto è diminuito di 3,8 punti percentuali del prodotto (fig. 10.1 e tav. 10.1), beneficiando del miglioramento di 4 punti del

Figura 10.1

Indicatori di finanza pubblica
(dati annuali; in percentuale del PIL)



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, Istat; per il debito, Banca d'Italia.
(1) Questi aiuti comprendono i prestiti ad altri paesi dell'area dell'euro, bilaterali e attraverso il Fondo europeo di stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), nonché il contributo al capitale del Meccanismo europeo di stabilità (European Stability Mechanism, ESM).

Tavola 10.1

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

VOCI	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Entrate correnti	842,7	786,0	858,1	917,5	971,1	1.026,1
di cui: contributi sociali	242,0	230,3	247,6	260,3	268,2	279,6
imposte dirette	258,2	251,1	268,4	290,4	321,8	343,2
imposte indirette	261,5	231,2	262,1	279,8	291,4	309,1
Entrate in conto capitale	4,7	5,7	10,8	18,1	24,6	6,8
Pressione fiscale (in % del PIL)	*42,3*	*42,7*	*42,3*	*41,7*	*41,4*	*42,6*
Totale entrate	**847,4**	**791,7**	**868,9**	**935,5**	**995,7**	**1.032,9**
in % del PIL	47,0	47,4	47,2	46,8	46,7	47,1
Spese primarie correnti	752,0	801,1	823,9	853,7	876,0	905,4
Interessi	60,2	57,1	63,0	81,6	77,8	85,2
Spese in conto capitale (2)	61,4	90,1	145,6	162,3	196,1	117,8
di cui: investimenti fissi lordi	41,9	43,9	52,4	52,8	67,6	77,2
Totale spese	**873,6**	**948,3**	**1.032,5**	**1.097,6**	**1.150,0**	**1.108,4**
in % del PIL	48,4	56,8	56,0	54,9	54,0	50,6
Saldo primario	**34,1**	**-99,5**	**-100,6**	**-80,5**	**-76,5**	**9,6**
in % del PIL	1,9	-6,0	-5,5	-4,0	-3,6	0,4
Indebitamento netto	**26,2**	**156,6**	**163,6**	**162,0**	**154,3**	**75,5**
in % del PIL	1,5	9,4	8,9	8,1	7,2	3,4

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

saldo primario, tornato positivo (0,4 per cento del PIL) per la prima volta dal 2019[7]; l'incidenza della spesa per interessi sul prodotto è invece salita di 0,2 punti, al 3,9 per cento.

In rapporto al PIL le entrate sono aumentate (di 0,4 punti, al 47,1 per cento), mentre la spesa primaria è nettamente diminuita (di 3,6 punti, al 46,7), principalmente per la forte contrazione dei contributi agli investimenti, ossia la voce del conto economico delle Amministrazioni pubbliche in cui sono registrate, tra le altre, le spese per il Superbonus[8].

Le entrate. – Nel 2024 le entrate sono cresciute del 3,7 per cento, principalmente per l'andamento positivo delle imposte dirette (6,6 per cento) e indirette (6,1 per cento). Per quanto riguarda le prime, l'aumento delle retribuzioni medie e quello del numero di occupati hanno accresciuto il gettito dell'Irpef (un analogo effetto, anche se di minore entità, si è avuto per i contributi sociali) nonostante lo sgravio disposto dalla manovra per il 2024; l'incremento del gettito dell'Ires ha beneficiato di quello degli utili aziendali. Le imposte sui redditi di natura finanziaria sono significativamente aumentate, grazie anche alla dinamica dei tassi di remunerazione dei depositi in un contesto di ampliamento della raccolta al dettaglio (cfr. il paragrafo: *La raccolta bancaria* del capitolo 12).

La variazione delle imposte indirette è stata determinata principalmente dall'IVA, dall'IRAP e dalle voci relative ai proventi sulle emissioni, alle imposte sull'energia e agli oneri generali di sistema; tali oneri, che erano stati ridotti durante la crisi energetica per contenere i costi per gli utenti, sono stati infatti integralmente ripristinati.

Per effetto di questi andamenti, la pressione fiscale è salita di 1,2 punti percentuali, collocandosi al 42,6 per cento.

Le entrate in conto capitale diverse dalle imposte sono infine fortemente diminuite (del 78,4 per cento), soprattutto per la riduzione di quelle imputate a fronte di spese del PNRR finanziate da sovvenzioni[9].

Le spese. – Nel 2024 le spese primarie delle Amministrazioni pubbliche si sono contratte del 4,6 per cento: la marcata diminuzione delle uscite in conto capitale (quasi il 40 per cento, 3,8 punti percentuali del prodotto) è stata solo parzialmente compensata dall'aumento di quelle correnti (3,4 per cento). La spesa per interessi è cresciuta del 9,5 per cento, risentendo del rialzo dei rendimenti all'emissione degli anni precedenti, connesso con l'andamento dei tassi ufficiali.

---

7 Secondo le più recenti stime della Commissione europea, il saldo primario al netto degli effetti del ciclo economico sarebbe migliorato di oltre 4 punti percentuali del PIL (dato aggiornato al 19 maggio).

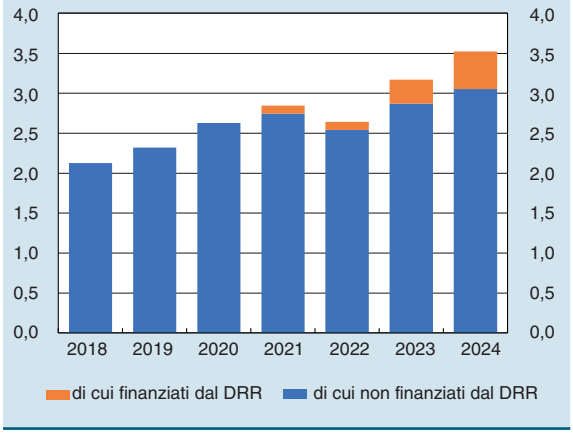
8 Riguardo agli effetti del Superbonus sul prodotto e a quelli sui costi di costruzione durante la fase post-pandemica, cfr. rispettivamente, A. Accetturo, E. Olivieri e F. Renzi, *Incentives for dwelling renovations: evidence from a large fiscal programme*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 860, 2024 e F. Corsello e V. Ercolani, *The role of the Superbonus in the growth of Italian construction costs*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 903, 2024.

9 Secondo le regole statistiche europee, l'impatto sull'indebitamento netto di una spesa finanziata dalle sovvenzioni del Dispositivo per la ripresa e la resilienza deve essere neutralizzato registrando una posta fittizia di pari entità dal lato delle entrate.

Il calo delle uscite in conto capitale è stato causato dalla decisa contrazione dei contributi agli investimenti destinati alle famiglie (-91 per cento, legata all'andamento del Superbonus), solo parzialmente compensata dall'ulteriore forte aumento degli investimenti fissi lordi (14,3 per cento). L'incidenza di questi ultimi sul prodotto è passata dal 2,1 per cento del 2018 – il più basso livello dall'introduzione dell'euro – al 3,5 del 2024; vi hanno contribuito anche gli interventi finanziati dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza (DRR; fig. 10.2).

Figura 10.2

Investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche
(dati annuali; in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat (dati aggiornati al 21 maggio).

Le spese primarie correnti sono state trainate soprattutto dalla crescita delle prestazioni sociali in denaro (5,1 per cento), in larga parte dovuta all'indicizzazione dei trattamenti pensionistici all'elevata inflazione registrata nel 2023[10]. Sono aumentate anche le spese per i redditi da lavoro dipendente (4,5 per cento), soprattutto per gli stanziamenti connessi con i rinnovi contrattuali 2022-24[11], e quelle per consumi intermedi (6,7).

Le prestazioni sociali in natura hanno invece subito un netto calo (-5,8 per cento), principalmente per effetto del venire meno del bonus sociale erogato per fronteggiare la crisi energetica; quelle riguardanti la sanità (pari all'86 per cento del totale) sono cresciute dell'1,6 per cento (cfr. il riquadro: *Gli effetti redistributivi dei servizi pubblici in Italia*). Nel complesso, la spesa sanitaria corrente è aumentata di quasi il 5 per cento a causa della sostenuta dinamica delle spese per il personale e dei consumi intermedi (che insieme ne rappresentano il 65 per cento).

GLI EFFETTI REDISTRIBUTIVI DEI SERVIZI PUBBLICI IN ITALIA

I trasferimenti pubblici in natura, ad esempio nell'ambito della sanità e dell'istruzione, costituiscono circa il 25 per cento della spesa pubblica primaria corrente. Tuttavia gli studi sugli effetti redistributivi del sistema fiscale e del welfare italiano raramente ne tengono conto, principalmente a causa delle difficoltà metodologiche nell'attribuire un valore monetario ai servizi ricevuti da ciascuna famiglia.

10 Il tasso annuo di variazione dell'indice generale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, è stato pari al 5,4 per cento.

11 Sulla base delle regole statistiche i redditi da lavoro dipendente sono registrati nell'indebitamento netto per competenza, indipendentemente dal momento della firma degli accordi per i rinnovi contrattuali che a oggi, per il periodo 2022-24, sono stati raggiunti per il solo comparto delle funzioni centrali.

Sulla base del modello di microsimulazione BIMic[1] è possibile assegnare a ogni nucleo familiare una stima del valore monetario derivante dalla fruizione di sanità, istruzione, asili nido ed edilizia sociale[2]. In particolare, ricorrendo a ipotesi largamente condivise nella letteratura, si assume che il valore complessivo di tali servizi equivalga al costo sostenuto dalle Amministrazioni pubbliche per produrli (metodo del costo di produzione). Per ripartire questo valore tra le famiglie sono state stimate – tenendo conto di caratteristiche sociodemografiche quali età, genere e livello di istruzione – le probabilità di utilizzo del servizio, e la relativa intensità, per sanità e asili nido (approccio della funzione assicurativa), mentre sono stati identificati gli utenti effettivi per istruzione ed edilizia sociale (approccio del beneficio effettivo).

Mentre i trasferimenti monetari diversi da quelli da pensione risultano relativamente contenuti e si concentrano prevalentemente nella popolazione in età da lavoro[3], quelli in natura, mediamente più consistenti, seguono un profilo a U rispetto all'età (figura A, pannello a): i giovani beneficiano principalmente dei servizi educativi, mentre con l'avanzare dell'età aumenta il ricorso a quelli sanitari.

Il valore monetario dei trasferimenti in natura è distribuito in maniera relativamente uniforme rispetto al reddito originario[4] – ossia prima dell'intervento redistributivo delle Amministrazioni pubbliche – (figura A, pannello b), poiché è determinato soprattutto da caratteristiche demografiche, quali età e genere. Di conseguenza, i trasferimenti in natura risultano fortemente progressivi: l'aumento del reddito netto (che include l'effetto dei trasferimenti monetari e delle imposte dirette e indirette) che ne deriva varia dal 55 per cento nel primo decimo di reddito al 7 in quello più elevato (l'effetto è del 20 per cento in media).

Il coefficiente di disuguaglianza di Gini, stimato al 53,3 per cento per il reddito originario, diminuisce al 35 per il reddito netto, grazie soprattutto all'impatto delle pensioni che in questa analisi sono considerate come un trasferimento, e al 29,6 quando si includano anche i trasferimenti in natura; l'effetto di questi ultimi è leggermente superiore a quello combinato di imposte dirette e contributi sociali (figura B).

---

1 E. Dicarlo e M. Savegnago, *The redistributive effects of in-kind transfers in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. BIMic è il modello di microsimulazione statico e non comportamentale della Banca d'Italia (cfr. N. Curci, M. Savegnago e M. Cioffi, *BIMic: the Bank of Italy microsimulation model for the Italian tax and benefit system,* Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 394, 2017) che riproduce le principali caratteristiche del sistema fiscale e di welfare italiano. BIMic si basa sull'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) condotta nel 2022.

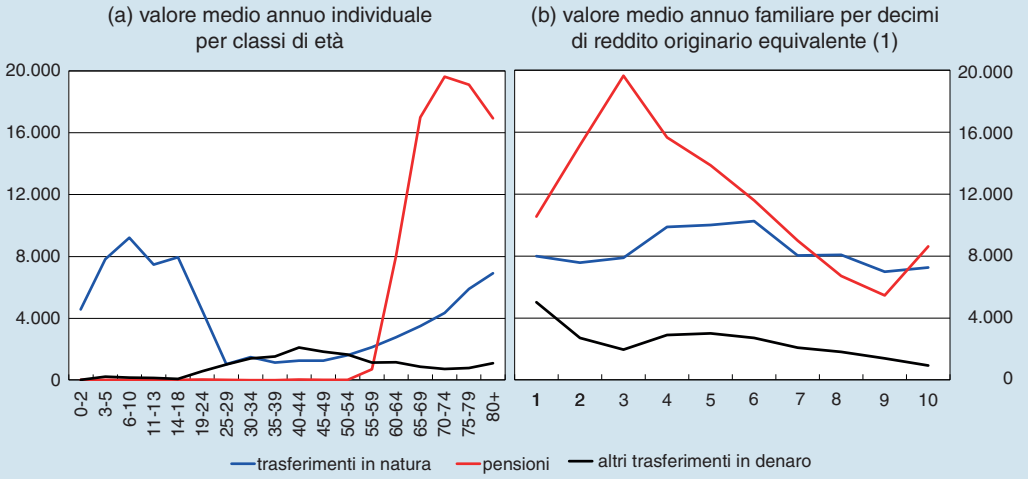
2 Per la valorizzazione di ciascun trasferimento in natura sono state utilizzate le fonti di seguito indicate. Costo della spesa in sanità: Istat, Conti della protezione sociale. Allocazione ai beneficiari in sanità: Istat, *European health interview survey*, EHIS, 2015. Spesa annuale per studente e livello di istruzione: i database Eurostat, Annual Expenditure on Educational Institutions per Pupil/Student based on FTE, by Education Level and Programme Orientation e, per le rette universitarie, Commissione europea, National Student Fee and Support Systems in European Higher Education. Costo della spesa degli asili nido: il database Istat, Nidi e Servizi Integrativi per la Prima Infanzia. Allocazione ai beneficiari degli asili nido: elaborazione su dati IBF. Costo della spesa e allocazione ai beneficiari dell'edilizia sociale: elaborazione su dati IBF (il valore del trasferimento è stimato come differenza tra il canone effettivamente pagato e quello di mercato per le abitazioni con caratteristiche simili).

3 I trasferimenti monetari familiari (come l'assegno unico e l'assegno di inclusione) sono attribuiti convenzionalmente al capofamiglia. Questa allocazione non influisce sull'analisi distributiva complessiva poiché i redditi vengono aggregati per nucleo familiare.

4 Il reddito originario è la somma di reddito di mercato (redditi lordi da lavoro e da capitale) e di altre componenti minori (assegni di mantenimento, regali ricorrenti da parenti e amici e altre voci simili). Non include quindi i redditi da pensione, gli altri trasferimenti monetari e non tiene conto di imposte e contributi sociali.

Figura A

Distribuzione dei trasferimenti pubblici per classi di età e decimi di reddito
(euro)

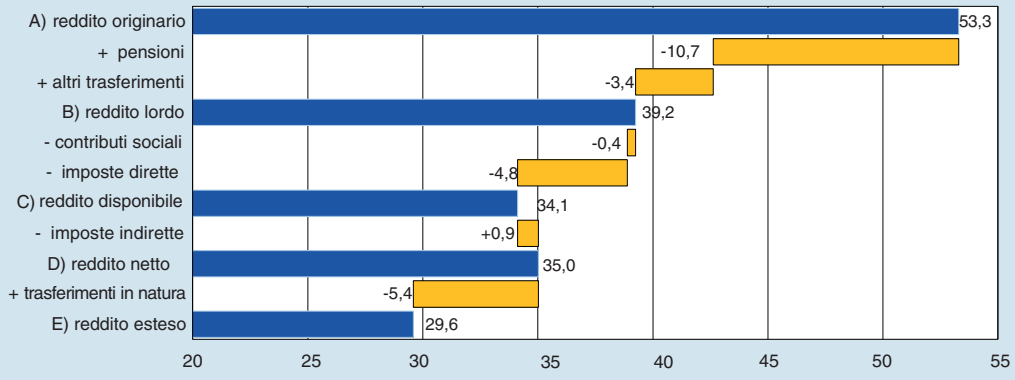


Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic, integrate con dati Istat e OCSE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia*.
(1) Per il calcolo del reddito equivalente si utilizza la scala OCSE modificata, che attribuisce peso 1 al capofamiglia, 0,5 a ogni ulteriore componente di almeno 14 anni e 0,3 a ogni componente di età inferiore a 14 anni. Il reddito originario è la somma del reddito di mercato (redditi lordi da lavoro e da capitale) e di altre componenti minori (assegni di mantenimento, regali ricorrenti da parenti e amici e altre voci simili).

Dei 5,4 punti percentuali del calo della disuguaglianza dovuti ai trasferimenti in natura, circa 3,1 sono attribuibili alla spesa sanitaria e 1,9 all'istruzione, mentre l'impatto degli altri servizi appare molto contenuto; l'effetto di ciascuna voce è riconducibile soprattutto al relativo ammontare di spesa pubblica[5].

Figura B

Coefficiente di Gini per diverse definizioni di reddito equivalente (1)
(indice in valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic, integrate con dati Istat e OCSE; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia*.
(1) Per il calcolo del reddito equivalente si utilizza la scala OCSE modificata, che attribuisce peso 1 al capofamiglia, 0,5 a ogni ulteriore componente di almeno 14 anni e 0,3 a ogni componente di età inferiore a 14 anni. Il reddito originario è la somma del reddito di mercato (redditi lordi da lavoro e da capitale) e di altre componenti minori (assegni di mantenimento, regali ricorrenti da parenti e amici e altre voci simili).

5 La valutazione dell'effetto redistributivo dei trasferimenti in natura è condizionata dalla metodologia utilizzata per assegnare la spesa sanitaria ai beneficiari. Adottando l'approccio del beneficio effettivo (imputato con una metodologia di *matching* statistico tra IBF e EHIS) anziché quello della funzione assicurativa, la riduzione dell'indice di Gini si dimezzerebbe.

Questi risultati confermano che i principali servizi pubblici del welfare italiano contribuiscono a un'apprezzabile riduzione della diseguaglianza, sebbene a essi siano destinate risorse relativamente contenute (ad es. se valutate in confronto a quelle della media dei paesi europei)[6].

6 *Il futuro del welfare italiano tra equità e sviluppo*, indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta in occasione della presentazione del *Rapporto sulla sussidiarietà 2023/2024*, Roma, 20 febbraio 2025. L'intervento include stime sull'effetto redistributivo dei servizi pubblici basate su dati meno recenti e sull'approccio del beneficio effettivo.

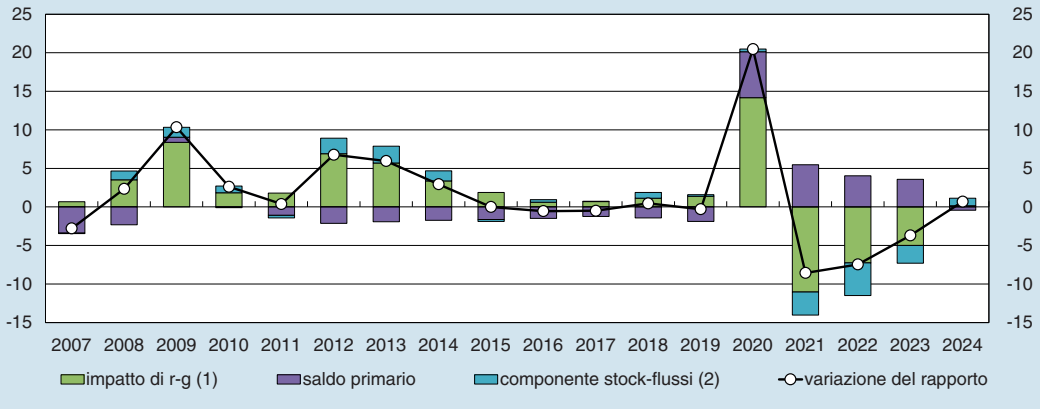
Il debito pubblico: obiettivi e risultati. – Il DPB 2024 dell'ottobre 2023 aveva indicato per lo scorso anno una riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto di 0,1 punti percentuali. Nelle stime contenute nel DEF dell'aprile 2024, il rapporto tra il debito e il PIL era invece previsto in aumento di circa mezzo punto percentuale. Successivamente il PSBMT 2025-29 aveva portato a un punto percentuale la stima dell'aumento dell'incidenza del debito sul prodotto (al 135,8 per cento)[12].

Il rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL è infine risultato pari al 135,3 per cento, un valore superiore di 0,7 punti rispetto al nuovo consuntivo dell'anno precedente (e di 1,4 punti al valore del 2019).

L'avanzo primario (0,4 punti percentuali del prodotto; fig. 10.3) ha compensato solo in parte la componente stock-flussi ampiamente sfavorevole (pari a un punto di PIL) e l'effetto, sia pure contenuto (0,2 punti del prodotto), del differenziale tra l'onere medio del debito e il tasso di crescita nominale dell'economia, tornato positivo per la prima volta dalla crisi pandemica.

Figura 10.3

Contributi alla variazione del rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL
(punti percentuali)



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, Istat; per il debito, Banca d'Italia.
(1) Contributo dato dalla differenza tra l'onere medio del debito (r) e il tasso di crescita del PIL a prezzi correnti (g). – (2) Differenza tra la variazione del debito e l'indebitamento netto.

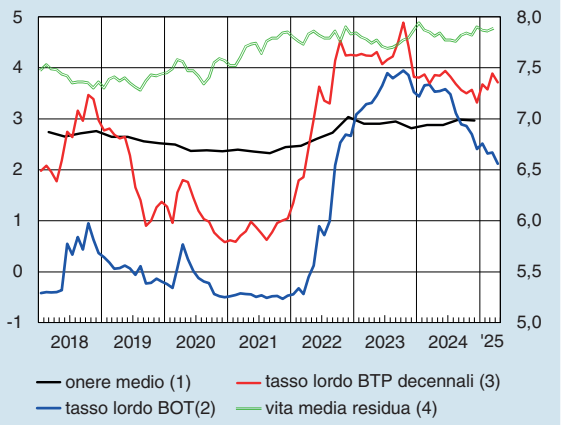
12 Rispetto alle stime del DEF 2024, il livello del rapporto indicato nel PSBMT risentiva, tra l'altro, delle modifiche ai dati del 2023 operate dall'Istat (per il prodotto nominale) e dalla Banca d'Italia (per il debito) in occasione della revisione generale delle stime annuali dei *Conti economici nazionali* del periodo 1995-2023.

L'elevata vita media residua del debito (7,9 anni) ha contribuito ad attenuare gli effetti dei rialzi dei tassi di interesse registrati negli anni precedenti, diluendoli nel tempo (fig. 10.4). Nel corso del 2024 i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono diminuiti, riflettendo non solo l'orientamento della politica monetaria, ma anche la riduzione del differenziale rispetto a quelli tedeschi (cfr. il capitolo 13).

Figura 10.4

Onere medio, tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali e vita media residua del debito

(dati mensili e trimestrali; valori percentuali e anni)



Fonte: per la spesa per interessi, Istat; per il debito, i tassi lordi e la vita media residua, Banca d'Italia.
(1) Dati trimestrali. Rapporto tra la spesa per interessi nei 12 mesi terminanti in quello di riferimento e la consistenza del debito alla fine del corrispondente mese 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.

In termini nominali, nel corso del 2024 il debito pubblico è aumentato di quasi 97 miliardi, collocandosi alla fine dell'anno a 2.967 miliardi. Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (circa 105 miliardi) e l'effetto degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio (complessivamente quasi 4 miliardi) sono stati solo in parte compensati dalla riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (circa 12 miliardi). Tra i fattori che rilevano per il fabbisogno ma non per l'indebitamento netto si segnalano i proventi da privatizzazioni per poco più di 3 miliardi. Nel corso del 2024 il Governo ha infatti ceduto il 27,5 per cento del capitale di Banca Monte dei Paschi di Siena (portando la propria partecipazione all'11,7 per cento) e il 2,8 per cento di quello di ENI spa (riducendo la propria quota a circa il 2 per cento)[13]. I proventi incassati da queste operazioni sono superiori a quelli realizzati in media nei dieci anni precedenti (meno dello 0,1 per cento del PIL all'anno).

La quota di debito pubblico detenuta dalla Banca d'Italia alla fine del 2024 è scesa al 21,6 per cento (dal 24,2 della fine del 2023), anche in relazione alla riduzione, nella seconda metà dell'anno, dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP; gli acquisti netti erano terminati alla fine di marzo del 2022). Anche la quota detenuta dagli intermediari finanziari residenti è diminuita (al 33 per cento, dal 34,7); al contrario, quella posseduta direttamente dagli altri residenti (principalmente famiglie e imprese non finanziarie) ha continuato ad aumentare (al 14,2 per cento, dal 13,4). È salita anche la quota di debito in mano ai non residenti (al 31,1 per cento, dal 27,7), che include i finanziamenti concessi dall'Unione europea (complessivamente pari al 3,5 per cento del debito pubblico). Nel 2024

[13] Inoltre lo scorso luglio la Commissione europea ha autorizzato l'acquisizione da parte di Lufthansa del 41 per cento del capitale di ITA Airways attraverso un aumento di capitale di 0,3 miliardi che non ha generato introiti per il Governo. Per contro, durante il 2024 quest'ultimo, con un gruppo di investitori, ha preso parte all'acquisto della rete di telefonia fissa della società TIM, con una quota del 16 per cento.

l'Italia ha infatti ricevuto prestiti per 14,7 miliardi nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza[14], in aggiunta ai 60,9 già ottenuti nel triennio precedente (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4) e ai 27,4 del biennio 2020-21 relativi allo strumento di finanziamento temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE).

Il debito definito secondo le regole statistiche europee non include alcune passività delle Amministrazioni pubbliche, come ad esempio i debiti commerciali e le passività in derivati. Secondo le stime dell'Istat, alla fine del 2024 i debiti commerciali sono risultati pari al 2,7 per cento del PIL (in calo di 0,1 punti percentuali rispetto al 2023)[15]. Le passività in derivati sono risultate pari allo 0,1 per cento del prodotto (erano pressoché nulle alla fine del 2023)[16].

Infine non sono incluse nel debito pubblico le garanzie rilasciate a favore di altri soggetti, in quanto passività solo potenziali. Secondo le stime contenute nel DFP 2025, lo stock di garanzie pubbliche ha continuato a diminuire, collocandosi alla fine del 2024 al 13,4 per cento del PIL (da circa il 14 del 2023)[17]. Il calo è imputabile soprattutto al rimborso di parte dei prestiti coperti dalle garanzie standardizzate concesse a favore delle piccole e medie imprese durante la pandemia. Lo scorso anno le escussioni relative alle garanzie standardizzate sono state pari allo 0,1 per cento del PIL, rimanendo in linea con le attese del Governo e nei limiti degli accantonamenti già contabilizzati nell'indebitamento netto[18]. Si può stimare che le garanzie non standardizzate – che costituiscono circa la metà del totale delle garanzie pubbliche e che hanno un impatto sul disavanzo solo al momento della loro eventuale escussione – siano invece aumentate principalmente per effetto di quelle a supporto dei crediti all'esportazione. Nel complesso, le escussioni relative alle garanzie non standardizzate sono state inferiori a un miliardo.

Le prospettive

Con il PSBMT 2025-29 dello scorso settembre il Governo ha definito il percorso di consolidamento dei conti pubblici nel medio termine, in linea con le procedure previste dalla nuova governance economica dell'Unione europea entrata in vigore nell'aprile

14 Nell'ambito del DRR, oltre ai prestiti, nel 2024 l'Italia ha ricevuto sovvenzioni per 5,5 miliardi.

15 Questo valore è al netto dei debiti commerciali ceduti pro soluto dai creditori a intermediari finanziari (0,4 punti percentuali del PIL alla fine del 2024), che sulla base delle regole statistiche europee sono invece inclusi nel debito pubblico.

16 L'ammontare di derivati inclusi nel debito pubblico – in particolare contratti swap che fin dall'origine o a seguito di una ristrutturazione presentano un valore negativo per la controparte governativa – si è pressoché dimezzato nel 2024 (scendendo allo 0,1 per cento del PIL), anche per effetto della chiusura di alcuni contratti.

17 Secondo quanto riportato nel Documento stesso, i dati del DFP 2025 sono al netto delle garanzie concesse a valere su risorse europee e considerano la sola quota statale dello schema di coassicurazione Stato – SACE Spa a supporto del credito alle esportazioni. Secondo i dati armonizzati più aggiornati – di fonte Eurostat e relativi al 2023 – in quell'anno le garanzie pubbliche in Italia ammontavano al 15,3 per cento del PIL, contro il 14,6 in Germania, il 13,5 in Francia e il 5,5 in Spagna.

18 Nel caso delle garanzie standardizzate – ossia concesse generalmente a un'ampia platea di beneficiari, a condizioni simili e per importi contenuti – al momento della loro concessione viene contabilizzato nell'indebitamento netto un accantonamento pari alla stima della perdita attesa.

2024[19]. Questo percorso è sintetizzato da una traiettoria pluriennale per la spesa netta – elaborata a partire da quella proposta dalla Commissione europea lo scorso giugno – che resta vincolante per tutta la durata del Piano[20] e viene monitorata annualmente[21].

Lo scorso gennaio il Consiglio della UE ha approvato la traiettoria dell'Italia, consentendo l'estensione del periodo di aggiustamento da quattro a sette anni (fino al 2031) sulla base degli impegni di riforma e investimento presentati dal Governo. Contestualmente ha raccomandato all'Italia di rientrare entro il 2026 dalla situazione di deficit eccessivo, che era stata ufficializzata nel luglio 2024 con l'apertura della Procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) nei confronti del nostro paese e di altri sei dell'Unione (cfr. il paragrafo: *Le politiche di bilancio* del capitolo 2).

Lungo il percorso di aggiustamento, l'Esecutivo aveva fissato un obiettivo di crescita della spesa netta in linea con quello proposto dalla Commissione, pari all'1,5 per cento in media all'anno[22].

L'indebitamento netto coerente con tale programma era pari al 3,3 per cento del PIL nel 2025, si collocava poco al di sotto della soglia del 3 nel 2026 e continuava a diminuire negli anni successivi fino a raggiungere l'1,8 per cento nel 2029, grazie al graduale miglioramento dell'avanzo primario, che arrivava al 2,4 per cento del prodotto (tav. 10.2).

L'indebitamento netto indicato per il triennio 2025-27 era superiore ai valori tendenziali (per 0,4 punti percentuali del prodotto nell'anno in corso, oltre 0,6 nel 2026 e 1,1 nel 2027). Coerentemente con questo quadro, la manovra di bilancio approvata dal Parlamento lo scorso dicembre ha individuato coperture di entità inferiore a quella delle misure varate.

I principali interventi espansivi hanno riguardato la conferma della rimodulazione dell'Irpef e l'introduzione di un nuovo bonus e di una nuova detrazione che mirano alla riduzione del cuneo fiscale, cui sono state destinate complessivamente risorse per quasi 18 miliardi in media all'anno (cfr. il riquadro: *Modifiche all'Irpef e altri interventi sul cuneo fiscale nell'ultima legge di bilancio: un'analisi di microsimulazione*). Tra le altre misure vi sono, in particolare, la destinazione di risorse per il rinnovo dei contratti dei lavoratori statali e l'incremento del Fondo sanitario nazionale.

---

19 Secondo le regole della nuova governance economica europea, i paesi – come l'Italia – che presentano un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL o un rapporto tra il debito pubblico e il prodotto superiore al 60 per cento devono definire, con il PSBMT, un percorso di consolidamento che sia in grado sia di porre quest'ultimo rapporto su una traiettoria plausibilmente discendente nel medio termine, sia di riportare (o mantenere) l'indebitamento netto entro la soglia stabilita dal Trattato di Maastricht. Per una valutazione del Piano presentato dall'Italia, cfr. *Audizione preliminare all'esame del Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, op. cit., 2024.

20 Il Piano ha un orizzonte di programmazione pari alla durata ordinaria della legislatura e può essere rivisto prima del termine solo in caso di circostanze oggettive che ne impediscano l'attuazione, o in seguito a un cambio di governo. L'orizzonte del percorso di consolidamento è invece di quattro anni, estendibile fino a sette sotto determinate condizioni.

21 Entro il 30 aprile di ogni anno, i paesi devono trasmettere alla Commissione europea una relazione sui progressi compiuti nell'attuazione del PSBMT.

22 In particolare il tasso di crescita della spesa netta sarebbe dell'1,6 per cento in media all'anno fino al 2029 e prossimo all'1,2 nel biennio successivo.

Tavola 10.2

Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali
(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

VOCI	PSBMT 2025-29 (settembre 2024) quadro programmatico						DFP 2025 (1) (aprile 2025) quadro tendenziale			
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2024	2025	2026	2027
Crescita della spesa netta (2)	-1,9	1,3	1,6	1,9	1,7	1,5	-2,1	1,3	1,6	1,8
Indebitamento netto	3,8	3,3	2,8	2,6	2,3	1,8	3,4	3,3	2,8	2,6
Avanzo primario	0,1	0,6	1,1	1,5	1,9	2,4	0,4	0,7	1,2	1,5
Spesa per interessi	3,9	3,9	3,9	4,1	4,2	4,2	3,9	3,9	4,0	4,2
Debito	135,8	136,9	137,8	137,5	136,4	134,9	135,3	136,6	137,6	137,4

(1) Il DFP 2025 non include un quadro programmatico dei conti pubblici. – (2) In percentuale.

MODIFICHE ALL'IRPEF E ALTRI INTERVENTI SUL CUNEO FISCALE NELL'ULTIMA LEGGE DI BILANCIO: UN'ANALISI DI MICROSIMULAZIONE

La legge di bilancio per il 2025 ha destinato quasi 18 miliardi in media all'anno nel triennio 2025-27 (circa 0,8 punti percentuali di PIL all'anno) a misure volte a rendere permanenti le modifiche dell'Irpef e l'entità dello sgravio del cuneo fiscale inizialmente disposte per il solo 2024[1].

Per quanto riguarda l'Irpef sono diventati strutturali la riduzione degli scaglioni da quattro a tre, con l'accorpamento dei primi due all'aliquota più bassa del 23 per cento, e l'allineamento della soglia di reddito sotto la quale l'imposta non è dovuta (cosiddetta *no-tax area*) per i redditi da lavoro dipendente a quella per i redditi da pensione (8.500 euro)[2]. Queste misure comportano a regime minori entrate annue per 5,2 miliardi rispetto alla legislazione previgente. L'effetto è parzialmente compensato da nuove limitazioni alla possibilità di usufruire di alcune detrazioni per carichi familiari, che consentono di recuperare risorse per 0,6 miliardi a regime, e

1 La legge di bilancio per il 2024 riduceva l'aliquota contributiva pagata dai lavoratori dipendenti di 7 punti percentuali per le retribuzioni annue pari o inferiori a 25.000 euro, e di 6 per quelle comprese tra 25.000 e 35.000 euro (cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi e sugli incentivi al lavoro della riduzione del cuneo fiscale e della riforma dell'Irpef* del capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2023).

2 La nuova struttura dell'Irpef prevede un primo scaglione di reddito fino a 28.000 euro con aliquota al 23 per cento, un secondo scaglione fino a 50.000 euro con aliquota al 35 e un terzo scaglione per i redditi superiori con aliquota al 43. L'innalzamento a 1.955 euro dell'ammontare massimo della detrazione per i redditi da lavoro dipendente, che spetta ai contribuenti con redditi più bassi, comporta l'ampliamento della *no-tax area* per tali redditi da 8.173 a 8.500 euro. Questa rimodulazione dell'Irpef era stata introdotta e finanziata originariamente solo per il 2024 dal D.lgs. 216/2023 per l'attuazione del primo modulo di riforma delle imposte sul reddito delle persone fisiche e di altre misure in tema di imposte sui redditi.

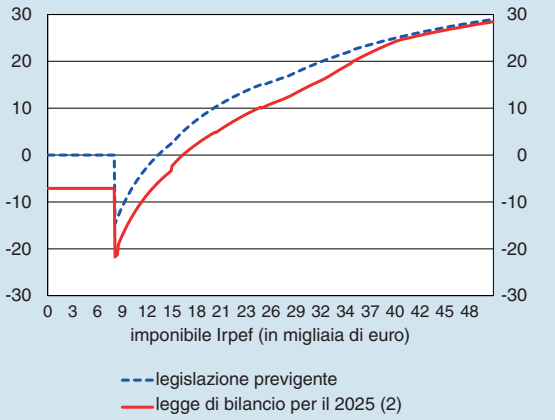
dall'introduzione di tetti agli oneri detraibili, in funzione del reddito e del numero di figli a carico[3] (0,3 miliardi).

Per quanto riguarda gli altri interventi in materia di cuneo fiscale, il taglio dei contributi previdenziali in scadenza alla fine del 2024 è sostituito da due nuove misure: per i contribuenti con reddito complessivo compreso tra 20.000 e 40.000 euro è prevista un'ulteriore detrazione a valere sull'Irpef; per quelli con reddito complessivo inferiore ai 20.000 euro, che potrebbero non avere sufficiente capienza di imposta, viene introdotto un bonus proporzionale al reddito da lavoro dipendente[4]. Il costo è pari a 8,6 miliardi per la nuova detrazione e a 4,4 miliardi per il bonus.

Il modello di microsimulazione della Banca d'Italia (BIMic) consente di calcolare la curva delle aliquote medie per un contribuente tipo[5], ossia l'incidenza della somma di Irpef dovuta e di bonus concessi ai lavoratori dipendenti al variare del reddito imponibile. Nel 2025 l'aliquota media si abbassa per tutti i livelli di reddito imponibile rispetto alla legislazione previgente, riducendosi di meno di un punto percentuale al di sopra di 42.800 euro di reddito (figura A).

Figura A

Aliquota media per livelli di reddito imponibile per un lavoratore dipendente tipo (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic; cfr. nella *sezione Note* metodologiche dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia.*
(1) Il lavoratore tipo è definito come un single, privo di carichi familiari e senza altre detrazioni, esclusivamente percettore di redditi da lavoro dipendente, impiegato per 12 mesi. L'analisi non tiene conto delle addizionali regionali e comunali all'Irpef. – (2) Per le misure della legge di bilancio per il 2025 si considerano le modifiche all'Irpef e gli altri interventi di riduzione del cuneo fiscale.

3 Da quest'anno la detrazione per figli a carico, che dopo l'introduzione dell'assegno unico e universale spetta solo per quelli di età pari o superiore a 21 anni, è annullata al compimento dei 30 anni, eccetto che nel caso di disabilità. È inoltre eliminata la detrazione per altri familiari a carico diversi dagli ascendenti. Infine, i contribuenti che non sono cittadini di un paese della UE o dello Spazio economico europeo non avranno più diritto alla detrazione per il coniuge e i figli a carico se questi risiedono all'estero. Per la descrizione e la stima dell'impatto sui conti pubblici dell'introduzione dei tetti agli oneri detraibili, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2025-2027*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Camera dei deputati, Roma, 5 novembre 2024. Le analisi presentate in questo riquadro non tengono conto degli effetti di tale ultima misura, in quanto non sono attualmente stimabili per mancanza di informazioni più dettagliate sulle spese detraibili.

4 Il bonus per i redditi più bassi si calcola moltiplicando il reddito da lavoro dipendente per un coefficiente, che è pari al 7,1 per cento se il reddito da lavoro è inferiore a 8.500 euro (su base annua), al 5,3 se compreso tra 8.500 e 15.000 euro e al 4,8 se superiore a 15.000 euro. Il bonus non costituisce reddito ai fini fiscali e assistenziali. La nuova detrazione per i lavoratori dipendenti è in somma fissa e di 1.000 euro se l'ammontare del reddito complessivo è compreso tra 20.000 e 32.000 euro; decresce poi linearmente, fino ad annullarsi a 40.000 euro.

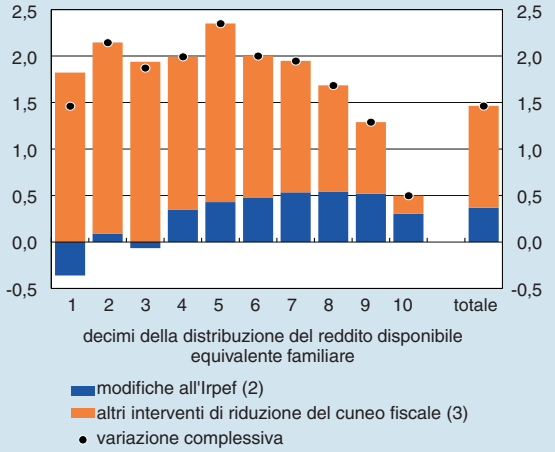
5 Il lavoratore tipo è definito come un single, privo di carichi familiari e senza altre detrazioni, esclusivamente percettore di redditi da lavoro dipendente, impiegato per dodici mesi. L'analisi non tiene inoltre conto delle addizionali regionali e comunali all'Irpef.

L'analisi delle misure può essere estesa all'intera popolazione per valutare gli effetti distributivi a livello familiare e quelli relativi agli incentivi monetari all'offerta di lavoro[6].

Il reddito disponibile familiare aumenta in media dell'1,5 per cento (pari a poco meno di 700 euro annui) rispetto allo scenario a legislazione previgente; l'incremento è attribuibile per quasi tre quarti alla riduzione del cuneo per i lavoratori dipendenti (figura B). Circa otto famiglie su dieci sono avvantaggiate, beneficiando di un aumento del reddito disponibile in media del 2 per cento (quasi 880 euro). Poco meno del 3 per cento dei nuclei ne subisce, al contrario, la diminuzione, in media di circa il 2 per cento (quasi 490 euro): si tratta prevalentemente di nuclei nella prima metà della distribuzione, che perdono le detrazioni per figli ultratrentenni o altri familiari a carico.

Figura B

Variazione del reddito disponibile familiare rispetto alla legislazione previgente (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia.*
(1) Per il calcolo del reddito equivalente si utilizza la scala OCSE modificata, che attribuisce peso 1 al capofamiglia, 0,5 a ogni ulteriore componente di almeno 14 anni e 0,3 a ogni componente di età inferiore a 14 anni. – (2) Includono: (a) la riduzione da 4 a 3 scaglioni di reddito; (b) l'innalzamento della *no-tax area* per i lavoratori dipendenti; (c) l'esclusione dei figli di età superiore a 30 anni dai casi che danno diritto alla detrazione per figli a carico; (d) l'abrogazione della detrazione per altri familiari a carico con esclusione degli ascendenti diretti. – (3) Includono: il bonus a favore dei lavoratori dipendenti con reddito complessivo fino a 20.000 euro e l'ulteriore detrazione per i redditi da lavoro dipendente quando il reddito complessivo del lavoratore è compreso tra 20.000 e 40.000 euro.

Le famiglie comprese tra il secondo e il settimo decimo della distribuzione, in cui è più frequente che figuri almeno un beneficiario delle misure di taglio del cuneo fiscale, registrano gli aumenti di reddito maggiori (fino al 2,2 per cento in media nel quinto decimo); i nuclei nei decimi più alti della distribuzione ottengono l'incremento più contenuto (0,5 per cento in media nell'ultimo decimo)[7].

Rispetto alla legislazione previgente, questi interventi comportano complessivamente una lieve riduzione della diseguaglianza nel reddito disponibile

6 Le famiglie sono ordinate per reddito disponibile equivalente, un indicatore sintetico di benessere economico che corregge il reddito familiare complessivo per tenere conto della composizione del nucleo familiare mediante la scala di equivalenza OCSE modificata (cfr. la nota 1 della figura B). Il reddito familiare complessivo comprende i redditi da lavoro, i redditi da pensione, i benefici sociali erogati dallo Stato, gli altri sussidi concessi dalle Amministrazioni locali, i redditi da immobili (figurativi e effettivi) e i redditi da capitale. Le stime sono ottenute ipotizzando che le scelte degli individui (ad es. quelle sull'offerta di lavoro) non cambino nel breve periodo in risposta a modifiche del disegno del sistema di imposte e trasferimenti. Tuttavia, nella misura in cui le riforme comportano una variazione del reddito disponibile sufficientemente ridotta, le risposte comportamentali degli agenti implicano conseguenze trascurabili sulle stime degli effetti distributivi ottenute in questo modo.

7 Nel primo decimo il beneficio del taglio di aliquota dell'Irpef non compensa la revisione delle detrazioni per figli ultratrentenni a carico e per gli altri familiari; pertanto, l'aumento medio del reddito disponibile in questo decimo è dovuto esclusivamente alla riduzione del cuneo per i lavoratori dipendenti. Va precisato che nel modello di microsimulazione BIMic non è possibile individuare i figli disabili, quindi l'effetto delle modifiche alle detrazioni per familiari a carico è leggermente sovrastimato.

familiare misurata dall'indice di Gini, che scende di 0,3 punti percentuali[8].

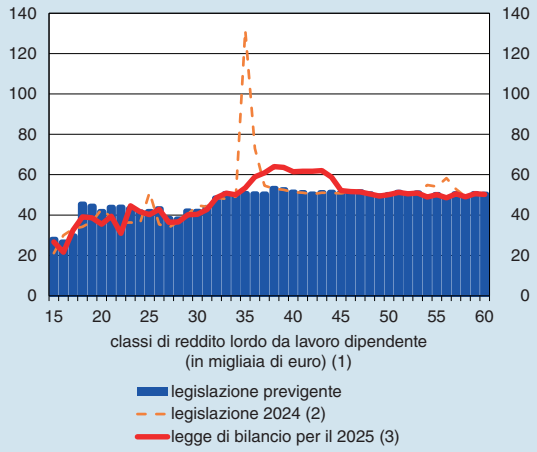
Le aliquote marginali effettive (AME)[9] per i lavoratori dipendenti, che danno un'indicazione del disincentivo monetario ad aumentare l'offerta di lavoro, sono inferiori alle AME a legislazione previgente per le retribuzioni più basse; sono maggiori per quelle comprese tra 35.000 e 45.000 euro, in corrispondenza delle quali agisce la riduzione lineare della nuova detrazione (figura C).

Rispetto alle politiche in vigore nel 2024, il profilo delle AME viene opportunamente smussato lungo la distribuzione delle retribuzioni lorde, grazie all'eliminazione dei salti di aliquota che si verificavano in prossimità dei 25.000 euro e dei 35.000 euro di retribuzione per il disegno della decontribuzione[10].

Figura C

Media delle aliquote marginali effettive per classi di retribuzione da lavoro dipendente

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sulla base del modello di microsimulazione BIMic; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *BIMic: modello di microsimulazione della Banca d'Italia*.
(1) Valori medi per classe di retribuzione. L'ampiezza di ciascuna banda è pari a 1.000 euro. L'asse orizzontale riporta l'estremo superiore della classe. – (2) La legislazione del 2024 include: le modifiche all'Irpef per il 2024 contenute nel D.lgs. 7/2023 (accorpamento dei primi 2 scaglioni, estensione della *no-tax area* per i redditi da lavoro dipendente e il taglio delle detrazioni per alcuni oneri detraibili per i redditi superiori a 50.000 euro); la riduzione dei contributi sociali per le retribuzioni inferiori a 35.000 euro. – (3) Per le misure della legge di bilancio per il 2025, cfr. la nota 2 della figura A.

8 Le misure in vigore lo scorso anno (scenario "legislazione del 2024") avevano nel complesso effetti redistributivi simili rispetto alla legislazione previgente.

9 L'aliquota marginale è calcolata come la variazione del totale delle imposte sui redditi, dei contributi sociali e dei trasferimenti monetari, che si associa a un aumento unitario del reddito da lavoro.

10 Viene inoltre eliminato l'aumento delle AME sopra i 54.000 euro di retribuzione, che nella legislazione del 2024 era dovuto al taglio temporaneo di 260 euro per alcuni oneri detraibili (al fine di sterilizzare l'effetto distributivo della riduzione della seconda aliquota dell'Irpef per i contribuenti con reddito complessivo superiore a 50.000 euro). Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *Gli effetti distributivi e sugli incentivi al lavoro della riduzione del cuneo fiscale e della riforma dell'Irpef* del capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2023.

Hanno contribuito al finanziamento della manovra il mancato rinnovo dell'agevolazione contributiva per l'occupazione nel Mezzogiorno, l'utilizzo delle risorse del sopracitato Fondo per l'attuazione della delega fiscale, la revisione della spesa delle Amministrazioni centrali e locali e la modifica dei tempi con i quali gli intermediari finanziari possono effettuare alcune specifiche deduzioni.

Con riferimento al rapporto tra il debito e il prodotto, il programma del Governo del settembre 2024 era coerente con un aumento complessivo di 2 punti percentuali nel periodo 2025-26, al 137,8 per cento. Prevedeva un rapporto in discesa dal 2027, fino a toccare il 134,9 per cento nel 2029 e il 132,5 nel 2031, oltre un punto percentuale al di sotto del livello del 2019. Come richiesto dalle

nuove regole europee, la posizione di bilancio raggiunta al termine del periodo di aggiustamento secondo il PSBMT era tale da consentire, con alta probabilità, di porre l'incidenza del debito sul prodotto su una traiettoria stabilmente discendente nei dieci anni successivi.

Lo scorso aprile il Governo ha presentato il DFP 2025, che sostituisce il DEF in attesa di una riforma del quadro di regole di bilancio nazionali alla luce della nuova governance europea. Il documento – che contiene il quadro tendenziale dei conti pubblici fino al 2027 e alcune informazioni sul 2028 – riguarda principalmente il monitoraggio dei progressi nell'attuazione del PSBMT 2025-29.

Nelle valutazioni dell'Esecutivo, a legislazione vigente l'andamento della spesa netta sarebbe in linea con quanto raccomandato dal Consiglio della UE lo scorso gennaio. Questo indicatore crescerebbe dell'1,3 per cento nel 2025, comportando una diminuzione cumulata dello 0,9 nel biennio 2024-25, con una dinamica complessiva leggermente inferiore a quanto concordato[23]; nel 2026 la crescita della spesa netta sarebbe in linea con quella stabilita nel PSBMT (1,6 per cento) e appena più bassa nell'anno successivo (1,8 per cento a fronte di 1,9)[24]. Nel complesso, anche con un quadro macroeconomico meno favorevole, il profilo della spesa netta rimarrebbe coerente con l'obiettivo di porre il rapporto tra il debito e il prodotto su una traiettoria stabilmente discendente nel medio termine.

Con riferimento al quadro tendenziale dei conti pubblici, il DFP 2025 non si discosta significativamente dagli andamenti indicati in autunno per il periodo 2025-27: secondo le stime del Governo, gli effetti del peggioramento macroeconomico sarebbero sostanzialmente compensati da quelli dei consuntivi del 2024, migliori delle attese.

Lo scorso aprile l'agenzia Standard & Poor's Global Ratings ha rivisto al rialzo, dopo oltre sette anni, la propria valutazione del merito di credito dell'Italia nel lungo periodo, indicando tra le motivazioni anche i graduali progressi nel processo di stabilizzazione delle finanze pubbliche realizzati dopo la pandemia[25] (cfr. il capitolo 13).

In prospettiva, la dinamica della spesa sarà soggetta alle pressioni derivanti dall'invecchiamento della popolazione[26].

---

23 La prima valutazione sul rispetto della traiettoria raccomandata dal Consiglio della UE è prevista nella primavera del 2026 sulla base dei dati di consuntivo disponibili. Tuttavia, secondo le scadenze del semestre europeo, il prossimo giugno la Commissione europea pubblicherà anche la valutazione sulla crescita della spesa netta nel 2024 e sulle azioni intraprese dai paesi sottoposti a PDE.

24 *Audizione preliminare all'esame del Documento di finanza pubblica 2025*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni congiunte 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 17 aprile 2025.

25 Inoltre l'*outlook* è stato migliorato da Fitch e Morningstar DBRS nell'autunno del 2024 e da Moody's il 23 maggio scorso.

26 *Commissione parlamentare di inchiesta sugli effetti economici e sociali derivanti dalla transizione demografica in atto*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Camera dei deputati, Roma, 15 aprile 2025.

I conti pubblici potrebbero essere inoltre influenzati dall'eventuale introduzione dell'autonomia differenziata, sulla base della procedura definita dalla L. 86/2024 e significativamente modificata dalla sentenza 192/2024 della Corte costituzionale[27].

Un ulteriore elemento di incertezza è rappresentato dalle decisioni future in materia di spesa per la difesa. A oggi il Governo non si è avvalso né dei prestiti europei nell'ambito dello strumento *Security and Action for Europe*, né della possibilità di attivare la clausola di salvaguardia nazionale per discostarsi dalla traiettoria di spesa netta concordata (cfr. il riquadro: *La spesa per la difesa nei paesi della UE* del capitolo 2).

[27] La sentenza del novembre 2024 ha tra l'altro escluso la possibilità di devolvere intere materie e ha decretato l'incostituzionalità della procedura per la determinazione dei livelli essenziali delle prestazioni. Per una descrizione della legge, cfr. il riquadro: *La legge quadro sull'autonomia differenziata* del capitolo 5, in *Economia delle regioni italiane*, 22, 2024. Per una discussione più ampia, cfr. i contributi della Banca d'Italia resi nel corso dell'esame parlamentare: *Disegno di legge AS 615 "Disposizioni per l'attuazione dell'autonomia differenziata delle Regioni a statuto ordinario ai sensi dell'articolo 116, terzo comma, della Costituzione"*, memoria della Banca d'Italia, Senato della Repubblica 1ª Commissione permanente (Affari costituzionali), Roma, 19 giugno 2023; *Disegno di legge AS 615 "Disposizioni per l'attuazione dell'autonomia differenziata delle Regioni a statuto ordinario ai sensi dell'articolo 116, terzo comma, della Costituzione"*, memoria della Banca d'Italia, Commissione parlamentare per le questioni regionali, Roma, 30 ottobre 2023; *Disegno di legge C 1665 "Disposizioni per l'attuazione dell'autonomia differenziata delle Regioni a statuto ordinario ai sensi dell'articolo 116, terzo comma, della Costituzione"*, memoria della Banca d'Italia, Camera dei deputati 1ª Commissione (Affari costituzionali, della Presidenza del Consiglio e Interni), Roma, 27 marzo 2024; *Indagine conoscitiva sulla determinazione e sull'attuazione dei livelli essenziali delle prestazioni concernenti i diritti civili e sociali*, audizione del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia Roberto Torrini, Commissione parlamentare per le questioni regionali, Roma, 18 marzo 2025.

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

Nel 2024 è proseguito in Italia il miglioramento della qualità del contesto istituzionale, sebbene non in tutti gli ambiti dell'azione pubblica.

La durata dei processi civili è rimasta stabile, interrompendo la flessione in atto da oltre un decennio; è proseguita invece la riduzione dell'arretrato. L'introduzione nel 2022 dei meccanismi di allerta e di nuovi strumenti extragiudiziali si è associata a una più tempestiva emersione delle situazioni di difficoltà delle imprese e a un maggiore ricorso a strumenti per la ristrutturazione del debito. I tempi medi per le procedure di affidamento degli appalti per lavori pubblici si sono ulteriormente contratti, anche per effetto dell'accresciuto utilizzo delle procedure dirette – contraddistinte da iter meno complessi – e della digitalizzazione delle gare.

Nel 2024 è nuovamente aumentato il numero dei dipendenti pubblici, tornato sui livelli dell'inizio dello scorso decennio in tutti i comparti, ad eccezione dei Ministeri e degli Enti locali. A fronte della ripresa delle assunzioni e della necessità di sostituire il personale prossimo al pensionamento, per i lavoratori più qualificati è diminuita l'attrattività in termini retributivi del pubblico impiego rispetto al settore privato.

Nel complesso, i recenti provvedimenti riguardanti la regolamentazione dei mercati potrebbero avere un impatto limitato sulla concorrenza. Permangono aree di intervento per ridurre i vincoli all'ingresso sul mercato e alla conduzione dell'attività economica, soprattutto nei servizi professionali e nel commercio al dettaglio, e per accrescere la concorrenza negli appalti e nelle concessioni. La semplificazione normativa è una priorità anche a livello europeo: la Commissione europea ha proposto di alleggerire gli obblighi di rendicontazione e *due diligence* in materia di sostenibilità ambientale e sociale; ha inoltre annunciato una serie di interventi a più ampio spettro.

I fattori di contesto

Il contesto istituzionale in cui operano le imprese e i lavoratori è uno dei fattori che incidono sulla crescita economica di un paese. Un sistema giudiziario funzionante, una Pubblica amministrazione integra, una burocrazia snella e servizi pubblici di qualità garantiscono la tutela dei diritti di proprietà e il rispetto dei contratti, favoriscono un'allocazione delle risorse più efficiente e trasparente, incentivano gli investimenti in capitale umano e fisico. È quindi importante misurare la qualità del contesto istituzionale sia in modo sintetico sia esaminandone i diversi ambiti (cfr. il riquadro: *Un indicatore della qualità del contesto istituzionale*).

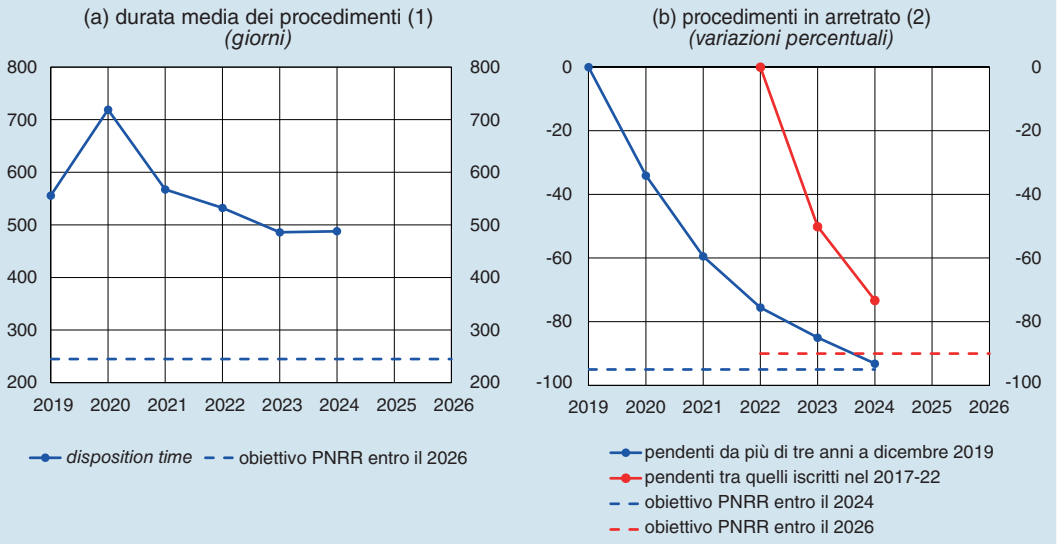
La giustizia civile. – Nel 2024 si è arrestato il calo della durata dei processi civili in atto dall'inizio dello scorso decennio. Il tempo di risoluzione delle controversie (*disposition time*) è rimasto sugli stessi livelli dell'anno precedente, appena inferiore ai 490 giorni (fig. 11.1.a). Per raggiungere l'obiettivo di 245 giorni fissato nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), nei prossimi 18 mesi servirebbe una riduzione ben superiore a quella di circa 70 giorni conseguita negli ultimi cinque anni. Anche il numero di cause pendenti nei tribunali è rimasto invariato, mantenendosi comunque su livelli contenuti nel confronto storico (erano oltre il doppio all'inizio dello scorso decennio). A tale stabilità ha contribuito l'aumento del numero dei procedimenti iscritti, che sono stati pari a quelli definiti.

L'abbattimento dell'arretrato è invece proseguito: il numero delle cause che a dicembre del 2019 risultavano pendenti da oltre tre anni si è ridotto del 93 per cento, poco sotto l'obiettivo intermedio fissato dal PNRR per il 2024 (95 per cento); anche lo smaltimento dei procedimenti pendenti accumulati nel periodo 2017-22 procede a un ritmo sostenuto e in linea con il traguardo previsto per il 2026 (fig. 11.1.b).

Per conseguire gli obiettivi del PNRR è stato rafforzato e reso pienamente operativo l'Ufficio per il processo (UPP; cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'Ufficio per il processo sul funzionamento della giustizia civile* del capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2023), una struttura organizzativa a sostegno dell'attività dei giudici. Nostre stime indicano che gli addetti all'UPP hanno contribuito a definire circa 130.000 procedimenti in più all'anno (quasi il 15 per cento del totale), riducendo la durata delle cause e soprattutto l'arretrato. Tuttavia, anche nei tribunali che hanno ricevuto maggiori risorse la riduzione della durata appare insufficiente per raggiungere l'obiettivo del PNRR.

Figura 11.1

Giustizia civile e obiettivi del PNRR: durata dei procedimenti e arretrato



Fonte: elaborazioni su dati del Ministero della Giustizia.
(1) La linea continua blu rappresenta la durata dei procedimenti civili contenziosi negli uffici giudiziari di primo grado, quella tratteggiata rossa l'obiettivo del PNRR da raggiungere entro giugno del 2026 (245 giorni, corrispondenti a una riduzione del 56 per cento rispetto al 2019). La durata del procedimento è misurata con il *disposition time*, ossia il tempo medio di definizione dei procedimenti che si ottiene confrontando lo stock di quelli pendenti alla fine dell'anno con il flusso dei procedimenti definiti nell'anno stesso. – (2) Le linee continue rappresentano la percentuale di riduzione dell'arretrato, con riferimento ai procedimenti iscritti prima del 2017 e ancora pendenti a dicembre del 2019 (linea blu) e a quelli iscritti tra il 2017 e il 2022 e ancora pendenti a dicembre di quest'ultimo anno (linea rossa); le linee tratteggiate rappresentano i relativi obiettivi del PNRR, corrispondenti rispettivamente a una riduzione dell'arretrato del 95 per cento entro dicembre del 2024 (linea tratteggiata blu) e del 90 per cento entro giugno del 2026 (linea tratteggiata rossa).

UN INDICATORE DELLA QUALITÀ DEL CONTESTO ISTITUZIONALE

Un recente studio ha sviluppato un indice composito che valuta la qualità dell'azione pubblica in Italia in quattro ambiti fondamentali (funzionamento della giustizia, integrità della Pubblica amministrazione, efficienza della burocrazia e qualità dei servizi pubblici locali) sulla base di 50 indicatori elementari (sia di natura oggettiva sia relativi alle percezioni di imprese e cittadini)[1].

Secondo questo indicatore, la qualità istituzionale è migliorata dall'inizio del decennio scorso (figura, pannello a). I progressi riguardano tutti gli ambiti esaminati, ma sono stati più contenuti nei servizi pubblici locali (figura, pannello b). Nella giustizia civile, la durata dei procedimenti si è ridotta. È cresciuta anche la soddisfazione degli utenti sulla qualità complessiva del sistema giudiziario. L'efficienza amministrativa è migliorata sotto diversi aspetti, tra cui la capacità di riscossione e di spesa dei comuni, i tempi di pagamento delle Pubbliche amministrazioni e quelli di affidamento degli appalti. Sono aumentate anche la trasparenza dell'azione pubblica e l'offerta dei servizi pubblici online, agevolando l'interazione tra cittadini, imprese e Pubblica amministrazione.

I progressi hanno interessato tutte le aree del Paese, senza però un'apprezzabile convergenza tra Centro Nord e Mezzogiorno. Il divario territoriale rimane in tutti gli ambiti dell'azione pubblica ed è più marcato per i servizi pubblici locali, sui quali incide anche la minore dotazione di risorse degli enti meridionali[2].

Il miglioramento della qualità del contesto istituzionale è in larga parte riconducibile a interventi attuati dall'inizio dello scorso decennio, ma ha beneficiato anche di alcuni provvedimenti del PNRR (cfr. il capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2023). Nella giustizia civile, ad esempio, le misure volte a contenere la litigiosità e a rafforzare l'offerta di giustizia hanno permesso di diminuire l'arretrato nei tribunali e la durata del contenzioso[3]. Interventi normativi e procedurali hanno accresciuto la trasparenza dell'azione pubblica, oltre a ridurre gli oneri burocratici per le imprese e rendere più veloci alcuni procedimenti amministrativi[4].

---

1 M. Cannella, M. Mancinelli e S. Mocetti, *La qualità del contesto istituzionale: come varia tra le regioni e nel tempo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

2 Per maggiori dettagli, cfr. G. Messina e R. Torrini, *La dimensione territoriale dell'offerta di servizi pubblici in Italia: una fotografia dell'esistente*, "Economia italiana", di prossima di pubblicazione.

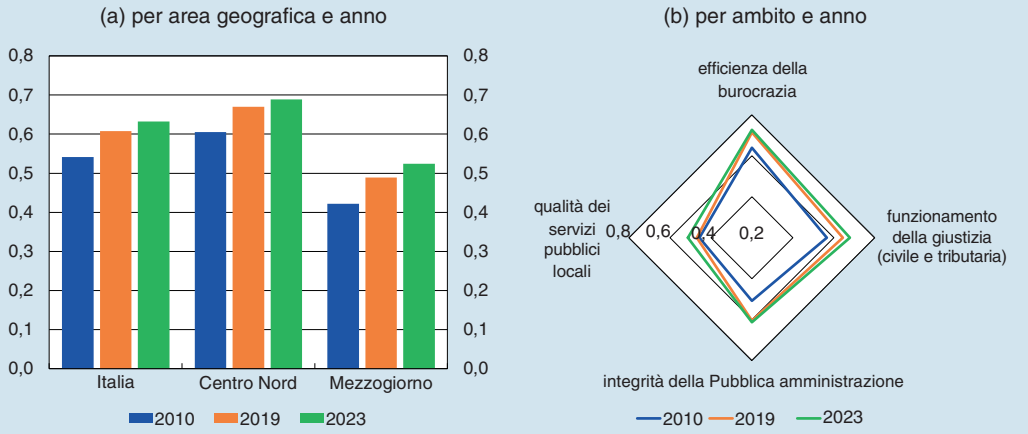
3 Sul miglioramento della giustizia civile hanno influito interventi organizzativi come la digitalizzazione, la riforma della geografia giudiziaria e il rafforzamento dell'ufficio per il processo; per approfondimenti, cfr. S. Mocetti, O. Pesenti e G. Roma, *Gli effetti della riforma della geografia giudiziaria sul funzionamento della giustizia civile*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 914, 2025 e M. Cannella, M. Cugno, S. Mocetti, G. Palumbo e G. Volpe, *Gli effetti dell'ufficio per il processo sul funzionamento della giustizia civile*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 876, 2024.

4 La riduzione degli oneri burocratici è stata favorita da interventi di semplificazione amministrativa per l'avvio dell'attività di impresa e dai progressi nel processo di digitalizzazione nella Pubblica amministrazione; per ulteriori dettagli, cfr. A. Cintolesi, S. Mocetti e G. Roma, *Produttività e regolamentazione dell'accesso al mercato: evidenze sull'universo delle imprese*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1455, 2024 ed E. Ciapanna, W. Giuzio, L. Aimone Gigio, A. Benecchi, C. Bottoni, M. Cannella, M. Corradetti, A. Frigo, L. Modugno ed E. Scarinzi, *I risultati dell'indagine IDAL sulla digitalizzazione delle Amministrazioni locali*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 916, 2025.

I progressi nella qualità del contesto istituzionale emergono anche dagli indicatori utilizzati nei confronti internazionali, ma permangono ritardi significativi rispetto agli altri principali paesi europei[5].

Figura

Evoluzione della qualità del contesto istituzionale (1)
(indici)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Autorità nazionale anticorruzione (ANAC), Banca Mondiale, Camera dei deputati, Commissione europea, Confindustria, Istat, Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), Ministero della Giustizia, Ministero del Lavoro e delle politiche sociali e Vigili del fuoco.
(1) Indice composito per area geografica (pannello a) e a livello nazionale (pannello b) in alcuni anni selezionati. Un valore più elevato indica una maggiore qualità del contesto istituzionale.

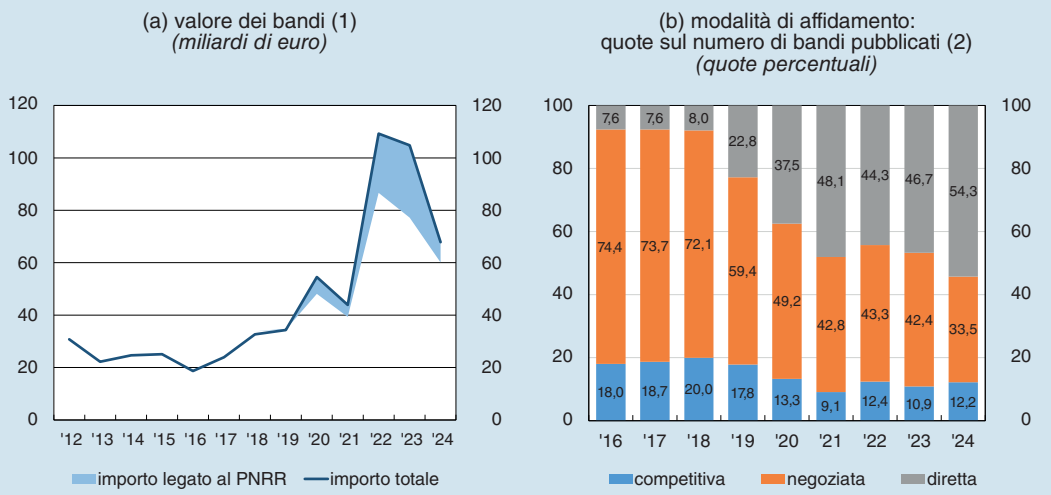
[5] Ad esempio, l'indicatore dell'efficacia dell'azione pubblica e del controllo della corruzione della Banca Mondiale (*Worldwide governance indicator*), l'indice della qualità dei servizi pubblici locali e dell'imparzialità amministrativa della Commissione europea (*European quality of government index*) e le misure dell'efficienza della giustizia della stessa Commissione. Questi indicatori si riferiscono ad ambiti più limitati o sono maggiormente basati sulle valutazioni soggettive degli operatori economici.

Il sistema degli appalti pubblici. – L'ammontare degli appalti per lavori pubblici messi a gara nel 2024 è stato di 68 miliardi di euro, oltre un terzo in meno dell'anno precedente. Alla flessione hanno contribuito in misura rilevante i bandi del PNRR (fig. 11.2.a). L'importo per le opere pubbliche rimane comunque elevato nel confronto storico: nel 2024 rappresentava oltre il 3 per cento del PIL, circa il doppio della media del periodo 2012-19. Quasi il 90 per cento degli affidamenti è avvenuto con procedure discrezionali (affidamenti diretti o procedure negoziate); rispetto al 2023 è ulteriormente aumentata la quota di quelli diretti, a oltre il 50 per cento (fig. 11.2.b).

I tempi medi delle procedure di affidamento si sono ancora ridotti in misura significativa per effetto dell'accresciuto peso di quelle dirette, contraddistinte da una maggiore rapidità. È diminuita anche la durata media di affidamento delle gare competitive, che hanno beneficiato della completa digitalizzazione delle procedure di appalto (*e-procurement*) introdotta nel 2024, come richiesto dal nuovo Codice dei contratti pubblici (D.lgs. 36/2023). L'*e-procurement* ha anche aumentato la

Figura 11.2

Valore dei bandi e modalità di affidamento per i lavori pubblici



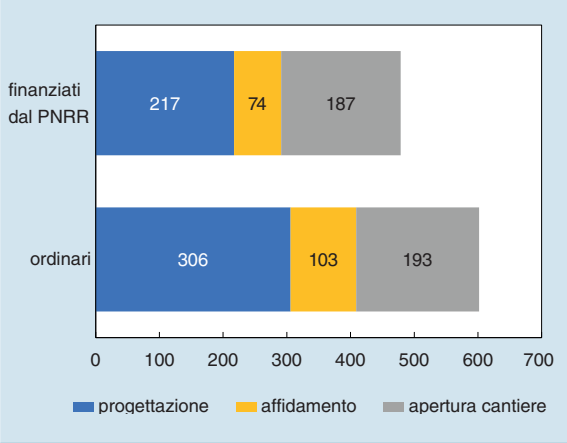
Fonte: elaborazioni su dati ANAC.
(1) Comprende i bandi finanziati o cofinanziati da fondi collegati al PNRR. – (2) Le procedure competitive (come la procedura aperta o ristretta) prevedono una gara pubblica tra più operatori; le procedure negoziate implicano la consultazione di un numero limitato di operatori economici individuati dalla stazione appaltante, con possibilità di negoziare le condizioni dell'appalto stesso. L'affidamento diretto si realizza senza gara e l'individuazione dell'operatore avviene sulla base di una valutazione discrezionale, pur nel rispetto dei principi di trasparenza, rotazione e motivazione.

trasparenza dei processi amministrativi. I miglioramenti sono stati più marcati negli enti che disponevano di risorse umane più qualificate[1].

I lavori pubblici finanziati dal PNRR sono caratterizzati da tempi di progettazione, di affidamento e di apertura del cantiere inferiori a quelli ordinari di importo simile (fig. 11.3). Queste differenze potrebbero riflettere sia aspetti organizzativi (ad es. l'esistenza di scadenze, di sistemi di monitoraggio e di meccanismi di responsabilizzazione della stazione appaltante) sia aspetti procedurali (ad es. alcune semplificazioni amministrative). Permangono tuttavia ritardi nella realizzazione del PNRR (cfr. il riquadro: *Lo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza* del capitolo 4).

Figura 11.3

Lavori pubblici: durata di alcune fasi degli appalti (1)
(giorni)



Fonte: elaborazioni su dati Commissione nazionale paritetica per le Casse edili (CNCE EdilConnect), Italia Domani, MEF (Banca dati Amministrazioni pubbliche. Monitoraggio opere pubbliche, BDAP-MOP) e OpenANAC.
(1) Appalti di lavori pubblici tra il 2021 e il 2024 di importo compreso tra 1 e 5 milioni di euro che prevedono esclusivamente l'esecuzione dei lavori.

Il D.lgs. 209/2024 ha aggiornato i requisiti per la qualificazione delle

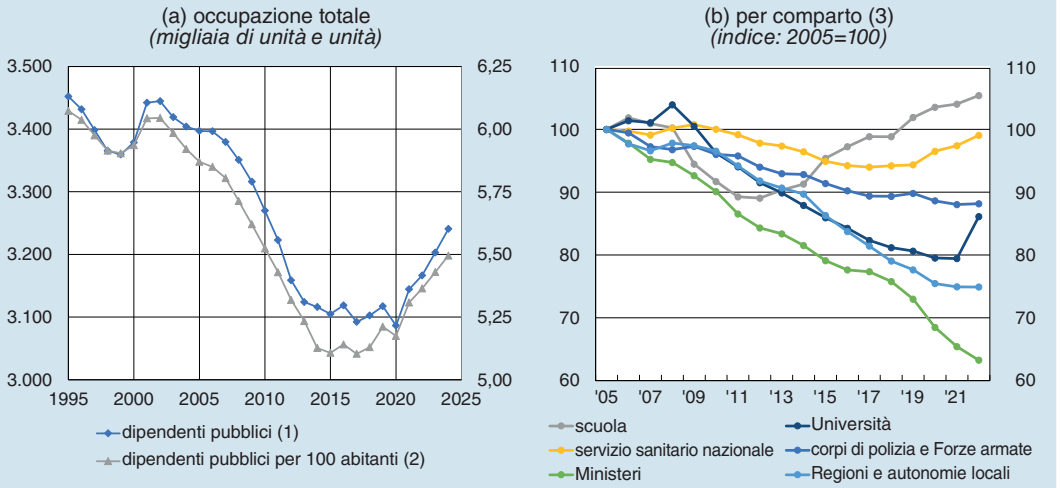
[1] A. Frigo e S. Mocetti, *The effects of digitalization on the functioning of the public sector: evidence from e-procurement*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

stazioni appaltanti; ha inoltre introdotto disposizioni per rafforzare l'interoperabilità tra i sistemi informatici e l'utilizzo del fascicolo virtuale dell'operatore economico, interventi che potrebbero ridurre gli oneri amministrativi a carico delle stazioni appaltanti.

La Pubblica amministrazione. – Secondo i Conti nazionali dell'Istat, nel 2024 le Amministrazioni pubbliche hanno impiegato oltre 3,2 milioni di unità di lavoro, l'1,2 per cento in più dell'anno precedente (fig. 11.4.a). L'incremento, in atto dal 2021, è dipeso dall'allentamento dei vincoli alle assunzioni e dal reclutamento di personale a tempo determinato per le esigenze connesse con il PNRR. Per effetto di queste dinamiche, il numero dei dipendenti pubblici è tornato sugli stessi livelli dell'inizio dello scorso decennio, ma resta inferiore ai valori precedenti la crisi finanziaria globale, anche in rapporto al numero di abitanti. Tra i diversi comparti, la scuola ha un numero di occupati più elevato rispetto al 2005 mentre i Ministeri, gli Enti locali e l'Università rimangono su livelli significativamente più bassi (fig. 11.4.b)[2]. La Legge di bilancio per il 2025 ha reintrodotto per l'anno in corso un limite alla spesa per le assunzioni, pari al 75 per cento di quella sostenuta per il personale cessato nell'anno precedente.

Figura 11.4

Occupati nella Pubblica amministrazione



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat, Conti nazionali delle Pubbliche amministrazioni; per il pannello (b), Ragioneria generale dello Stato, *Conto annuale*.
(1) Unità di lavoro. – (2) Scala di destra. – (3) I dati sono riferiti al personale che lavora nelle Pubbliche amministrazioni con contratti a tempo indeterminato e ad alcune altre figure, tra le quali: i dirigenti a tempo determinato, i supplenti della scuola e degli istituti di alta formazione artistica, musicale e coreutica, nonché il personale disciplinato da norme di diritto pubblico (ad es. direttori generali, contrattisti, volontari e allievi delle Forze armate e dei corpi di polizia).

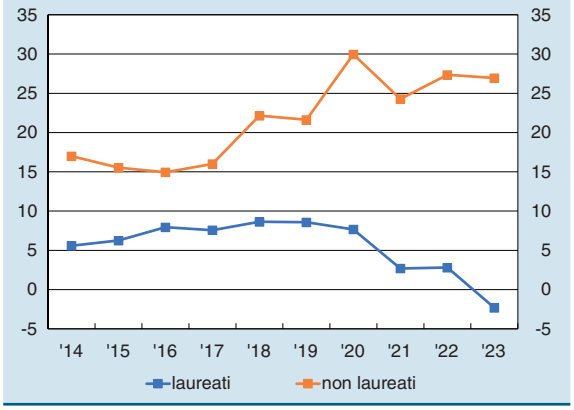
La ripresa delle assunzioni e, in prospettiva, la necessità di sostituire molti dipendenti prossimi alla pensione si confrontano con la diminuita capacità attrattiva del pubblico impiego per i lavoratori più qualificati. Nostre stime su dati INPS mostrano che tra i laureati la differenza tra le retribuzioni dei dipendenti della Pubblica amministrazione e quelle del settore privato si è ridotta nell'ultimo quinquennio, diventando negativa nel 2023 (fig. 11.5). In termini di flessibilità organizzativa, l'utilizzo del lavoro da remoto

[2] Nei Ministeri la riduzione del personale nel decennio in corso è stata più che compensata da un incremento del numero di lavoratori con contratti a tempo determinato.

è inferiore rispetto ai servizi privati più simili. Per contro, la Pubblica amministrazione continua a offrire una maggiore stabilità del rapporto di impiego. Una riforma dei sistemi di gestione delle risorse umane è stata avviata con il PNRR ed è parte integrante del Piano strutturale di bilancio di medio termine dell'Italia[3].

Figura 11.5

Premio reddituale del pubblico impiego (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati INPS.
(1) Il premio reddituale è definito come la differenza tra la retribuzione mediana dei dipendenti pubblici rispetto a quelli privati. Le retribuzioni si riferiscono all'imponibile mensile percepito da lavoratori uomini, non immigrati, di età compresa tra 25 e 65 anni. Non sono considerati gli occupati per i quali non è disponibile l'informazione relativa al titolo di studio.

La concorrenza e la regolamentazione dei mercati

La concorrenza. – Lo scorso dicembre è stata approvata la legge annuale per il mercato e la concorrenza (L. 193/2024), prevista dal PNRR. Il principale intervento ha riguardato la disciplina delle concessioni autostradali, con misure che mirano a promuovere lo svolgimento delle gare per l'assegnazione dei contratti (anche impedendone il rinnovo automatico e stabilendo un limite alla durata), a disciplinare la definizione delle tariffe e a garantire livelli adeguati di investimento e di servizio. Gli effetti sull'apertura alla concorrenza potrebbero tuttavia essere limitati e diluiti nel tempo, sia per l'elevata durata residua delle attuali concessioni, sia per il possibile ricorso ad affidamenti diretti a società *in house*. Per quanto riguarda le polizze automobilistiche, è stato introdotto l'obbligo di portabilità dei dati della scatola nera in caso di cambio della compagnia assicurativa, con potenziali effetti positivi per la competitività nel settore. Le altre disposizioni (ad es. quelle riguardanti gli spazi esterni di bar e ristoranti e il trasporto pubblico non di linea) potrebbero avere un impatto più limitato sulla concorrenza di questi mercati[4]. Il DL 131/2024 ha prorogato fino al 2027 le concessioni demaniali marittime attualmente in essere e ha definito la modalità di svolgimento delle gare.

Nel complesso l'intensità della regolamentazione e della concorrenza nei servizi non è significativamente diversa da quella della fine dello scorso decennio. Secondo i relativi indicatori dell'OCSE sul mercato dei prodotti (*product market regulation*, PMR) riferiti al 2023, il livello di regolamentazione è sostanzialmente in linea con la media della UE, ma superiore a quello delle altre principali economie europee. Rispetto al 2018, il valore per l'Italia è rimasto pressoché stabile, mentre si è ridotto nella media dell'Unione europea (cfr. fig. 11.6.a). I maggiori ostacoli alla concorrenza permangono in alcuni settori regolati e in particolare nei servizi professionali e nel commercio al dettaglio, soprattutto con riferimento ai vincoli alle promozioni di vendita e all'avvio di nuove attività (cfr. il riquadro: *Il commercio al dettaglio tra regolamentazione e commercio elettronico*).

3 *Piano strutturale di bilancio di medio termine. Italia 2025-2029.*

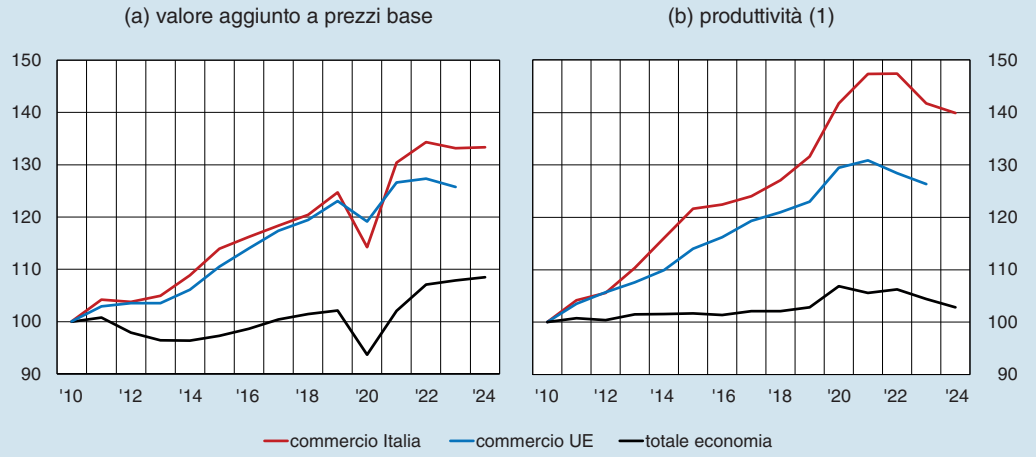
4 Per approfondimenti, cfr. *Memoria preliminare all'esame del disegno di legge "Legge annuale per il mercato e la concorrenza 2023"*, memoria della Banca d'Italia, Commissioni riunite 8ª (Ambiente, territorio e lavori pubblici) e 10ª (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera dei deputati, Roma, 17 ottobre 2024.

IL COMMERCIO AL DETTAGLIO TRA REGOLAMENTAZIONE E COMMERCIO ELETTRONICO

Il comparto del commercio ha un ruolo rilevante nell'economia italiana, rappresentando il 14 per cento dell'occupazione totale e il 12 per cento del valore aggiunto. Dallo scorso decennio questo settore si è caratterizzato per una crescita elevata del valore aggiunto e della produttività, sia nel confronto internazionale sia rispetto al totale dell'economia (figura A).

Figura A

Valore aggiunto e produttività del lavoro
(numeri indice: 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, *Conti nazionali*.
(1) La produttività è misurata come valore aggiunto a prezzi base per ora lavorata.

Questi andamenti hanno riguardato anche il commercio al dettaglio, che nel 2022 (ultimo anno per il quale sono disponibili i dati) pesava per circa il 56 per cento degli occupati e il 41 per cento del valore aggiunto dell'intero settore. In questo segmento, il sostenuto aumento della produttività ha beneficiato di un consolidamento dimensionale: tra il 2010 e il 2022 la dimensione media delle imprese è passata da 2,9 a 3,4 addetti ed è cresciuta la rilevanza delle aziende di maggiore dimensione (con oltre 250 addetti), anche in ragione del forte sviluppo della grande distribuzione organizzata.

Alcuni lavori della Banca d'Italia hanno mostrato che diversi interventi di liberalizzazione, attuati tra la fine degli anni novanta e la prima metà del decennio scorso, hanno contribuito alla crescita del settore[1]. Nonostante queste riforme,

[1] La rimozione di alcune barriere all'ingresso per le attività commerciali di maggiore dimensione ha diminuito i margini di profitto, aumentato la produttività e favorito l'adozione delle nuove tecnologie; cfr. F. Schivardi ed E. Viviano, *Entry barriers in retail trade*, "The Economic Journal", 121, 551, 2011, pp. 145-170, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 616, 2007. La liberalizzazione degli orari di esercizio, inoltre, ha incrementato l'occupazione del comparto, soprattutto nelle attività di maggiore dimensione, avviando una ricomposizione dal lavoro autonomo a quello dipendente a tempo indeterminato; cfr. L. Rizzica, G. Roma e G. Rovigatti, *The Effects of deregulating retail operating hours: empirical evidence from Italy*, "The Journal of Law and Economics", 66, 1, 2023, pp. 21-52, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 1281, 2020. Infine, le liberalizzazioni dei servizi regolati, in particolare delle attività commerciali, hanno avuto effetti positivi sulla produttività e sulla crescita aggregata; cfr. E. Ciapanna, S. Mocetti e A. Notarpietro, *The effects of structural reforms: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1303, 2020 e A. Cintolesi, S. Mocetti e G. Roma, *Productivity and entry regulation: evidence from the universe of firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1455, 2024.

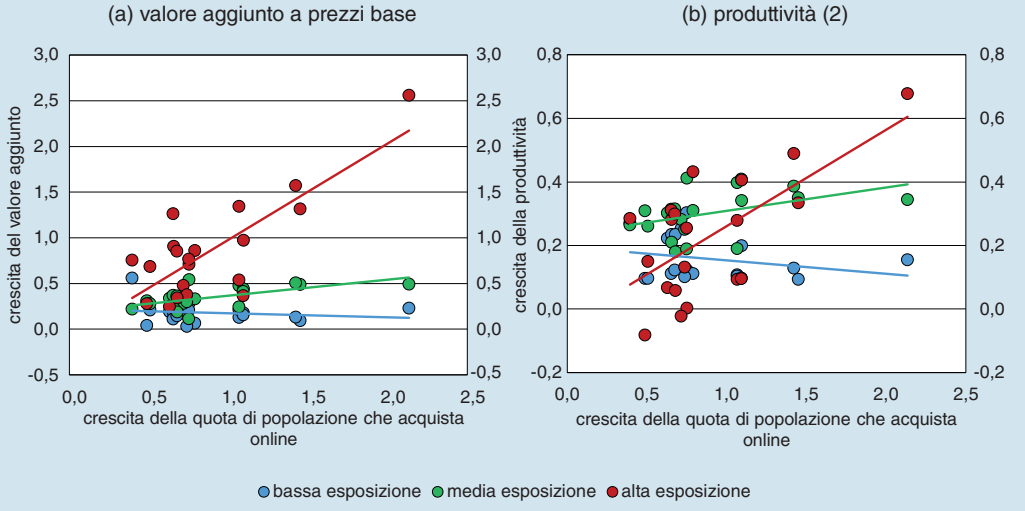
il commercio al dettaglio continua ad avere una regolamentazione più vincolante della media europea, soprattutto per quanto riguarda l'apertura di nuove attività e le promozioni di vendita; le restrizioni sulla conduzione dell'attività economica (ad es. quelle sugli orari di apertura e sui canali distributivi di alcuni prodotti) sono invece allineate con gli standard europei.

Più recentemente il commercio al dettaglio ha affrontato i cambiamenti connessi con la rivoluzione digitale. Secondo i dati Eurostat, tra il 2015 e il 2024 in Italia sono all'incirca raddoppiate sia la quota della popolazione che ha effettuato almeno un acquisto online (dal 26 al 54 per cento; dal 49 al 72 nella media europea) sia la percentuale delle imprese che hanno realizzato vendite online (dal 10 al 20 per cento; dal 19 al 24 nella media europea). Queste trasformazioni hanno offerto nuovi canali e mercati di vendita, ma hanno anche incrementato la pressione concorrenziale sui rivenditori tradizionali.

Nostre elaborazioni indicano che tra il 2015 e il 2022 (ultimo anno per cui sono disponibili i dati) il valore aggiunto nel commercio al dettaglio è cresciuto in misura maggiore nelle regioni in cui sono aumentati di più gli acquisti online della popolazione; ciò riflette quasi esclusivamente la dinamica dei comparti che si avvalevano maggiormente della vendita per corrispondenza o attraverso internet (figura B, pannello a). La crescita degli acquisti online si è associata inoltre con un incremento più marcato della produttività (figura B, pannello b).

Figura B

Crescita dei comparti del commercio al dettaglio nelle regioni italiane per esposizione all'e-commerce (1)
(valori percentuali)

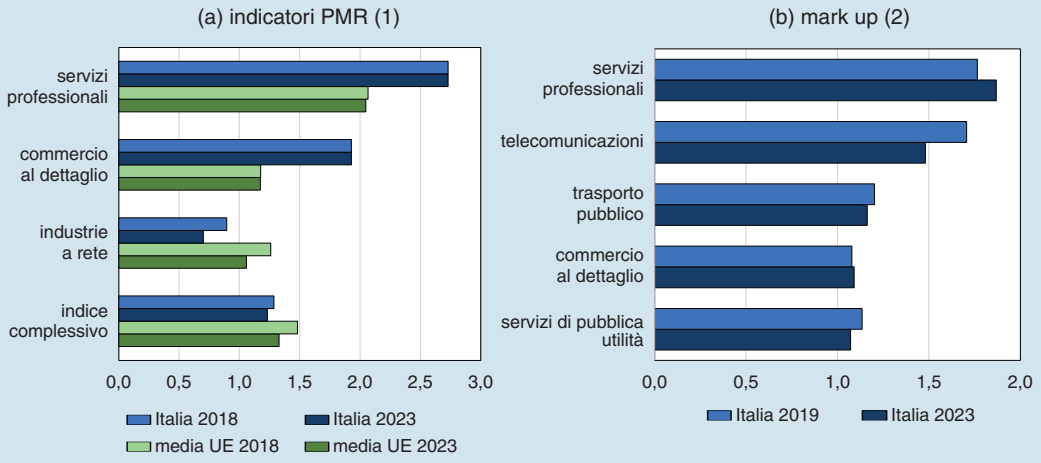


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat (*Regional digital economy and society*) e Istat sui risultati economici delle imprese.
(1) I tassi di crescita si riferiscono al periodo 2015-22. I comparti del commercio al dettaglio sono stati suddivisi in tre categorie in funzione della loro esposizione al commercio online. Per ciascuna di queste tipologie, un punto rappresenta una regione italiana. In particolare, con riferimento alla classificazione Ateco 2007, sono stati considerati come comparti a bassa esposizione al commercio online i seguenti settori: commercio al dettaglio di prodotti alimentari, bevande e tabacco in esercizi specializzati (47.2), commercio al dettaglio di carburante per autotrazione in esercizi specializzati (47.3) e commercio al dettaglio ambulante (47.8); come comparti a media esposizione: commercio al dettaglio in esercizi non specializzati (47.1), commercio al dettaglio di apparecchiature informatiche e per le telecomunicazioni (ICT) in esercizi specializzati (47.4), commercio al dettaglio di altri prodotti per uso domestico in esercizi specializzati (47.5), commercio al dettaglio di articoli culturali e ricreativi in esercizi specializzati (47.6), commercio al dettaglio di altri prodotti in esercizi specializzati (47.7); come comparto ad alta esposizione: commercio al dettaglio al di fuori di negozi, banchi e mercati (47.9). Le linee rappresentano le rette di interpolazione dei punti di ciascuna categoria. – (2) La produttività è misurata come valore aggiunto a prezzi base per occupato.

Nell'ambito dei servizi regolati, i margini di profitto (mark up) delle imprese dei servizi professionali sono più elevati; tali margini sono inoltre aumentati rispetto al 2019, beneficiando dell'espansione della domanda a fronte di alcuni vincoli dal lato dell'offerta sia in termini di accesso sia nella definizione dei compensi (fig. 11.6.b). Il mark up si è invece ridotto in alcuni servizi pubblici (a causa del forte incremento dei costi di produzione in un contesto di prezzi regolati) e nelle telecomunicazioni (per l'accresciuta pressione competitiva).

Figura 11.6

Servizi regolati: intensità della regolamentazione e mark up



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati OCSE; per il pannello (b), elaborazioni su dati Istat sui risultati economici delle imprese.
(1) *Product market regulation*. L'indicatore può variare da 0 a 6. A valori più bassi (alti) corrisponde una minore (maggiore) restrittività della regolamentazione. Le industrie a rete sono l'energia, i trasporti e le telecomunicazioni. – (2) Il mark up è misurato dal rapporto fra il fatturato e la differenza tra questo e il margine operativo lordo. I settori considerati sono stati individuati con la classificazione Ateco 2007 e includono i servizi professionali (attività legali e contabili e attività degli studi di architettura e ingegneria), le telecomunicazioni, il trasporto pubblico locale, il commercio al dettaglio e i servizi di pubblica utilità (energia e gas, servizi idrici e gestione dei rifiuti).

L'intervento diretto dello Stato nell'economia. – Secondo nostre elaborazioni, nel 2023 le società a partecipazione pubblica attive erano oltre 6.500 e impiegavano circa 850.000 addetti. Rispetto al 2015 il numero delle partecipate si è ridotto del 10 per cento per la diminuzione di quelle locali; questa flessione è stata tuttavia minore di quella prevista dai programmi di razionalizzazione volti alla dismissione di società di minore dimensione, deficitarie o non operative.

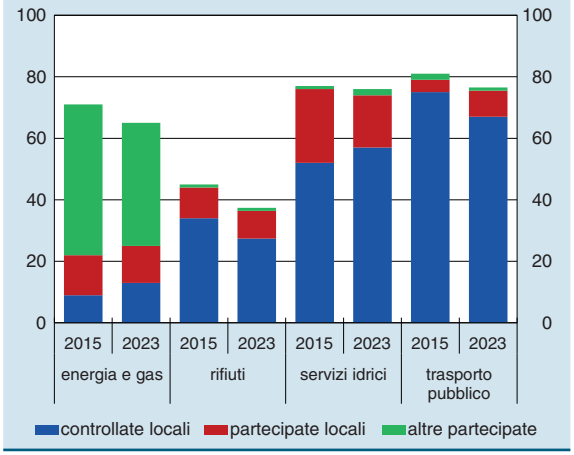
Le partecipate e le controllate locali operano in molti settori economici, ma sono relativamente più concentrate nella fornitura di servizi pubblici: rappresentano oltre i tre quarti dell'occupazione complessiva nel trasporto pubblico locale e nei servizi idrici (fig. 11.7). Dalla metà dello scorso decennio alcuni interventi legislativi sulla fornitura dei servizi pubblici locali hanno cercato di aprire il mercato alla concorrenza e hanno introdotto condizioni per il ricorso all'affidamento *in house*. L'incidenza delle partecipate pubbliche nella fornitura di questi servizi è però solo lievemente diminuita tra il 2015 e il 2023.

Anche in assenza di partecipazioni pubbliche, il Governo può esercitare poteri speciali di intervento su operazioni societarie (*golden power*) a tutela di rilevanti interessi nazionali. Le operazioni sottoposte a controllo sono cresciute considerevolmente dal 2020, anche a seguito dell'ampliamento dell'area di applicazione della norma; nel 2024 sono salite a 660,

circa 100 in più dell'anno precedente. I poteri speciali sono stati esercitati in un numero limitato di casi: nell'ultimo quinquennio quello di veto, volto a bloccare un'operazione societaria, è stato applicato 13 volte mentre gli altri poteri speciali (ad es. l'imposizione di condizioni e l'opposizione a delibere societarie) sono stati usati circa 120 volte. Queste decisioni hanno riguardato tutti i settori considerati strategici, tra cui l'energia, la difesa e le telecomunicazioni.

Figura 11.7

Occupazione nelle imprese dei servizi pubblici (1)
(valori percentuali)



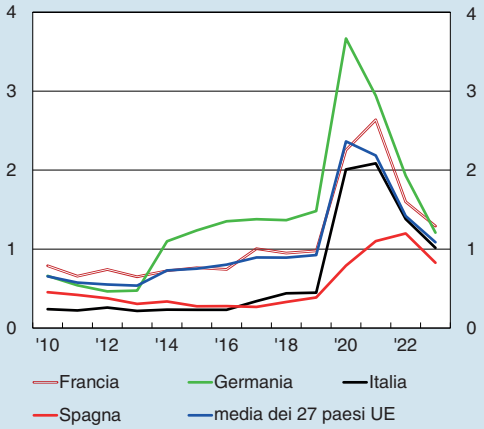
Fonte: elaborazioni su dati Agenzia per la Coesione territoriale, Consob, Infocamere e MEF; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese a partecipazione pubblica*.
(1) Quota degli occupati delle società di capitali a partecipazione pubblica sul totale degli occupati di ciascun settore. Si considerano partecipate (controllate) le imprese con una partecipazione pubblica (diretta o indiretta) superiore al 5 (50) per cento. Le partecipate sono distinte tra locali e altre a seconda che la maggioranza della partecipazione pubblica sia riconducibile a enti locali o ad amministrazioni centrali.

Nel 2024 sono cessate le misure del Quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato, che consentivano aiuti straordinari per fronteggiare la crisi pandemica e quella energetica, mentre quelle per favorire la transizione ecologica e quella digitale rimarranno in vigore fino a dicembre di quest'anno. Nel 2023 gli aiuti autorizzati alle imprese italiane si sono ulteriormente ridotti, all'1,0 per cento del PIL (1,1 nella media europea; fig. 11.8.a). Permangono ampie differenze nella destinazione degli aiuti: in Italia il peso dei sussidi connessi con la crisi pandemica e con quella energetica è rimasto più elevato rispetto agli altri paesi considerati, a discapito delle misure per la protezione ambientale e per la ricerca e l'innovazione (fig. 11.8.b).

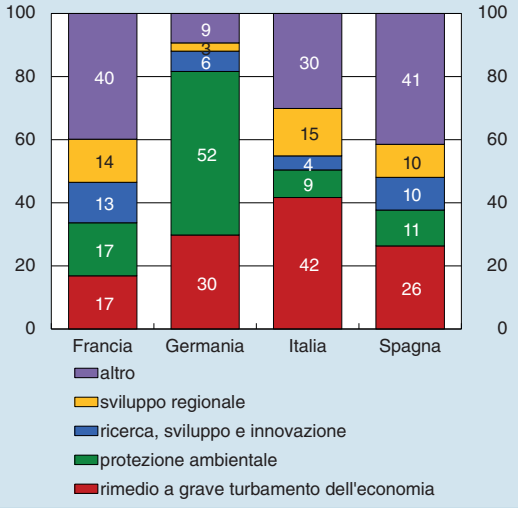
Figura 11.8

Aiuti di Stato alle imprese nei principali paesi europei

(a) in rapporto al PIL
(dati annuali, valori percentuali)



(b) per obiettivo nel 2023 (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Commissione europea, *State aid Scoreboard 2024*.
(1) La voce "rimedio a grave turbamento dell'economia" comprende le misure relative sia alla crisi pandemica sia a quella energetica. La voce "altro" include categorie residuali di aiuto, tra cui i sostegni ai consumatori finali, gli aiuti per le PMI e gli interventi per lo sviluppo settoriale o agricolo.

La regolamentazione dell'attività di impresa

La governance delle società di capitali. – La Commissione europea ha individuato nell'eccesso di regolamentazione dell'attività di impresa uno dei principali ostacoli alla competitività dell'economia della UE e ha indicato la semplificazione normativa come area prioritaria di intervento. A febbraio del 2025 ha presentato un primo pacchetto di proposte volto a rivedere gli obblighi di rendicontazione e di *due diligence* in materia di sostenibilità (Omnibus I)[5].

Le norme interessate sono la direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) e il regolamento sulla tassonomia delle attività sostenibili (UE 2020/852) – che mirano a garantire una maggiore trasparenza sugli impatti ambientali e sociali dell'attività delle imprese – nonché la direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (Corporate Sustainability Due Diligence Directive, CSDDD), che impone alle aziende di individuare e attenuare le esternalità negative in materia di diritti umani e sostenibilità ambientale generate nell'esercizio dell'attività di impresa, anche lungo le rispettive catene del valore.

Con riferimento alla CSRD e alla tassonomia, che a differenza della CSDDD sono attualmente in vigore, le proposte riguardano l'innalzamento delle soglie dimensionali oltre le quali si applicano le norme, la semplificazione degli standard di rendicontazione e la riduzione degli oneri informativi. Secondo nostre analisi, se il pacchetto Omnibus I venisse approvato, il numero delle imprese italiane sottoposte agli obblighi della CSRD e della tassonomia diminuirebbe di più dell'85 per cento rispetto alla normativa vigente, portandosi rispettivamente a 1.200 e 600 unità. Anche in assenza di obblighi normativi, molte grandi imprese hanno volontariamente adottato pratiche per favorire la sostenibilità sociale e ambientale delle proprie attività (cfr. il riquadro: *La remunerazione degli amministratori delegati e i fattori ESG*).

LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI DELEGATI E I FATTORI ESG

I criteri di remunerazione degli amministratori delegati (*chief executive officers,* CEO) delle società quotate possono avere un'influenza importante sulle strategie, gli investimenti e la gestione del personale dell'impresa. Negli ultimi anni si è diffusa la prassi di corrispondere una parte variabile della remunerazione al raggiungimento di obiettivi di natura ambientale, sociale e di governo societario (*environmental, social and governance*, ESG). Per analizzare questa evoluzione, è stato costruito un dataset per le principali società quotate di Francia, Germania, Italia e Spagna con informazioni dettagliate sulla struttura dei compensi dei CEO, inclusi gli obiettivi ESG e le metriche utilizzate[1].

La remunerazione di ciascun CEO che sarebbe corrisposta nel caso di pieno raggiungimento degli obiettivi a breve e a lungo termine varia tra i quattro paesi: tra

[1] Per approfondimenti, cfr. F. Fornasari e N. Galasso, *ESG metrics in CEO compensation: incentives and sustainability in the major EU economies*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 917, 2025.

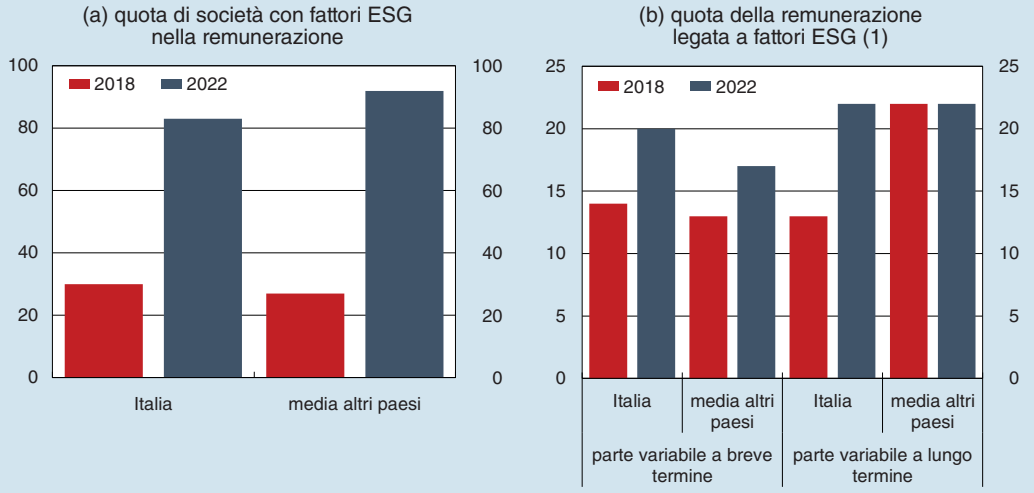
[5] Tra febbraio e maggio del 2025 la Commissione europea ha inoltre proposto ulteriori misure di semplificazione e riduzione degli oneri amministrativi per le imprese.

i 4,0 e i 6,4 milioni di euro in media nel 2022. Le differenze tra paesi e tra imprese all'interno di ogni paese sono in larga parte attribuibili a eterogeneità nella dimensione e nel settore di attività economica.

Tra il 2018 e il 2022 la quota delle società che prevedevano che parte della remunerazione dipendesse dal raggiungimento di obiettivi ESG è salita dal 30 all'83 per cento in Italia e dal 27 al 92 nella media degli altri tre paesi considerati (figura). Per le società che già adottavano obiettivi ESG, è cresciuta la parte della remunerazione variabile connessa: in Italia nel 2022 quest'ultima si è attestata al 20 per cento per la componente a breve termine e al 22 per quella a lungo termine, rispetto al 17 e al 22 per cento negli altri tre paesi.

Figura

Remunerazione dei CEO legata a fattori ESG
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati delle relazioni sulla remunerazione dei CEO delle principali società quotate in Europa.
(1) Per le società che includono almeno un obiettivo ESG nella remunerazione dei CEO, incidenza che tali obiettivi hanno sulla componente variabile a breve e lungo termine. La "media altri paesi" è la media dei valori di Francia, Germania e Spagna.

Analizzando nel dettaglio gli obiettivi assegnati, si osserva che la maggioranza è di natura quantitativa, anche se alcuni sono generici e di difficile valutazione da parte di soggetti esterni alle società. Le metriche più comuni riguardano la riduzione delle emissioni di carbonio; in Italia sono diffusi anche gli obiettivi relativi a diversità e inclusione sociale.

Come già accaduto nel 2018, nel 2022 il 94 per cento delle imprese in Italia e l'88 nella media degli altri tre paesi avevano pienamente raggiunto o superato gli obiettivi ESG assegnati per la remunerazione a breve termine. Questo risultato suggerisce che la selezione strategica dei parametri da considerare e il greenwashing, ossia l'adesione solo apparente a principi di sostenibilità, possano essere pratiche diffuse, sollevando dubbi sull'efficacia dell'introduzione di tali fattori nella remunerazione dei CEO al fine di promuovere le tematiche ambientali. L'ampliamento del peso degli obiettivi ESG nella remunerazione dei CEO non si è associato a un deterioramento della performance economica delle imprese (misurata in termini di fatturato, produttività e redditività) né a una variazione del numero degli occupati.

Le crisi di impresa. – Nel 2024 sono state aperte circa 9.000 liquidazioni giudiziali, in aumento nel confronto con il 2023, ma ancora significativamente al di sotto di quelle del periodo precedente la pandemia (fig. 11.9.a). L'incremento ha riguardato soprattutto le imprese più piccole, quelle localizzate nel Mezzogiorno e i settori a elevato consumo energetico.

Sono emersi alcuni segnali di miglioramento nel funzionamento del sistema di gestione delle crisi di impresa. A fronte del numero contenuto dei procedimenti aperti, la quantità di quelli definiti è rimasta su livelli elevati, determinando un progressivo calo del numero delle cause pendenti nei tribunali. Il *disposition time*, pur rimanendo alto, si è dimezzato negli ultimi dieci anni.

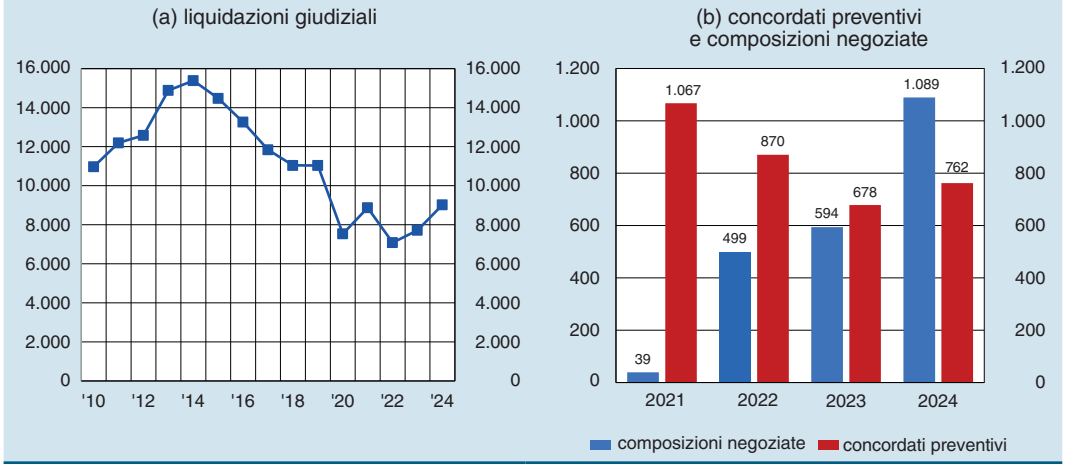
Tra le imprese che hanno avviato la liquidazione giudiziale nel 2024, circa il 40 per cento aveva già interrotto l'attività da almeno due anni; tale quota, ancora considerevole, si è ridotta nei passati due anni, segnalando una più tempestiva emersione dello stato di crisi. Questa dinamica ha fatto seguito all'entrata a regime nel 2022 dei meccanismi di allerta previsti dal nuovo Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza.

Il minore ricorso alle liquidazioni giudiziali nello scorso triennio rispetto al periodo precedente la pandemia riflette sia il miglioramento delle condizioni economiche e finanziarie delle imprese, sia i processi di selezione avvenuti nell'ultimo decennio, che hanno portato all'uscita dal mercato di quelle più vulnerabili. Può avere inoltre contribuito il ricorso più frequente a strumenti di ristrutturazione del debito, favorito da alcune disposizioni del nuovo Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza.

Nel 2024 le istanze per l'utilizzo della composizione negoziata, un nuovo strumento di ristrutturazione extragiudiziale, sono state più di 1.000, quasi il doppio di quelle avviate l'anno precedente (fig. 11.9.b). Sono inoltre aumentate le domande di concordato preventivo; tra quelle ammesse, in tre casi su quattro si prevedeva la continuità dell'attività di impresa.

Figura 11.9

Liquidazioni giudiziali, concordati preventivi e composizioni negoziate (1)
(unità)



Fonte: per il pannello (a), Ministero della Giustizia; per il pannello (b), Unioncamere.
(1) La liquidazione giudiziale, che ha sostituito il fallimento, è una procedura giudiziale finalizzata alla cessione dei beni di un'impresa insolvente. Il concordato preventivo è una procedura giudiziale che prevede il voto dei creditori riguardo a un piano, presentato dal debitore, con finalità di ristrutturazione dei debiti o di liquidazione dei beni. La composizione negoziata è un percorso extragiudiziale volto a favorire una trattativa fra debitore e creditori al fine di mantenere la continuità di impresa; le parti sono assistite da un esperto indipendente.

12. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2024 la dinamica del credito in Italia è rimasta debole, seppure con segnali di ripresa favoriti dal progressivo allentamento della politica monetaria. I prestiti alle imprese hanno continuato a contrarsi, soprattutto per effetto di una domanda fiacca. Le condizioni di offerta si sono mantenute orientate alla prudenza, specialmente verso le imprese di minore dimensione. I prestiti alle famiglie, invece, sono tornati a crescere; la riduzione dei tassi ha in particolare stimolato la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. Nel primo trimestre del 2025 queste tendenze sono state confermate; nei prossimi mesi l'andamento del credito potrebbe risentire dell'accresciuta incertezza del quadro macroeconomico globale.

Il tasso di deterioramento dei prestiti è leggermente aumentato, trainato da quello relativo alle imprese; nel complesso, tuttavia, la qualità degli attivi detenuti dalle banche si è mantenuta in linea con quella media dell'area dell'euro. Il tasso di deterioramento crescerebbe per le imprese in misura contenuta nell'anno in corso e nel 2026, mentre rimarrebbe sostanzialmente stabile per le famiglie.

L'ammontare di titoli pubblici detenuti dalle banche italiane si è ampliato, principalmente per gli acquisti di quelli emessi dagli altri paesi dell'area dell'euro.

La raccolta complessiva ha continuato a diminuire, guidata dalla riduzione delle passività verso l'Eurosistema. Nella componente all'ingrosso è aumentato il ricorso al mercato interbancario estero e all'emissione di obbligazioni; quella al dettaglio è tornata a crescere, per l'incremento dei depositi da residenti. Il costo medio della raccolta in essere è calato di circa mezzo punto percentuale, riflettendo la riduzione dei tassi di interesse.

La redditività è ulteriormente migliorata, grazie all'aumento delle commissioni e, in misura minore, del margine di interesse. Quest'ultimo è cresciuto per effetto della scadenza delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3), che riducendo gli interessi passivi ha più che compensato la flessione del contributo delle operazioni con la clientela. L'aumento della redditività è stato contenuto dalle maggiori spese per il personale dovute al rinnovo del contratto di lavoro. Seppure in diminuzione, essa dovrebbe mantenersi elevata anche nell'anno in corso.

La patrimonializzazione ha beneficiato degli utili non distribuiti, che hanno più che bilanciato l'impatto negativo delle operazioni di riacquisto di azioni proprie (buy back) e il lieve aumento degli attivi ponderati per il rischio.

Ad aprile del 2024 la Banca d'Italia ha attivato una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico, al fine di rafforzare la solidità del sistema bancario e preservarne la resilienza in caso di eventi avversi; la riserva, a regime pari all'1,0 per cento delle

esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso i residenti in Italia, dovrà essere interamente costituita entro giugno del 2025.

Prosegue il processo di trasformazione digitale del settore bancario italiano, la cui efficienza continua a migliorare grazie ai crescenti investimenti in innovazione. Si osserva inoltre il ricorso, seppure da parte di un numero limitato di banche, a nuove tecnologie – inclusa l'intelligenza artificiale – per la valutazione del merito di credito, con potenziali benefici per l'accesso al credito per le imprese più piccole e innovative.

La crescente consapevolezza dei rischi climatici si riflette nella concessione, da parte di circa un terzo delle banche italiane, di prestiti verdi alle imprese e alle famiglie – come ad esempio i mutui destinati all'acquisto di immobili ad alta efficienza energetica – caratterizzati da condizioni di offerta più favorevoli. Al contempo, le banche stanno progressivamente attuando i piani di azione previsti dalla Vigilanza in materia di rischi climatici e ambientali, con risultati soddisfacenti rispetto ai profili di governance e organizzazione; permangono invece ritardi significativi nell'adozione di una base dati completa e affidabile sui profili di rischio climatico e ambientale e nell'aggiornamento dei sistemi informatici.

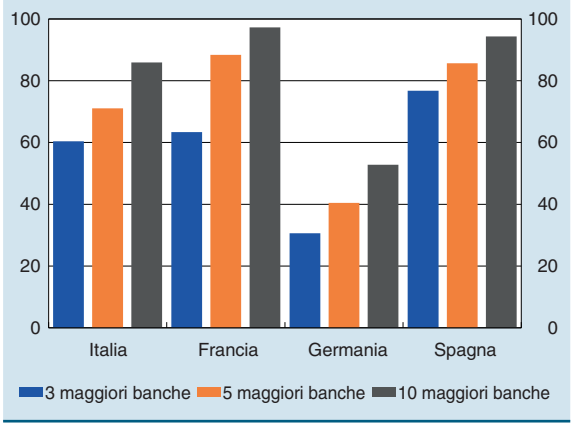
Nel 2024 l'andamento dei mercati finanziari e dei tassi di interesse ha contribuito ad aumentare la raccolta netta e il patrimonio di tutti i principali investitori istituzionali italiani.

La struttura dell'industria bancaria

Alla fine del 2024 il sistema bancario era composto da 134 intermediari (uno in meno del 2023), ripartiti tra 53 gruppi e 81 banche individuali. Queste ultime comprendevano 39 banche di credito cooperativo (BCC)[1], 33 società per azioni e 9 banche popolari. Ai 12 gruppi classificati come significativi (*significant institutions*, SI) nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) era riconducibile oltre l'80 per cento del totale degli attivi del sistema. Quest'ultimo presentava alla fine dello scorso anno un grado di concentrazione più basso rispetto a quello degli altri principali paesi europei (ad eccezione della Germania; fig. 12.1).

Figura 12.1

Quota di mercato delle maggiori banche dei principali paesi europei (1)
(in termini di totale attivo; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni armonizzate di vigilanza; dati al 31 dicembre 2024.
(1) Il totale attivo per ogni paese è dato dalla somma del valore dell'attivo delle banche significative e degli intermediari meno significativi. I dati sono espressi al massimo grado di consolidamento.

[1] Si tratta delle banche Raiffeisen dell'Alto Adige che non fanno parte dei due gruppi cooperativi significativi, ma aderiscono al sistema di tutela istituzionale (*institutional protection scheme*, IPS). Il numero di banche individuali che compongono il sistema bancario italiano si è significativamente ridotto nell'ultimo decennio, passando da 510 alla fine del 2014 agli attuali 134, principalmente per effetto della riforma dei gruppi cooperativi entrata in vigore nel 2019.

Le banche hanno proseguito la riorganizzazione dei canali di distribuzione: nel 2024 il numero degli sportelli è sceso di circa il 4 per cento, portandosi a poco meno di 20.000, mentre quello dei dipendenti è rimasto sostanzialmente stabile, intorno a 269.000 unità; negli ultimi dieci anni il calo del numero degli sportelli e dei dipendenti è stato del 35 e del 12 per cento, rispettivamente.

Le attività delle banche

Il credito. – Nel corso del 2024 i prestiti sono diminuiti dell'1,2 per cento (cfr. fig. 12.2). La riduzione ha riguardato soprattutto le erogazioni alle imprese (-2,6 per cento; cfr. il capitolo 6) ed è riconducibile principalmente a una domanda debole, imputabile alle minori esigenze di finanziamento degli investimenti e agli ancora elevati tassi di interesse (cfr. il riquadro: *La dinamica dei finanziamenti bancari alle grandi e piccole imprese*). Le condizioni di offerta si sono mantenute orientate alla prudenza, in particolare per le aziende di piccole dimensioni. Le nuove erogazioni alle imprese sono state principalmente a tasso variabile (circa il 90 per cento contro l'83 in media nell'area dell'euro). La quota dei prestiti a tasso variabile sul totale delle consistenze delle imprese ha continuato a crescere, attestandosi a circa l'80 per cento.

LA DINAMICA DEI FINANZIAMENTI BANCARI ALLE GRANDI E PICCOLE IMPRESE

Nel 2024 è proseguita la riduzione del credito alle imprese (-2,6 per cento sui dodici mesi a dicembre), sebbene in attenuazione rispetto all'anno precedente. Al calo ha contribuito principalmente la debolezza della domanda, in un contesto di elevata incertezza e di condizioni di offerta rimaste restrittive. Secondo l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)[1], sull'andamento della domanda di finanziamenti in Italia hanno influito le minori esigenze di credito per investimenti e il più ampio ricorso all'autofinanziamento, oltre all'alto livello dei tassi di interesse osservato nella prima parte dell'anno.

La contrazione del credito è stata più intensa per le piccole imprese (-6,8 per cento). Le banche partecipanti alla BLS hanno indicato di aver mantenuto moderatamente restrittive le politiche di offerta per le aziende di minore dimensione, a fronte di un lieve allentamento per le grandi (figura, pannello a). Anche l'indagine condotta dall'Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere ha rilevato che le difficoltà di accesso al credito per le piccole società non si sono attenuate negli ultimi nove mesi del 2024 (figura, pannello b). Le informazioni tratte da entrambi i sondaggi mostrano che la domanda di finanziamento da parte delle imprese minori sarebbe diminuita nel corso dell'anno, mentre per quelle grandi si sarebbe osservata una ripresa nell'ultimo trimestre.

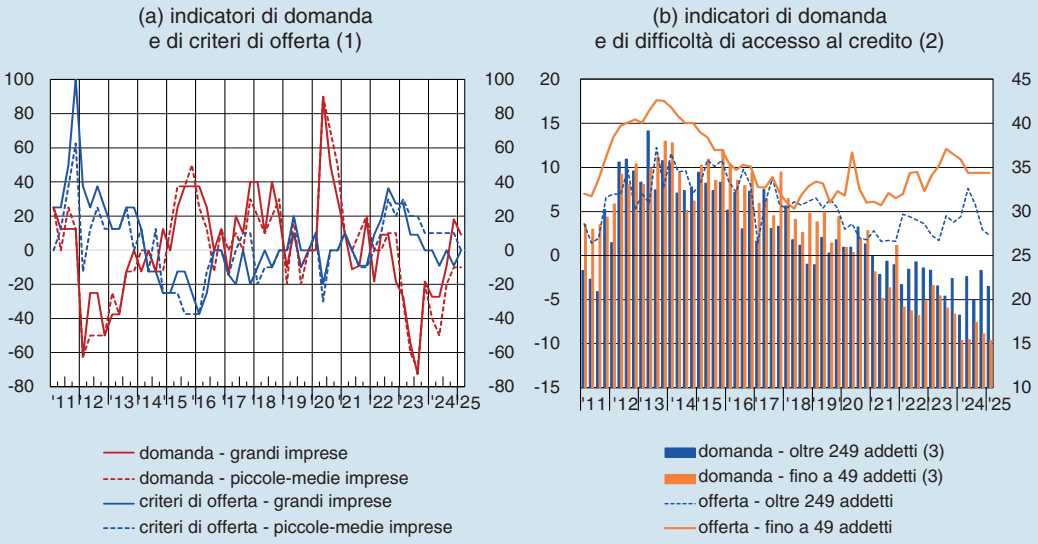
Il calo dei prestiti alle aziende di piccole dimensioni si inserisce in una tendenza iniziata dopo la crisi dei debiti sovrani[2], solo temporaneamente interrotta durante la

[1] Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *April 2025 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 15 aprile 2025.

[2] I dati della Centrale dei rischi relativi alle società di capitale italiane censite negli archivi Cerved indicano che, dopo il 2011, la riduzione del credito in rapporto al valore aggiunto è stata più marcata per le microimprese e, tra queste, per le aziende più rischiose.

Figura

Domanda e offerta di credito per dimensione di impresa
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: per il pannello (a), BLS; per il pannello (b), Istat, indagini sulla fiducia delle imprese manifatturiere.
(1) Domanda: percentuali nette di banche che hanno dichiarato un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Criteri di offerta: percentuali nette di banche che hanno dichiarato un irrigidimento dei propri criteri di offerta rispetto al trimestre precedente. La distinzione fra grandi imprese e piccole e medie imprese si fonda sul fatturato netto annuo: un'impresa è considerata di grandi dimensioni se il fatturato supera i 50 milioni di euro. – (2) Domanda: quota di imprese che hanno richiesto credito sul totale delle imprese. Offerta: quota di imprese che non hanno ottenuto l'importo del finanziamento richiesto sul totale di quelle che hanno avuto contatti con le banche. – (3) Scala di destra.

pandemia per effetto della forte crescita del fabbisogno di finanziamento e delle ampie misure di sostegno finanziario fornite dallo Stato. Questa dinamica riflette in parte un calo della domanda riconducibile sia a un maggior ricorso all'autofinanziamento in un contesto di investimenti deboli, sia a una riduzione del numero di queste società. Tuttavia, uno studio a livello di singola impresa indica che, a parità di domanda di credito, le politiche di offerta sono state più prudenti verso le piccole aziende, tipicamente più rischiose e meno trasparenti e per le quali i costi fissi di finanziamento sono elevati rispetto al volume delle operazioni[3]. Altre analisi mostrano che l'adozione da parte degli intermediari di tecniche di intelligenza artificiale migliora la loro capacità di monitoraggio e amplia l'offerta di credito alle imprese piccole e innovative, contribuendo a mitigare le asimmetrie informative che caratterizzano i rapporti con queste aziende[4].

3 P. Finaldi Russo, V. Nigro e S. Pastorelli, *Bank lending to small firms: metamorphosis of a financing model*, "International Review of Economics & Finance", 90, 2024, pp. 13-31, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 1383, 2022. Il lavoro confronta l'andamento dei prestiti nel periodo 2004-07 con quello degli anni 2014-17 e identifica il contributo dei fattori di offerta assumendo shock alla variazione dei prestiti non omogenei tra debitori di diversa classe dimensionale della stessa banca.

4 S. Del Prete, S. Schiaffi e G. Soggia, *Birds of a feather flock together: the coupling of innovative banks and innovative firms*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione. A parità di caratteristiche aziendali, le banche che hanno investito in progetti FinTech volti a innovare il monitoraggio attraverso tecniche di machine learning applicate ai big data erogano un ammontare maggiore di prestiti alle piccole imprese innovative con cui avevano già un rapporto di finanziamento (margine intensivo), riuscendo anche ad applicare loro tassi di interesse mediamente più bassi, specie sulle linee di credito a revoca meno garantite.

Il processo di digitalizzazione potrebbe inoltre favorire maggiore trasparenza e standardizzazione nella reportistica delle aziende minori, con benefici per la loro capacità di finanziamento.

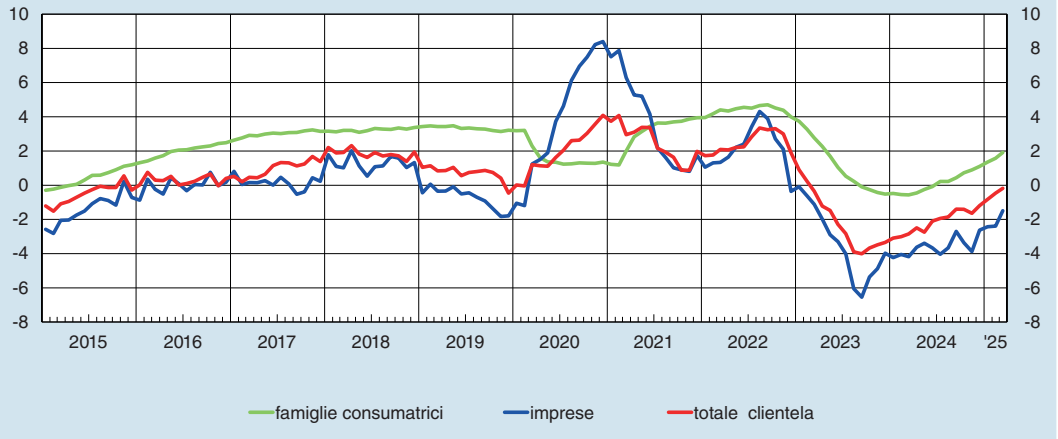
Dalla seconda metà dell'anno si sono osservati alcuni segnali di ripresa del credito. I prestiti bancari alle famiglie sono tornati a crescere (all'1,1 per cento a dicembre rispetto a un anno prima), guidati principalmente dai finanziamenti per l'acquisto di abitazioni (1,3). Secondo gli intermediari italiani che partecipano all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), l'aumento è imputabile alla riduzione del livello generale dei tassi di interesse, che avrebbe stimolato la domanda di mutui, a fronte di criteri di offerta solo lievemente irrigiditi. È significativamente diminuita la quota delle nuove erogazioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile (circa il 10 per cento); l'incidenza dei mutui a tasso variabile sul totale di quelli in essere è al minimo storico (27,7 per cento).

Nel primo trimestre del 2025 si è sostanzialmente confermata la dinamica del credito alle famiglie e alle imprese osservata nel 2024; nei prossimi mesi l'andamento potrebbe risentire dell'elevata incertezza del quadro macroeconomico globale (cfr. il capitolo 1). In particolare, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche e commerciali – che secondo i dati dell'ultima indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*, RBLS) già nel triennio 2022-24 aveva influenzato l'offerta di credito alle imprese per circa un terzo degli intermediari – nonché il conseguente rallentamento dell'attività economica potrebbero pesare sui segnali di ripresa in corso.

La qualità degli attivi e il rischio di credito. – Nell'ultimo trimestre del 2024 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto alla consistenza di quelli *in bonis* è

Figura 12.2

Prestiti bancari alla clientela (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



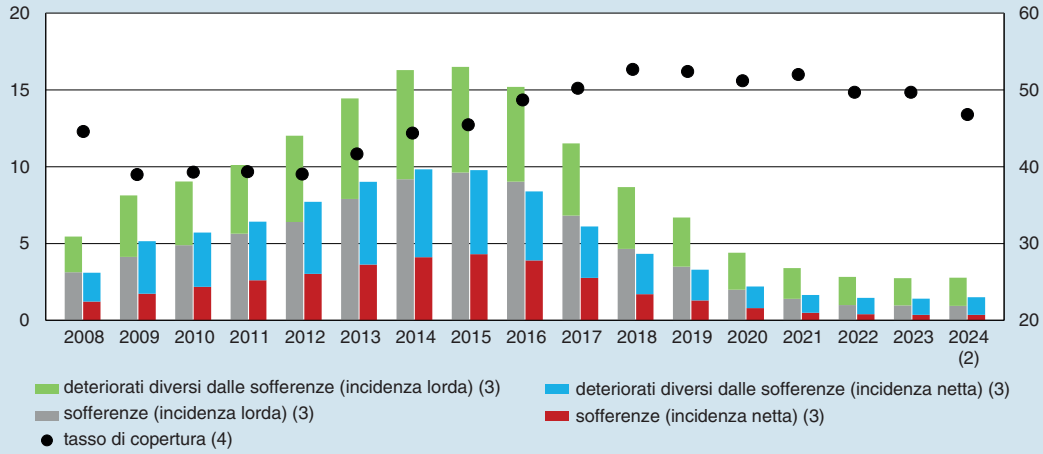
Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati di marzo 2025 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze; sono esclusi i pronti contro termine verso controparti centrali. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, aggiustamenti di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati per le imprese si riferiscono alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche: situazione riassuntiva dei conti*.

aumentato all'1,4 per cento (era l'1,2 alla fine del 2023), trainato dai finanziamenti alle imprese (2,4 contro 1,8); il rapporto è lievemente diminuito per le famiglie. L'indicatore si è tuttavia mantenuto su livelli molto bassi nel confronto con gli ultimi 15 anni.

Nell'anno le consistenze dei crediti deteriorati hanno continuato a ridursi, beneficiando anche del contributo delle operazioni di cessione (per circa 8 miliardi). Ciononostante, la debole dinamica dei finanziamenti ha fatto sì che il rapporto tra l'ammontare dei crediti deteriorati e il totale dei prestiti al netto delle rettifiche aumentasse leggermente, dall'1,4 all'1,5 per cento (al lordo delle rettifiche è salito di 10 punti base, al 2,8 per cento; fig. 12.3). L'incidenza dei crediti deteriorati netti per le SI italiane è in linea con il valore medio delle SI dell'SSM (1,1 per cento). Il tasso di copertura era pari al 52,5 per cento, a fronte del 41,4 per la media dell'area dell'euro.

Figura 12.3

Qualità del credito delle banche e dei gruppi bancari italiani: incidenza e tasso di copertura dei crediti deteriorati (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Sono inclusi i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (2) Dati provvisori. – (3) Le sofferenze rappresentano la sottocategoria dei crediti deteriorati più rischiosa secondo la definizione non armonizzata della Banca d'Italia. – (4) Scala di destra.

Il rapporto tra i finanziamenti in stadio 2[2] e il totale dei prestiti *in bonis* al settore privato non finanziario si è ridotto di 2,1 punti percentuali, al 9,9 per cento. L'indicatore è diminuito maggiormente per le SI, dal 12,6 al 10,3 per cento, valore inferiore alla media dell'SSM (11,7). Per le banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) la flessione è stata pari a 2 punti percentuali, al 9,7 per cento. Secondo nostre stime, il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese dovrebbe aumentare in misura contenuta nell'anno in corso e nel 2026, principalmente a causa del peggioramento del quadro macroeconomico e della diminuzione attesa

[2] Secondo il principio contabile IFRS 9, le banche classificano in stadio 2 i prestiti *in bonis* per i quali si rileva un significativo incremento del rischio di credito rispetto al momento in cui sono stati concessi.

della redditività delle imprese (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025). Per le famiglie l'indicatore rimarrebbe invece sostanzialmente stabile.

I titoli. – Nel 2024 il valore dei titoli in portafoglio diversi da quelli relativi ad attività proprie cartolarizzate e da quelli emessi da banche residenti è cresciuto a 629 miliardi (614 nel 2023). L'incremento è principalmente attribuibile agli acquisti netti di titoli pubblici emessi da altri paesi dell'area dell'euro, per circa 11 miliardi, che ne hanno portato l'ammontare complessivo a 108 miliardi (il 2,8 per cento del totale degli attivi delle banche). Il valore dei titoli pubblici italiani[3] è rimasto sostanzialmente stabile, a 359 miliardi (da 360 nel 2023), per effetto del rialzo delle quotazioni, che ha compensato le cessioni nette da parte degli intermediari; il loro peso sul totale degli attivi è lievemente diminuito al 9,4 per cento (dal 9,7 nel 2023) – un livello comunque superiore alla media dell'area dell'euro per i titoli pubblici dei rispettivi paesi – mentre la durata finanziaria media è aumentata di sette mesi, portandosi a quattro anni e undici mesi. Nel primo trimestre del 2025 le banche italiane hanno realizzato acquisti netti di titoli pubblici italiani per circa 22 miliardi.

La quota dei titoli pubblici italiani inclusi nel portafoglio valutato al costo ammortizzato alla fine del 2024 è aumentata al 78,7 per cento (dal 76,6 nel 2023); l'incremento del loro valore di mercato nel corso dell'anno ha sensibilmente ridotto le perdite latenti, il cui impatto sul rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio (*CET1 ratio*) è stimato in media pari a 54 punti base (91 alla fine del 2023)[4].

La raccolta bancaria

Nel 2024 la raccolta delle banche è scesa del 2,6 per cento (fig. 12.4), soprattutto per effetto del calo delle passività verso l'Eurosistema con la scadenza delle operazioni TLTRO3, il cui rimborso si è concluso nel corso del 2024. L'indebitamento verso l'Eurosistema si è ridotto di 127 miliardi e la sua incidenza sul totale della provvista è diminuita a meno dell'1 per cento (era il 5,6 nel 2023). La contrazione è stata solo in parte compensata, tra le componenti all'ingrosso della provvista, dai maggiori afflussi da non residenti (prevalentemente interbancario estero) e dall'emissione di obbligazioni all'ingrosso.

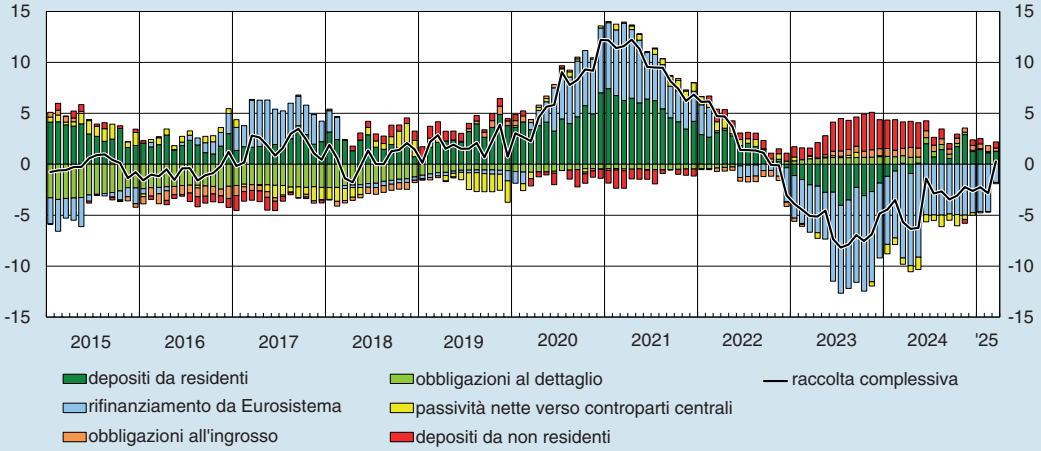
La raccolta al dettaglio è tornata a espandersi. I depositi da residenti sono aumentati dell'1,8 per cento, sospinti dall'incremento di quelli a vista (1,5, da -7,8 del 2023). I depositi a termine – che rappresentano circa il 30 per cento dei depositi da residenti – hanno continuato a crescere, seppure a un ritmo nettamente inferiore rispetto al 2023 (1,7 per cento contro 9). La ricomposizione tra le tipologie di

[3] Include i titoli pubblici emessi dallo Stato e dalle Amministrazioni locali italiane.

[4] Le perdite latenti associate alle attività detenute nel portafoglio contabile valutato al costo ammortizzato non influenzano direttamente i profitti o la patrimonializzazione degli intermediari bancari e si manifestano solo nel caso in cui l'intermediario sia costretto a vendere lo strumento prima della sua naturale scadenza, ad esempio per soddisfare improvvise esigenze di liquidità.

Figura 12.4

Andamento della raccolta: contributi delle diverse componenti (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Il tasso di crescita della raccolta complessiva è pari alla somma dei contributi delle singole componenti. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni di cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le passività nette verso le controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

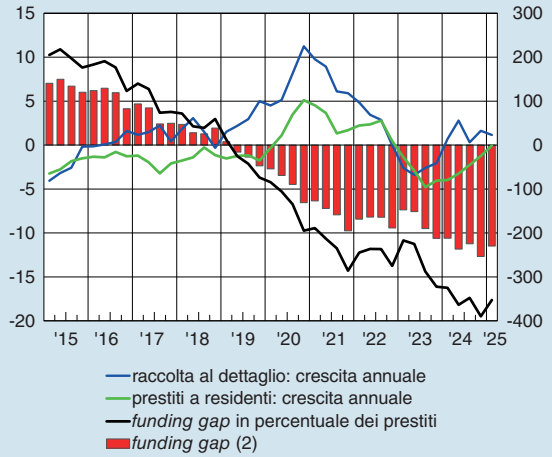
depositi è proseguita anche nel primo trimestre del 2025 ed è connessa con l'attuale fase di allentamento monetario.

Alla fine dello scorso anno i depositi da residenti rappresentavano il 71 per cento del totale della raccolta delle banche italiane, in linea con la media dell'area dell'euro (70 per cento). Il peso delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie è lievemente salito, al 2,7 per cento della raccolta complessiva.

Nel 2024 la differenza tra l'ammontare dei prestiti e la provvista al dettaglio (*funding gap*) misurata in rapporto ai prestiti è rimasta negativa e si è ampliata (da -16,1 a -19,5 per cento; fig. 12.5). Il costo medio della raccolta è calato all'1,4 per cento (dall'1,9 del 2023), riflettendo la trasmissione della riduzione dei tassi ufficiali. Sono leggermente scesi i tassi di interesse sui depositi, allo 0,7 per cento (0,8 nel 2023), mentre sono lievemente aumentati quelli sulle obbligazioni, al 2,8 per cento (dal 2,7). Il costo medio della raccolta è appena diminuito (all'1,3 per cento) nel primo trimestre del 2025.

Figura 12.5

***Funding gap* delle banche italiane** (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali e miliardi di euro)



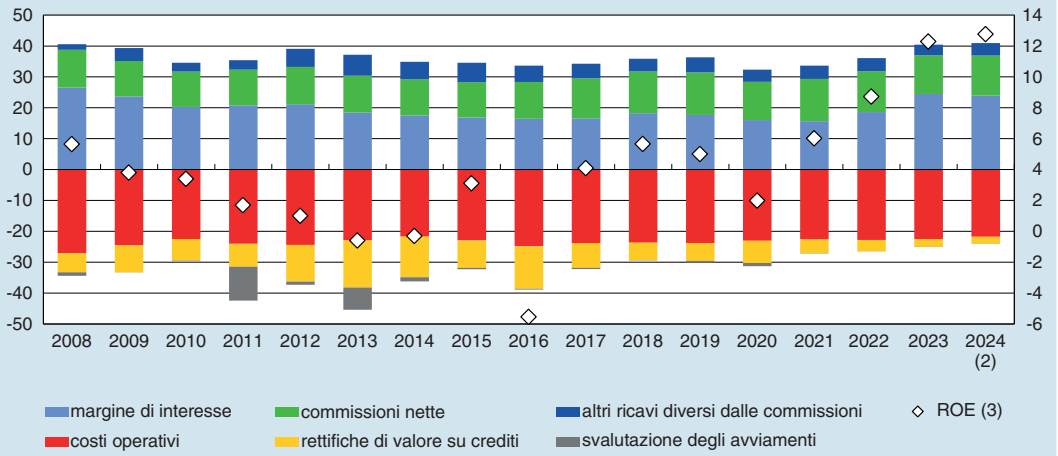
Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse Cassa depositi e prestiti e le filiali di banche estere in Italia.
(1) Differenza tra i prestiti a residenti e la raccolta al dettaglio (depositi da residenti più obbligazioni collocate presso le famiglie). Gli ultimi dati si riferiscono al 1° trimestre del 2025. – (2) Scala di destra.

La redditività e il patrimonio delle banche

La redditività. – Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) delle banche italiane è salito al 12,8 per cento (dal 12,3 nel 2023), il livello più elevato dal 2008[5] (fig. 12.6). Per le SI italiane il ROE ha raggiunto il 13,8 per cento (dal 13,2), un valore superiore di circa 4 punti percentuali a quello medio delle SI dell'SSM[6]; per le LSI è risultato pari al 9,5 per cento (dal 10,0).

Figura 12.6

Principali voci di conto economico delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) I valori sono espressi in rapporto al capitale medio, mostrando il contributo di ciascuna voce al ROE. 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) Al netto delle componenti straordinarie; scala di destra.

Il miglioramento della redditività è ascrivibile principalmente all'incremento delle commissioni (9,5 per cento), in particolare quelle derivanti dal risparmio gestito, e in misura minore all'ulteriore aumento del margine di interesse (3,7 per cento). Il margine di intermediazione si è ampliato del 7,2 per cento.

Il contributo delle operazioni con la clientela alla variazione del margine di interesse è stato negativo; l'aumento degli interessi corrisposti sui depositi ha più che compensato quello degli interessi percepiti sui prestiti. Le banche hanno invece beneficiato del saldo positivo sulle operazioni con l'Eurosistema, il quale per effetto dei minori interessi passivi corrisposti a seguito dei rimborsi delle TLTRO3 è risultato maggiore del saldo negativo delle operazioni con la clientela.

5 I dati sul ROE sono al netto delle componenti straordinarie di reddito, definite come quegli elementi che hanno impatto sul conto economico ma non sui requisiti di capitale, in quanto già esclusi dal patrimonio di vigilanza. Il rendimento degli attivi (*return on assets*, ROA), definito come il rapporto tra l'utile netto e il totale dell'attivo di bilancio, è cresciuto dall'1,02 all'1,14 per cento.

6 La redditività delle SI italiane è aumentata a ritmi più sostenuti dall'inizio della fase di rialzo dei tassi. Queste banche, principalmente con un modello di business di tradizionale intermediazione creditizia, hanno beneficiato in misura maggiore dell'incremento del margine di interesse, la cui incidenza in rapporto al capitale ha raggiunto il 25,4 per cento a dicembre del 2024 (19,9 per la media delle SI dell'SSM).

In prospettiva, l'ulteriore riduzione dei tassi dovrebbe incidere in misura più elevata sulla redditività delle banche che presentano una dipendenza maggiore dal margine di interesse e che hanno registrato profitti più elevati durante la fase restrittiva di politica monetaria.

I costi operativi sono cresciuti del 2,5 per cento; le maggiori spese per il personale (5,1 per cento), connesse con il rinnovo del contratto collettivo nazionale di lavoro per il settore bancario, sono state parzialmente compensate dal venire meno dei versamenti al Fondo di risoluzione unico[7]. Il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione (*cost-income ratio*) è sceso al 53,2 per cento (dal 55,6 nel 2023), e al 51,3 per le sole SI, un valore inferiore a quello della media delle SI dell'SSM (55,0).

Al miglioramento della redditività ha contribuito, seppure in misura marginale, anche la flessione delle rettifiche nette su crediti (-6,4 per cento). Il costo del rischio, misurato dal rapporto tra il flusso annuo di rettifiche e la consistenza media dei prestiti, si è ridotto da 35 a 33 punti base.

Sulla base dei modelli di previsione delle principali variabili del conto economico e del più recente scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2025), la redditività complessiva delle banche italiane si ridurrebbe lievemente nel biennio 2025-26, riflettendo la contrazione del margine di interesse, non interamente compensata dall'incremento delle commissioni. Le rettifiche di valore su crediti crescerebbero moderatamente, guidate da una diminuzione della redditività delle imprese e da un peggioramento del quadro macroeconomico. Nel contesto attuale, tuttavia, l'incertezza intorno a queste proiezioni è elevata (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025).

Il patrimonio. – Alla fine del 2024 il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche italiane è salito ancora su livelli storici elevati, al 15,9 per cento (15,6 alla fine del 2023) degli attivi ponderati per il rischio (*risk weighted assets*, RWA; fig. 12.7). Il *CET1 ratio* medio delle SI italiane era pari al 16,2 per cento, superiore di 30 punti base a quello medio delle SI dell'SSM; era pari al 18,2 per cento per le LSI[8] (in crescita di 80 punti rispetto alla fine del 2023). Tenendo conto delle sovrapposizioni con gli altri requisiti applicabili, il limite alla leva e il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL), l'eccedenza patrimoniale rispetto al

7 L'assenza di versamenti riflette l'avvenuto raggiungimento del livello obiettivo dell'1 per cento dei depositi coperti da garanzia detenuti dalle banche negli Stati membri che partecipano al Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM).

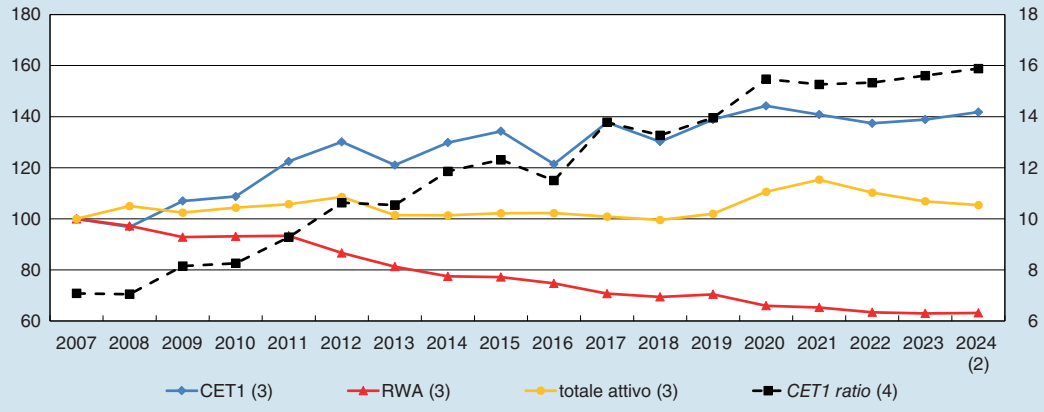
8 Il *CET1 ratio* delle filiazioni in Italia di gruppi significativi esteri era pari al 12,3 per cento alla fine del 2024. Gli RWA dei gruppi significativi erano il 76 per cento di quelli del sistema bancario italiano mentre quelli delle banche meno significative e delle filiazioni di gruppi esteri erano rispettivamente l'11 e il 13 per cento.

livello minimo regolamentare per il totale del sistema era pari al 3,9 per cento degli RWA[9].

Rispetto al 2023 il miglioramento complessivo della patrimonializzazione – pari a 30 punti base – è legato alla crescita del CET1 (2,1 per cento), dovuta soprattutto al contributo positivo degli utili non distribuiti, che ha più che compensato l'impatto negativo delle operazioni di riacquisto di azioni proprie condotte dai due principali gruppi bancari. Nel corso del 2024 l'ammontare complessivo di queste operazioni di buy back è stato di circa 5,8 miliardi, pari allo 0,5 per cento degli RWA del sistema bancario italiano.

Figura 12.7

Capitale di migliore qualità e attività ponderate per il rischio delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(dati annuali; valori percentuali e numeri indice)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Per capitale di migliore qualità si intende il *core tier 1* fino al 2013 e il CET1 dal 2014. 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.

Con riferimento ai requisiti di capitale, nel 2024 è stata costituita la prima parte della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB)[10], al fine di prevenire e attenuare rischi sistemici non altrimenti coperti con altri strumenti macroprudenziali. Alla fine dell'anno il SyRB in vigore per le banche autorizzate in Italia era pari allo 0,5 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso soggetti residenti in Italia; in termini di CET1 la riserva per l'intero sistema bancario ammontava a circa 3,8 miliardi di euro. Secondo lo schema di graduale introduzione della misura, il tasso obiettivo dell'1,0 per cento dovrà essere raggiunto dagli intermediari entro il 30 giugno 2025.

9 Il livello minimo regolamentare cui si fa riferimento è quello espresso dalla somma tra i requisiti di primo e secondo pilastro, la riserva di conservazione del capitale e gli altri buffer macroprudenziali tra cui la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico, entrata nella domanda di capitale a partire dalla segnalazione di dicembre. La presenza contemporanea di diversi requisiti (ponderati, non ponderati, relativi al quadro di risoluzione) può limitare anche significativamente l'effettiva eccedenza di capitale rispetto ai singoli minimi regolamentari (cfr. il riquadro: *L'effettiva utilizzabilità del requisito combinato di riserva di capitale per le banche italiane: un approccio olistico*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). La differenza tra l'eccesso di capitale rispetto al requisito più vincolante e l'eccesso di capitale rispetto al requisito ponderato è aumentata nel 2024 soprattutto per effetto degli obiettivi MREL sulle banche significative, arrivando a 0,8 punti percentuali alla fine del 2024 (0,3 alla fine del 2023).

10 Banca d'Italia, *Attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, comunicato stampa del 26 aprile 2024.

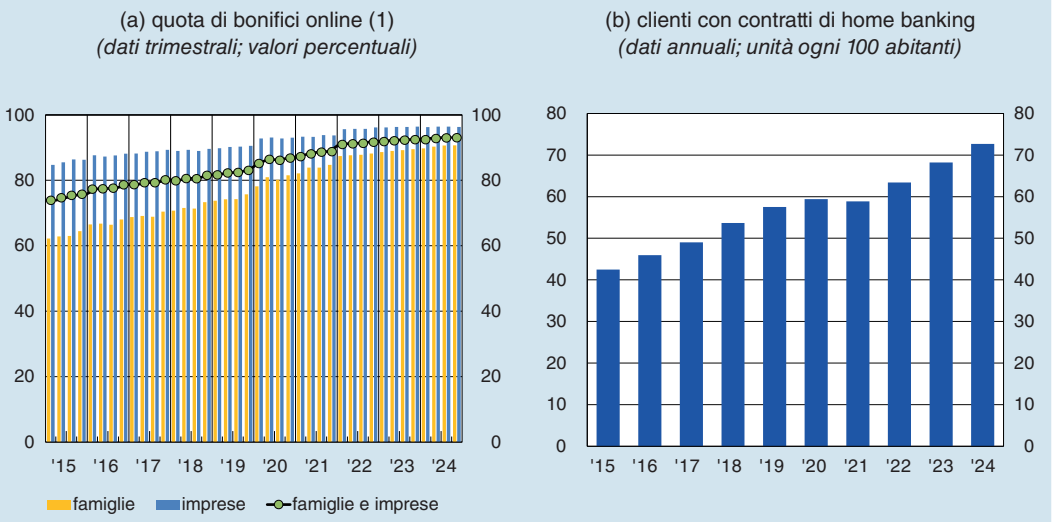
Nel 2024 i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM, BPER Banca, Mediobanca, Banca Nazionale del Lavoro e il gruppo bancario cooperativo ICCREA sono stati confermati istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII). Le prime tre O-SII devono mantenere un buffer pari, rispettivamente, all'1,5, all'1,25 e allo 0,5 per cento delle loro esposizioni complessive ponderate per il rischio; per le restanti quattro la riserva è dello 0,25 per cento. Anche nel 2024 nessun gruppo bancario autorizzato in Italia è stato identificato come istituzione finanziaria a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII).

La digitalizzazione e la transizione climatica dell'industria bancaria

La digitalizzazione. – Prosegue il processo di trasformazione digitale del settore bancario italiano. Negli scorsi anni è cresciuto il ricorso ai bonifici online: l'incidenza sul numero di bonifici totali ha raggiunto il 93 per cento (fig. 12.8), con una quota più alta tra le imprese (96 per cento) rispetto alle famiglie (91). È inoltre progressivamente salita, a 73 unità ogni cento abitanti (68 nel 2023; 43 nel 2015), la quota di clienti con contratti di home banking. Persistono tuttavia significative differenze territoriali e demografiche nell'accesso: l'home banking risulta infatti relativamente meno utilizzato nel Mezzogiorno e tra gli anziani (cfr. *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Banca d'Italia, Economie regionali, 22, 2024).

Figura 12.8

Bonifici online e utilizzo dell'home banking



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Numero di bonifici effettuati online sul numero totale dei bonifici realizzati da famiglie e imprese.

La crescente importanza dei canali digitali nell'interazione con la clientela si riflette in un aumento degli investimenti delle banche in tecnologia dell'informazione (*information technology*, IT). Secondo i gruppi bancari che partecipano alla

Rilevazione sull'IT nel settore bancario italiano - Profili economici e organizzativi[11], gli investimenti in IT sono cresciuti sistematicamente negli anni passati; alla fine del 2023 (il periodo più recente per il quale si dispone di informazioni) erano circa il 7 per cento dei costi operativi totali (contro solo il 2 per cento nel 2011)[12]. In particolare, le banche hanno progressivamente concentrato tali investimenti nell'area delle applicazioni, soprattutto nel loro sviluppo e nella loro evoluzione. Gli investimenti in IT avrebbero reso le banche più efficienti, contribuendo alla riduzione del *cost-income ratio*.

Secondo i dati dell'ultima RBLS, alla fine del 2024 circa la metà delle banche dichiarava di offrire prestiti alle famiglie attraverso canali digitali (preventivi, richieste e/o sottoscrizioni dei contratti), prevalentemente sotto forma di credito al consumo; poco più di un terzo proponeva finanziamenti online anche alle imprese. L'ammontare di credito bancario concesso interamente attraverso i canali digitali rimane modesto, seppure in leggera crescita (circa l'8 per cento dei prestiti erogati alle famiglie e meno dell'1 per cento di quelli alle imprese)[13]. Due terzi degli intermediari offrivano prodotti del risparmio gestito online, analogamente a quanto osservato nel 2023. L'utilizzo della tecnologia in questo settore è prevalentemente orientato al sostegno dell'attività di consulenza e di gestione individuale dei portafogli.

La digitalizzazione del credito in Italia non coinvolge solo i canali di distribuzione. Un numero limitato di banche – principalmente istituti di grandi dimensioni – si avvale anche dell'intelligenza artificiale e dei big data per la valutazione del merito di credito, con benefici significativi in termini di previsione dei futuri crediti deteriorati e di allineamento dei tassi offerti con la rischiosità dei debitori[14].

A fronte di un aumento delle opportunità commerciali e dei benefici della tecnologia, la digitalizzazione dell'industria comporta anche l'insorgere di nuovi rischi per gli intermediari, in particolare quelli connessi con gli attacchi informatici. Le segnalazioni di incidenti gravi che hanno interessato gli intermediari vigilati dalla Banca d'Italia sono salite a 37 nel 2024 (erano 30 e 13 rispettivamente nel 2023 e nel 2022); gli incidenti operativi rimangono quelli più frequenti (79 per cento del totale), mentre sono in aumento (dell'8 per cento) quelli cyber[15], in particolare gli attacchi tramite malware[16].

---

11 Indagine condotta dalla Convenzione interbancaria per l'automazione (CIPA).

12 Gli investimenti in IT sono divisi per il totale dei costi operativi per tenere conto della dimensione degli intermediari.

13 Le informazioni relative alla digitalizzazione dell'offerta di servizi finanziari da parte dell'industria bancaria, estratte dalla RBLS, sono aggregate a livello di gruppo bancario per tutte le banche facenti parte di gruppi, incluse quelle cooperative. Nella scorsa edizione della *Relazione annuale*, per le banche cooperative le informazioni venivano riportate a livello di singolo ente segnalante.

14 N. Branzoli, A. Fuster, E. Rainone e I. Supino, *Bank screening and monitoring with artificial intelligence and big data*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.

15 Gli incidenti cyber sono causati da attività volontaria e malevola e possono riguardare l'accesso, l'uso, la divulgazione, l'interruzione, la modifica o la distruzione non autorizzati delle risorse della banca e comunque producono, anche inavvertitamente, diffusione o alterazione di dati riservati della clientela o dell'intermediario. Gli incidenti operativi possono derivare da processi inadeguati o malfunzionanti, da persone, da sistemi o da eventi di forza maggiore. Tra questi ultimi sono inclusi quelli naturali, errori software e hardware, eventi accidentali, malfunzionamenti di processo, sabotaggio (attacco fisico).

16 Un malware è un software utilizzato per ostacolare le operazioni svolte da un PC o da un dispositivo mobile, per sottrarre informazioni sensibili, per accedere a sistemi informatici privati o per mostrare pubblicità indesiderata.

Gli impatti economici degli incidenti (operativi e di sicurezza) si mantengono limitati. Le interruzioni della disponibilità e della continuità dei servizi, che hanno raggiunto in media una durata di 21 ore dalle 10 del 2023, rappresentano la conseguenza più rilevante di tali eventi (in circa il 70 per cento dei casi). Tale incremento è principalmente dovuto a episodi relativi a fornitori esterni, confermando come – in un contesto caratterizzato da un crescente ricorso all'esternalizzazione dei servizi IT – l'interconnessione tra i vari soggetti nel mercato rappresenti un altro rischio da misurare in modo corretto per gli intermediari.

Nell'ambito delle criptoattività, i progetti delle banche sono limitati e sono principalmente focalizzati sulla prestazione di servizi di compravendita alla propria clientela. Non si registrano casi di emissione di *stablecoins* ai sensi del nuovo regolamento sui mercati delle criptoattività (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCAR).

La transizione climatica. – Secondo i risultati dell'ultima RBLS, una discreta quota delle banche ha dichiarato di aver offerto prestiti verdi alle imprese[17]. In particolare, circa un terzo offriva prestiti finalizzati a incrementare l'efficienza energetica degli immobili delle imprese o a finanziare beni – ad esempio macchinari o autoveicoli – volti a migliorarne il profilo di sostenibilità. Un quinto degli intermediari riportava invece di offrire prestiti verdi non finalizzati a favore di aziende classificate dalle banche stesse come verdi, ad esempio in base al rating di sostenibilità o secondo il settore economico di operatività. I prestiti verdi generalmente beneficiano di migliori condizioni, principalmente nella forma di tassi di interesse più bassi. Inoltre, circa un terzo delle banche affermava di tenere conto del rischio di eventi meteorologici estremi, quali frane, alluvioni ed eventi siccitosi (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle imprese manifatturiere italiane ai rischi idrogeologici* del capitolo 6), nella concessione del credito alle imprese. Le informazioni su tali rischi sarebbero rilevanti soprattutto nella fase di offerta di un prodotto assicurativo connesso con il credito e per determinare le garanzie richieste.

Il 34 per cento degli intermediari che partecipano alla RBLS ha riferito di offrire mutui agevolati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con alte performance energetiche e per migliorare l'efficienza energetica di immobili di proprietà; tali finanziamenti rappresentano in media circa il 15 per cento delle nuove erogazioni. A questi mutui vengono applicate condizioni più favorevoli, soprattutto nella forma di tassi di interesse inferiori.

Nel 2024 la Banca d'Italia ha proseguito il dialogo di supervisione con le LSI e con gli intermediari non bancari (INB) sui rischi climatici e ambientali; l'attività di vigilanza si è focalizzata sul monitoraggio dell'attuazione dei piani di azione 2023-25 per l'allineamento alle aspettative di vigilanza su questa tipologia di rischi[18]. Per le LSI emerge che più di un quarto degli interventi pianificati è stato completato e che più della metà è in corso di attuazione, nel rispetto delle tempistiche previste nei piani. L'analisi condotta sugli INB ha mostrato che oltre la metà di essi sta attuando piani d'azione in linea con quanto programmato, sebbene si registri un'ampia eterogeneità tra

17 Nell'ambito della RBLS, per prestiti verdi si intendono quelli definiti in tal modo dalla banca secondo le proprie metodologie.

18 Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 2022.

comparti. Con specifico riferimento alle diverse aree tematiche previste dalle aspettative di vigilanza, sia per le LSI sia per gli INB, le attività completate riguardano soprattutto i profili di governance e organizzazione, mentre i ritardi più consistenti attengono alle iniziative per l'adozione di una base dati completa e affidabile sui profili di rischio climatico e ambientale e per l'aggiornamento dei sistemi informatici.

Gli altri intermediari creditizi, i confidi e gli istituti di pagamento

Nel 2024 gli impieghi degli intermediari creditizi non bancari[19] hanno rallentato al 2,2 per cento (da 3,7 nel 2023), a causa di un calo del 3,2 per cento nel comparto del leasing, che ha registrato minori erogazioni di finanziamenti per beni strumentali e immobiliari. Nei settori della cessione del quinto dello stipendio o della pensione e del credito al consumo gli impieghi sono cresciuti rispettivamente del 9,8 e dell'8,1 per cento, mentre è risultato pressoché stabile il mercato del factoring[20]. La qualità del credito è rimasta sostanzialmente invariata: al lordo delle rettifiche di valore, l'incidenza dei finanziamenti deteriorati sul totale si è ridotta di 0,1 punti percentuali, al 3,5 per cento.

La redditività degli intermediari creditizi non bancari si è mantenuta stabile; il rapporto tra il risultato di esercizio e il totale degli attivi è stato di circa l'1 per cento, in linea con il 2023. Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio (*total capital ratio*) è cresciuto al 14 per cento (13,3 nel 2023).

L'ammontare delle garanzie rilasciate dai confidi iscritti nell'albo ex art. 106 del Testo unico bancario (TUB) è diminuito del 2,7 per cento, a 6,3 miliardi. È in leggero aumento, del 2,8 per cento, l'erogazione diretta di finanziamenti per cassa, che restano tuttavia di ammontare contenuto (547 milioni). L'incidenza delle garanzie relative a esposizioni deteriorate sul totale di quelle rilasciate è scesa al 18,5 per cento (19,5 nel 2023). La redditività del settore, nonostante l'incremento di oltre il 10 per cento del margine di intermediazione, si conferma modesta per l'alta incidenza dei costi fissi, dato l'aumento del 6 per cento dei costi operativi rispetto al 2023. Il rapporto tra i fondi propri e le attività ponderate per il rischio si è mantenuto elevato, al 39,7 per cento.

La consistenza delle cartolarizzazioni di finanziamenti bancari gestite dagli intermediari finanziari iscritti nell'albo ex art. 106 TUB e operanti nel comparto delle attività di riscossione dei prestiti ceduti e di svolgimento dei servizi di cassa e di pagamento (*servicing*) si è ridotta del 5,1 per cento; il 55,7 per cento di tale ammontare riguarda sofferenze. La quota di mercato dell'ammontare complessivo dei crediti oggetto delle operazioni di cartolarizzazione gestita da questi intermediari è pressoché stabile nel confronto con quella gestita dalle banche, al 44,8 per cento (al 69,7 se si escludono le operazioni di autocartolarizzazione).

Gli istituti di pagamento (IP) e quelli di moneta elettronica (IMEL) attivi in Italia detengono quote rilevanti nel mercato del convenzionamento degli esercenti per

19 Si tratta degli intermediari iscritti nell'albo ex art. 106 del Testo unico bancario (TUB) operanti prevalentemente nei segmenti del leasing, del factoring e del credito al consumo; sono esclusi i confidi, trattati separatamente.

20 Gli intermediari creditizi non bancari detengono quote di mercato significative in ciascuno di questi comparti: 59,2 per cento nel leasing; 40,6 nella cessione del quinto dello stipendio o della pensione; 28,7 nel credito al consumo; 54 nel factoring.

l'accettazione delle carte (*acquiring*; 62,9 per cento)[21], delle rimesse di denaro (97,2 per cento)[22] e dell'incasso di bollettini mediante reti di prossimità (18,7 per cento)[23]. L'emissione delle carte di credito o di debito (*issuing*), i bonifici e gli addebiti diretti sono invece riconducibili prevalentemente alle banche (rispettivamente 72, 94,9 e 96,7 per cento)[24].

Gli investitori istituzionali

Nel 2024 l'andamento dei mercati finanziari e dei tassi di interesse ha contribuito ad aumentare la raccolta e il patrimonio di tutti i principali investitori istituzionali italiani (tav. 12.1 e fig. 12.9). A differenza dei fondi comuni di diritto italiano, la raccolta netta di quelli di diritto estero gestiti da intermediari italiani è stata negativa. Alla fine del 2024 il patrimonio netto dei fondi comuni riconducibili a intermediari italiani ammontava a 675 miliardi (606 nel 2023).

Nell'anno il rapporto tra le risorse amministrate dagli intermediari non bancari e il PIL – dopo la significativa flessione associata alla fase restrittiva della politica monetaria – è cresciuto all'84 per cento, un valore decisamente inferiore rispetto a Francia e

Tavola 12.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2023	2024 (1)	2023	2024 (1)	quote percentuali	
					2023	2024 (1)
Fondi comuni (2)	12.353	24.676	392.452	463.405	25,9	28,4
Assicurazioni (3)	-12.067	12.311	896.398	924.725	59,3	56,7
Fondi pensione (4)	4.670	4.326	224.419	243.411	14,8	14,9
per memoria:						
fondi comuni esteri (5)	-22.803	7.004	936.204	1.041.179	–	–
di cui:						
di intermediari italiani	-7.490	-8.175	213.275	212.002	–	–
Gestioni patrimoniali	-33.731	-8.927	972.417	1.018.352	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni. La variazione delle consistenze di fine periodo delle attività gestite e delle riserve tecniche assicurative è dovuta a valutazioni di bilancio e a flussi netti.
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. La raccolta non include operazioni di natura straordinaria avvenute a settembre del 2024. Quando si includono queste operazioni, la raccolta netta è pari a 50 miliardi. – (3) Per le consistenze di fine periodo si considerano le riserve tecniche al netto di quelle 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) Fondi aperti di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani.

21 Le somme transate nel 2024 ammontano a 240 miliardi (235 nel 2023); i primi tre attori di mercato rappresentano complessivamente il 90,9 per cento. Il dato include solo IP e IMEL, escludendo gli intermediari del Gruppo Poste.

22 Le rimesse inviate nel 2024 ammontavano a 8,7 miliardi, in aumento di circa 100 milioni rispetto al 2023; i tre principali attori di mercato rappresentavano complessivamente il 73,4 per cento. Il dato include IP e IMEL italiani ed esteri, escludendo gli intermediari del Gruppo Poste.

23 Il dato include IP e IMEL, esclusi gli intermediari del Gruppo Poste.

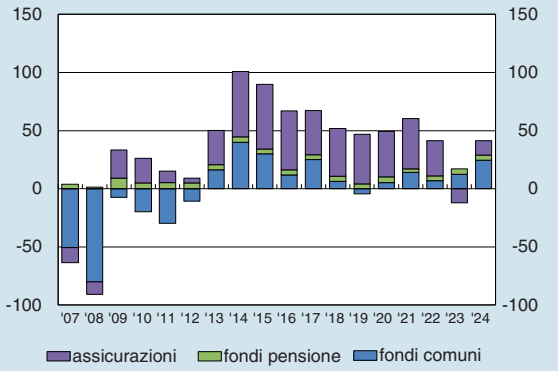
24 Il dato include solo banche e gruppi bancari residenti in Italia.

Germania (fig. 12.10.a)[25]. Il divario è riconducibile al minore patrimonio gestito dai fondi comuni e dai fondi pensione.

L'allocazione di portafoglio degli intermediari ha subito variazioni contenute nel 2024. È aumentata la quota di titoli emessi dalle imprese non residenti (dal 24 al 26 per cento). Sono diminuite le quote di titoli di Stato nazionali e di altri fondi di investimento, al 24 e 29 per cento, rispettivamente. La quota di titoli di Stato nazionali rimane nettamente più alta di quella degli altri paesi dell'area (fig. 12.10.b).

Figura 12.9

Raccolta netta degli investitori istituzionali (1)
(dati annuali; miliardi di euro)

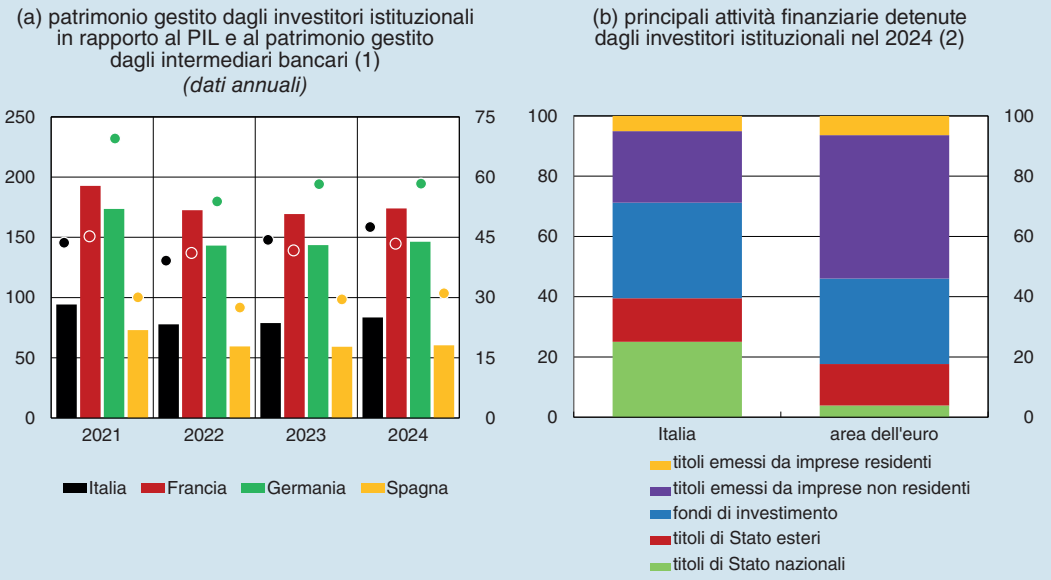


Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip.
(1) I flussi sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali. Per i fondi comuni sono inclusi solo quelli italiani. Per il 2024, dati provvisori.

I fondi comuni. – Nel 2024 la raccolta netta dei fondi comuni aperti di diritto italiano è aumentata a 16 miliardi, per il contributo sia dei fondi obbligazionari

Figura 12.10

Risparmio gestito: confronto internazionale
(valori percentuali)



Fonte: BCE.
(1) Totale delle attività delle assicurazioni, dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione in rapporto al PIL (barre) e al patrimonio gestito dagli intermediari bancari (pallini, scala di destra). – (2) Sono escluse le gestioni patrimoniali; i dati sull'area dell'euro non includono l'Italia.

25 Il rapporto tra le risorse amministrate dagli intermediari non bancari e da quelli bancari è stato quasi del 47 per cento nel 2024 (dal 44 nel 2023), un valore di poco superiore a quello della Francia (43 per cento) e inferiore a quello della Germania (58 per cento).

sia di quelli monetari, che hanno beneficiato di afflussi netti (per 20 e 3 miliardi rispettivamente, pari al 17,8 e al 85,9 per cento del patrimonio netto del dicembre 2023). Al contrario, si sono osservati deflussi netti per 1 e 6 miliardi rispettivamente per i fondi azionari e per quelli misti[26]. L'andamento riflette da un lato la convenienza dell'investimento in obbligazioni emesse durante il periodo di tassi di interesse elevati, dall'altro la preferenza degli investitori per detenere quote di fondi liquidi in un contesto di elevata incertezza. Alla fine dell'anno il patrimonio complessivo del settore era salito a 318 miliardi, circa il 47 per cento di quello totale delle gestioni collettive, sia di diritto italiano sia di diritto estero, facenti capo a gruppi italiani.

Nel primo trimestre del 2025 la raccolta netta dei fondi comuni aperti di diritto italiano è stata positiva per circa 5 miliardi.

Anche nel 2024 è cresciuto il numero di fondi aperti di diritto italiano che promuovono investimenti con caratteristiche *environmental, social and governance* (ESG), nel rispetto del regolamento europeo per la trasparenza degli investimenti sostenibili (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR); il loro patrimonio alla fine dell'anno ammontava a circa 140 miliardi (121 nel 2023), grazie anche al positivo effetto del mercato azionario, la cui quota è più elevata nei fondi SFDR rispetto ai fondi *brown*[27]. Sul fronte dei gestori, l'attività di monitoraggio svolta dalla Banca d'Italia sull'esecuzione dei piani di azione predisposti dagli intermediari per l'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi aziendali conferma un quadro complessivamente positivo.

È proseguita l'espansione del settore dei fondi di investimento alternativi (FIA)[28] chiusi italiani, con un ampliamento del patrimonio a 184 miliardi (da 171 del 2023) e una raccolta netta di 8,7 miliardi. Circa il 70 per cento del patrimonio del comparto è riconducibile ai FIA immobiliari, i cui attivi sono cresciuti da 121 a 128 miliardi, beneficiando di una raccolta netta positiva (circa 4 miliardi), in linea con quella dell'anno precedente.

Alla fine dell'anno il patrimonio dei FIA mobiliari italiani aveva raggiunto circa 57 miliardi, anche grazie a una raccolta netta di 4,4 miliardi. La crescita del settore è imputabile in maggior misura ai fondi che investono nel capitale di rischio delle aziende (private equity e venture capital) nonché a quelli specializzati nel debito (private debt). Il patrimonio dei fondi chiusi mobiliari italiani rimane contenuto rispetto a quello dell'area dell'euro (2,6 per cento del PIL rispetto a 12,9). In particolare, per quelli di venture capital, il numero dei fondi nazionali che investono in Italia, la dimensione

---

26 La raccolta dei fondi misti non include operazioni di natura straordinaria avvenute a settembre del 2024. Quando si includono queste operazioni, la raccolta netta è pari a 19,3 miliardi.

27 Preponderante è il ruolo dei fondi *light green*, il cui patrimonio alla fine del 2024 era di 131 miliardi (in aumento del 17 per cento). Minore il contributo dei fondi *dark green*, che hanno comunque sperimentato una crescita sensibile (11 per cento, con un patrimonio di quasi 9 miliardi). I fondi *dark green* hanno come obiettivo principale la sostenibilità ambientale e sociale. I fondi *light green* tengono conto della sostenibilità ambientale e sociale nelle proprie strategie di investimento, pur non perseguendola come obiettivo principale. I fondi *brown* investono non tenendo conto dei criteri ESG.

28 I FIA sono organismi di investimento collettivo che non rientrano nella definizione dei fondi di investimento tradizionali (come i fondi comuni di investimento mobiliare); hanno una maggiore libertà di investimento e vincoli concentrati sulla governance delle proprie società di gestione.

media degli investimenti e la raccolta risultano inferiori a quelli dei maggiori paesi europei[29].

Nel 2024 gli utili netti delle società di gestione del risparmio (SGR) italiane sono cresciuti del 26 per cento (da -7,6 nel 2023), per effetto di un incremento delle commissioni nette più che proporzionale rispetto all'aumento dei costi operativi, grazie soprattutto all'aumento delle masse gestite (di circa il 17 per cento). Il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e il requisito patrimoniale di questi intermediari è rimasto stabile rispetto all'anno precedente (6 da 5,9), su livelli complessivamente adeguati.

Considerando il complesso dei fondi italiani, i legami partecipativi con gli altri intermediari finanziari sono significativi, in linea con il resto dell'area. A dicembre circa il 60 per cento del patrimonio era riconducibile a società di gestione controllate da banche o assicurazioni.

Le assicurazioni. – Nel 2024 la raccolta netta del comparto danni del settore assicurativo è stata positiva (16 miliardi); il ROE è aumentato all'11 per cento anche grazie alla diminuzione del rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza.

La raccolta netta[30] del comparto vita è stata negativa (-3 miliardi) per via dell'andamento nel ramo III (polizze unit linked e index linked; -5 miliardi); ha tuttavia beneficiato della maggiore domanda per i prodotti assicurativi nel ramo I (polizze tradizionali), che si è riflessa nell'incremento dei premi lordi (11 per cento) e nella diminuzione dei riscatti (-10 per cento). La redditività delle compagnie vita è diminuita: il ROE è passato dal 14 all'11 per cento, a causa delle minusvalenze sugli investimenti e del limitato utilizzo della facoltà di sospenderne temporaneamente gli effetti[31]. L'indice di solvibilità si conferma su livelli elevati, prossimi alla media europea.

29 R. Gallo, F.M. Signoretti, I. Supino, E. Sette, P. Cantatore e M.L. Fabbri, *The Italian venture capital market*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 919, 2025.

30 La raccolta netta delle assicurazioni è calcolata come differenza tra i premi incassati e gli oneri relativi ai sinistri corrisposti nell'anno di riferimento.

31 La facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti sulla redditività di esercizio delle minusvalenze sugli investimenti, riconosciuta dal legislatore in situazioni di turbolenza dei mercati, è stata adottata nel bilancio dell'anno 2024 da 12 compagnie, che rappresentano il 38 per cento degli attivi del settore, mentre nel 2023 tale quota superava il 60 per cento.

13. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2024 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono state influenzate principalmente dal progressivo allentamento del livello di restrizione della politica monetaria. Dall'autunno hanno risentito inoltre delle tensioni geopolitiche e commerciali, che hanno generato crescente incertezza sulle prospettive macroeconomiche.

Nell'anno i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e il loro differenziale rispetto a quelli tedeschi sono diminuiti e le condizioni di liquidità sono migliorate. Le considerevoli emissioni nette sono state assorbite in modo ordinato grazie all'elevata domanda degli investitori privati a fronte della progressiva riduzione degli acquisti da parte dell'Eurosistema.

I corsi azionari sono cresciuti, sebbene in misura diversa tra comparti. Hanno beneficiato della diminuzione dei tassi di interesse e, in particolare all'inizio del 2024, del forte ottimismo a livello globale sugli effetti dell'intelligenza artificiale sulle prospettive di redditività delle imprese. Nella seconda metà dell'anno le quotazioni hanno risentito delle tensioni sui mercati finanziari internazionali di inizio agosto scatenatesi in seguito all'uscita di dati macroeconomici statunitensi inferiori alle attese, nonché dell'incertezza sulla situazione politica in alcuni paesi dell'area dell'euro e sulle politiche commerciali degli Stati Uniti.

Nel 2024 Euronext ha completato il progetto di *clearing internalization*, che prevede l'utilizzo di Euronext Clearing come controparte centrale di riferimento del gruppo per i mercati azionari e dei derivati. Il consolidamento dei servizi di compensazione in euro è volto a migliorare la competitività del sistema finanziario europeo a livello internazionale, favorendo i progressi verso un unico mercato dei capitali.

Nei primi mesi del 2025 il rendimento dei titoli di Stato italiani è aumentato, come accaduto per gli altri principali paesi dell'area dell'euro, sospinto dalle prospettive di un'espansione della spesa pubblica per la difesa europea, in un quadro di sostenuta volatilità; ha poi beneficiato del miglioramento della valutazione attribuita dall'agenzia di rating Standard & Poor's. Ai primi di aprile l'indice azionario italiano ha risentito in modo marcato dei timori di recessione globale generati dall'annuncio di nuovi dazi superiori alle attese da parte degli Stati Uniti e dell'elevata incertezza sull'evoluzione della politica commerciale di questo paese. Ha poi pienamente recuperato dopo l'annuncio della sospensione per 90 giorni delle misure e l'avvio delle negoziazioni tra Stati Uniti e Cina.

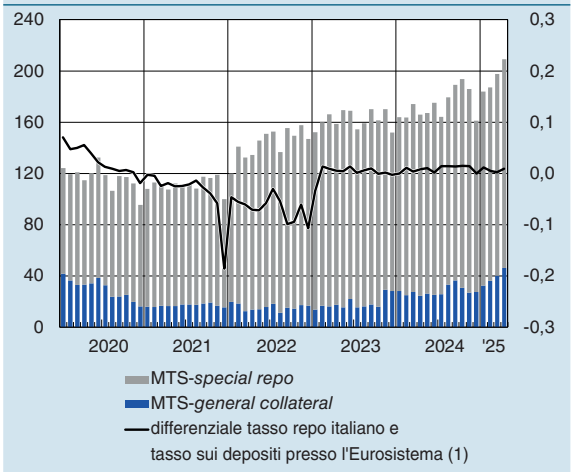
I mercati monetari e dei titoli pubblici

Il mercato monetario. – Nel 2024 gli scambi di contratti pronti contro termine in titoli di Stato italiani nel mercato MTS repo sono ulteriormente saliti (a una

media giornaliera di 174 miliardi di euro da 162 nel 2023; fig. 13.1), toccando nuovi massimi storici sia nel comparto *general collateral* sia in quello *special repo*.

Figura 13.1

Scambi e tassi sul mercato monetario
(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro e punti base)



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

La crescita delle negoziazioni è avvenuta in un contesto di graduale riduzione della liquidità in eccesso e di maggiore disponibilità di titoli sul mercato. Inoltre, l'attività di impiego delle disponibilità di cassa da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze ha sostenuto gli scambi.

L'incremento della quantità di titoli in circolazione, soprattutto per effetto dei minori reinvestimenti dell'Eurosistema, ha determinato la diminuzione del costo per prendere a prestito uno specifico titolo; tale costo ha toccato i minimi dal 2021.

L'offerta e la domanda di titoli pubblici. – Nel 2024 le emissioni nette di titoli di Stato italiani, che rappresentano la principale componente dei titoli pubblici, sono state pari a 112 miliardi di euro, in linea con il 2023. Nel corso dell'anno ci sono stati collocamenti per 563 miliardi: i BTP, con 338 miliardi di emissioni lorde, rappresentano lo strumento più utilizzato, seguiti dai BOT con 171 miliardi. La vita media residua dei titoli in circolazione alla fine del 2024 è stata pari a 7 anni, in linea con il 2023.

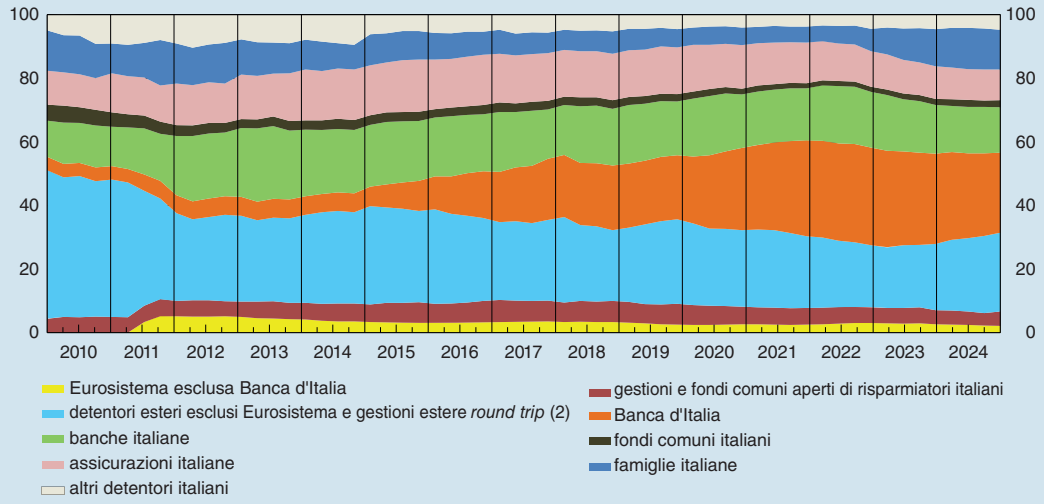
Nel 2024 sono stati emessi un nuovo BTP Green per 9 miliardi (con durata di 13 anni) e due BTP Valore (entrambi con durata di 6 anni) per un valore di 30 miliardi. Questi ultimi sono rivolti alla sola clientela al dettaglio, con cedole crescenti nell'arco della vita del titolo e un premio per chi lo detiene fino alla scadenza. Nei primi mesi del 2025 sono stati emessi un nuovo BTP Green ventennale per 5 miliardi e il primo BTP Più per circa 15 miliardi; quest'ultimo titolo appartiene alla famiglia dei BTP Valore ed è caratterizzato da una durata di 8 anni con opzione di rimborso anticipato alla pari al termine del quarto anno.

Nel 2024 la partecipazione degli investitori privati al mercato dei titoli pubblici italiani è cresciuta, in un quadro di progressiva riduzione delle consistenze di titoli detenuti dall'Eurosistema per finalità di politica monetaria (cfr. il capitolo 3 e il riquadro: *La domanda e l'offerta di titoli di Stato italiani nella fase di riduzione del bilancio dell'Eurosistema*).

Sono diminuite le quote di titoli pubblici italiani possedute dalla Banca d'Italia (al 25,1 per cento dal 28,4 nel 2023; fig. 13.2), dalle banche e dalle assicurazioni (in entrambi i casi di quasi un punto percentuale, al 14,3 e al 9,8, rispettivamente). Sono invece aumentate quelle detenute direttamente dalle famiglie (di un punto percentuale, al 12,5) e dagli investitori esteri. Secondo nostre stime, la quota

Figura 13.2

Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e stime basate su dati Assogestioni e Banca centrale europea. I dati si riferiscono al totale dei titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche italiane.
(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli posseduti dall'Eurosistema e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani.

attribuibile a questi ultimi sarebbe salita dal 20,8 al 24,8 per cento al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema e di quelli presenti nel portafoglio delle gestioni patrimoniali e dei fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani.

LA DOMANDA E L'OFFERTA DI TITOLI DI STATO ITALIANI NELLA FASE DI RIDUZIONE DEL BILANCIO DELL'EUROSISTEMA

Dopo anni di forte espansione del bilancio dell'Eurosistema, dalla primavera del 2023 il portafoglio di attività detenute delle banche centrali dell'area per finalità di politica monetaria è stato gradualmente ridotto (*quantitative tightening*)[1]. In tali circostanze, assume rilevanza la capacità dei mercati finanziari di continuare ad assorbire in maniera ordinata ed efficiente l'offerta di titoli pubblici senza che si verifichino impatti significativi sulle quotazioni.

Una recente analisi econometrica basata su dati granulari del mercato primario e di quello secondario dei titoli di Stato italiani ha investigato, per il periodo 2014-24, la capacità del mercato stesso di assorbire l'offerta di questi strumenti[2]. I risultati mostrano che nelle fasi in cui gli acquisti dell'Eurosistema sono stati ridotti o interrotti, gli investimenti in titoli di Stato italiani riconducibili agli investitori privati sono

1 Da marzo del 2023 i titoli pubblici detenuti nei portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP; *Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) si sono ridotti di circa 690 miliardi; i titoli di Stato italiani presenti nel bilancio della Banca d'Italia sono diminuiti di circa 115 miliardi.

2 Per approfondimenti, cfr. F. Capasso, F. Musto, M. Pagano, O. Panzarino, A. Puorro e V. Siracusa, *Demand and supply of Italian government bonds during the exit from expansionary monetary policy*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, di prossima pubblicazione.

rimasti stabili o sono aumentati. La domanda da parte di alcuni intermediari non bancari, come fondi di investimento e fondi speculativi, si è invece indebolita nei periodi di alta volatilità dei rendimenti[3], quando la domanda delle banche è rimasta invece sostenuta[4].

Lo studio mostra inoltre che l'interruzione dei programmi di acquisto e il passaggio a una politica di rimborsi netti da parte dell'Eurosistema non hanno avuto finora effetti significativi sui costi all'emissione dei titoli di Stato italiani. Infatti, nel periodo in cui la presenza dell'Eurosistema nel mercato è diminuita o è venuta meno, l'elasticità della domanda nelle aste di collocamento[5] e i rendimenti sul mercato secondario in concomitanza con le emissioni non hanno subito modifiche di rilievo, anche nel caso di collocamenti consistenti sul mercato primario. Un incremento dei costi di collocamento è stato osservato solo nei periodi di elevata volatilità, quando si sono verificate anche variazioni dei prezzi non giustificate dai fondamentali economici.

La gradualità e la prevedibilità con cui l'Eurosistema ha ridotto il portafoglio di politica monetaria hanno svolto un ruolo importante, contribuendo da un lato a evitare ripercussioni negative sul regolare assorbimento dell'offerta sul mercato primario e dall'altro a mantenere adeguate condizioni di liquidità su quello secondario.

3 Sulla base di un indicatore di volatilità realizzata, sono definiti come i periodi nei quali tale indicatore si è collocato su livelli particolarmente elevati (90° percentile) rispetto alla sua distribuzione storica.

4 Per una rassegna della letteratura e una recente analisi econometrica della sensibilità ai tassi di interesse delle scelte di portafoglio di diverse tipologie di investitori privati, cfr. O. Panzarino, *Investor behavior under market stress: evidence from the Italian sovereign bond market*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 33, 2023.

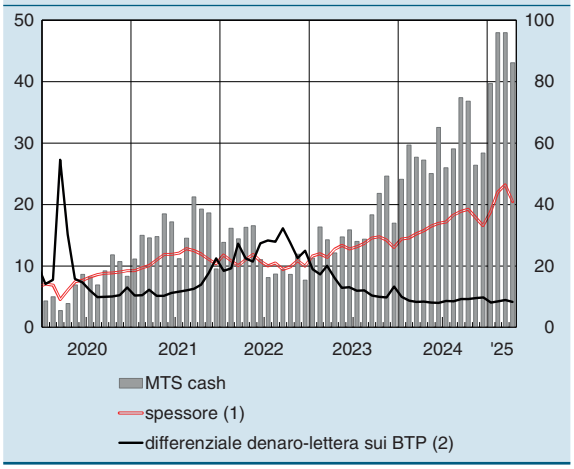
5 Intesa come la riduzione marginale del prezzo di collocamento richiesta dagli investitori a fronte di un incremento marginale della quantità collocata sul mercato primario.

Gli scambi dei titoli pubblici sul mercato secondario. – Nel 2024 gli scambi di titoli di Stato italiani sul mercato a pronti MTS cash hanno raggiunto nuovi massimi storici, con un valore medio giornaliero di 29 miliardi di euro (16 nel 2023; fig. 13.3). In presenza di un'ampia offerta di titoli, l'incremento delle negoziazioni ha beneficiato anche della riduzione dei premi per il rischio sovrano. Nei primi mesi del 2025 gli scambi e le quantità quotate su MTS cash sono nuovamente aumentati.

Le condizioni di liquidità sono ulteriormente migliorate. Le quantità di BTP proposte in acquisto o in vendita dai *market makers*

Figura 13.3

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.

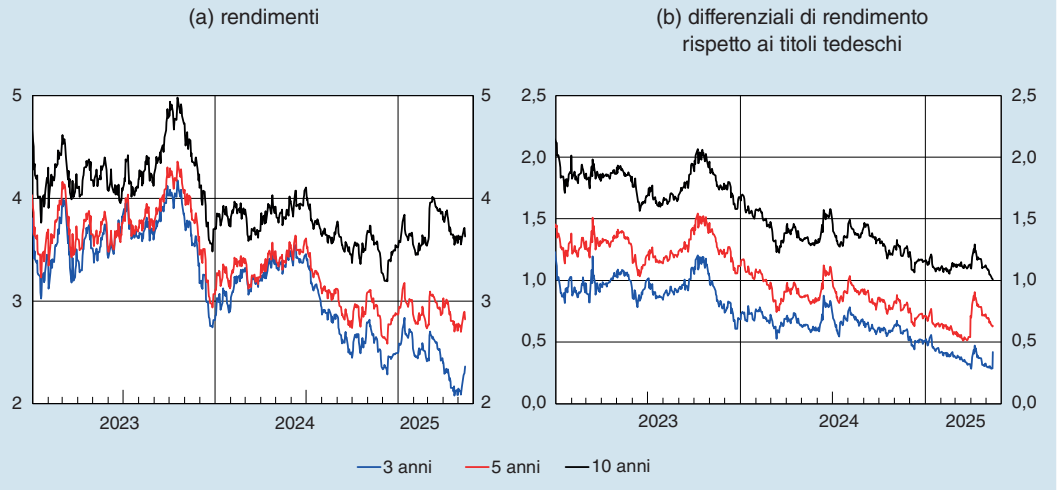
sono cresciute in misura sostenuta raggiungendo nuovi picchi e il differenziale di prezzo denaro-lettera si è ridotto notevolmente, attestandosi in media a 9 punti base (14 nel 2023). Le quotazioni dei *market makers* si sono tuttavia caratterizzate per un'accresciuta reattività alle decisioni di politica monetaria e alla diffusione di dati macroeconomici rilevanti, che si è riflessa in temporanei ampliamenti infragiornalieri del differenziale denaro-lettera, fino a 100 punti base.

I rendimenti dei titoli pubblici. – Il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani è lievemente sceso, di 18 punti base nel complesso del 2024 (al 3,5 per cento; fig. 13.4.a). Il calo è stato simile sulle scadenze a medio termine (20 punti, al 2,9, per i titoli a 5 anni) e più consistente per quelle a breve (32 punti, al 2,5, per quelli a 3 anni). La diminuzione dei rendimenti è avvenuta nella seconda metà dell'anno, rispecchiando la maggiore fiducia nel processo di disinflazione nell'area dell'euro e un orientamento della politica monetaria progressivamente meno restrittivo. I rendimenti sono tornati a salire nello scorcio dell'anno, risentendo del rialzo dei tassi statunitensi (cfr. il capitolo 1).

Nel 2024 il differenziale di rendimento sulla scadenza decennale tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi è sceso da 168 punti base a 116 (fig. 13.4.b). Al calo ha contribuito il rafforzamento della percezione di stabilità politica e di solidità dei conti pubblici del Paese, evidenziata anche dalla riduzione del premio sul credit default swap (CDS) sovrano e poi confermata dalle revisioni positive delle prospettive (*outlook*) da parte di alcune agenzie di rating in autunno[1].

Figura 13.4

Rendimenti e differenziali di rendimento dei BTP su diverse scadenze
(dati giornalieri; valori e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

[1] Le agenzie Morningstar DBRS e Fitch, pur mantenendo invariato il rating, hanno rivisto l'*outlook* da "stabile" a "positivo".

Come accaduto per gli altri principali paesi dell'area dell'euro, nei primi mesi del 2025 il rendimento del titolo di Stato decennale italiano è dapprima risalito, sospinto dalle attese di un orientamento di bilancio più espansivo in Germania, per poi diminuire attestandosi alla metà di maggio al 3,6 per cento, a causa delle ripercussioni negative sulle prospettive di crescita dopo l'annuncio dell'amministrazione statunitense sull'applicazione di nuovi dazi (cfr. il capitolo 1 e il capitolo 14). Il differenziale di rendimento rispetto al titolo tedesco corrispondente, aumentato durante la fase di turbolenza finanziaria in aprile, ha poi beneficiato dell'attenuarsi delle tensioni e del miglioramento del rating da parte di Standard & Poor's, collocandosi a 101 punti base[2].

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel 2024 le società non finanziarie italiane hanno ridotto notevolmente le emissioni nette di obbligazioni con durata superiore all'anno (3,7 miliardi di euro da 12,2 nel 2023; tav. 13.1). La crescita delle emissioni lorde (da 31 a 38) è stata controbilanciata dal sensibile incremento dei rimborsi (da 19 a 34). Le imprese non hanno rifinanziato tutte le obbligazioni in scadenza, poiché la contrazione della spesa in investimenti ha determinato un ridimensionamento del fabbisogno finanziario (cfr. il capitolo 6).

Le banche italiane hanno continuato a effettuare emissioni nette di obbligazioni, per 12 miliardi nel 2024 (tav. 13.1), soprattutto a seguito di un'espansione dei collocamenti lordi (da 71 a 78 miliardi).

Tavola 13.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1)
(valori nominali; milioni di euro e valori percentuali)

EMITTENTI	Emissioni nette (2)			Consistenze			
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2024 in % del PIL
Banche	-18.317	8.873	12.197	387.563	395.597	408.556	19,2
Altre società finanziarie (3)	16.005	-3.784	10.782	267.371	261.612	269.172	12,6
Società non finanziarie	1.849	12.231	3.708	169.550	185.757	193.528	9,1
Totale	**-463**	**17.320**	**26.687**	**824.484**	**842.966**	**871.256**	**40,9**

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, emesse da società residenti in Italia e appartenenti al settore indicato. La nazionalità e il settore di appartenenza fanno riferimento alla società emittente e non alla società capogruppo. Le consistenze e i relativi flussi includono le obbligazioni emesse e riacquistate. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Include le imprese di assicurazione, gli altri intermediari finanziari, gli ausiliari finanziari, i prestatori di fondi e le istituzioni finanziarie captive.

I differenziali di rendimento. – Nel 2024 il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle società non finanziarie italiane e quelli ritenuti più sicuri è diminuito di 66 punti base, a 128 (fig. 13.5.a), a fronte di una flessione media di 34 punti nell'area dell'euro. Il calo è stato favorito dalla forte domanda degli investitori in un quadro di

2 Il 23 maggio 2025 l'agenzia Moody's ha rivisto l'*outlook* dell'Italia da "stabile" a "positivo".

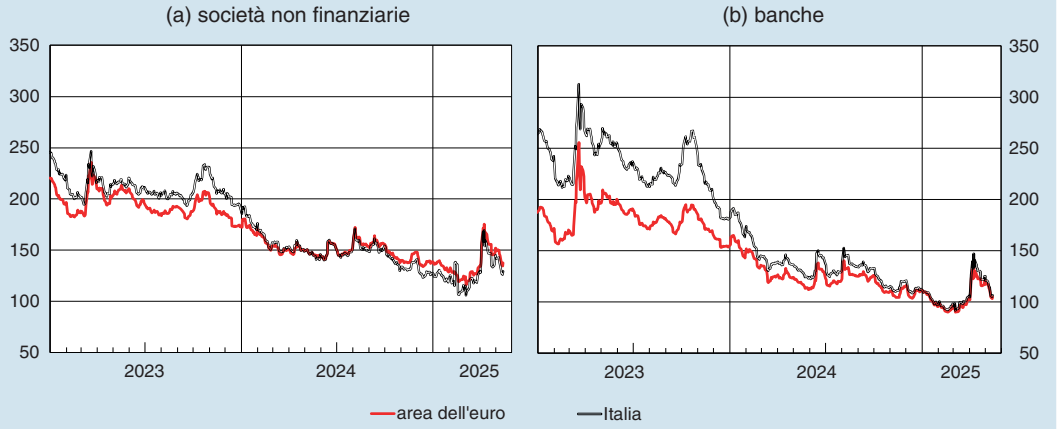
riduzione del rischio sovrano italiano, di rapida discesa dell'inflazione e di allentamento del livello di restrizione monetaria da parte della Banca centrale europea. Gli episodi di tensione sui mercati internazionali di inizio agosto, osservati in seguito all'uscita di dati macroeconomici statunitensi inferiori alle attese (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2024), hanno inciso in misura contenuta sui differenziali di rendimento.

Il differenziale delle obbligazioni bancarie italiane è sceso di 69 punti base, a 112, in linea con il miglioramento di altri indicatori, in particolare il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e il patrimonio netto contabile (*price-to-book ratio*); la contrazione è stata minore nell'area (fig. 13.5.b).

I differenziali delle obbligazioni delle società non finanziarie e delle banche sono bruscamente aumentati sia in Italia sia nell'area dopo l'annuncio sui nuovi dazi statunitensi a inizio aprile del 2025, per poi rientrare parzialmente nelle settimane successive, dopo che l'amministrazione americana ha comunicato una sospensione parziale di queste misure per un periodo di 90 giorni.

Figura 13.5

Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie (1)
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.
(1) Differenziali di rendimento tra obbligazioni denominate in euro e il titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi), corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option adjusted spread*) e ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli delle società.

Il mercato azionario

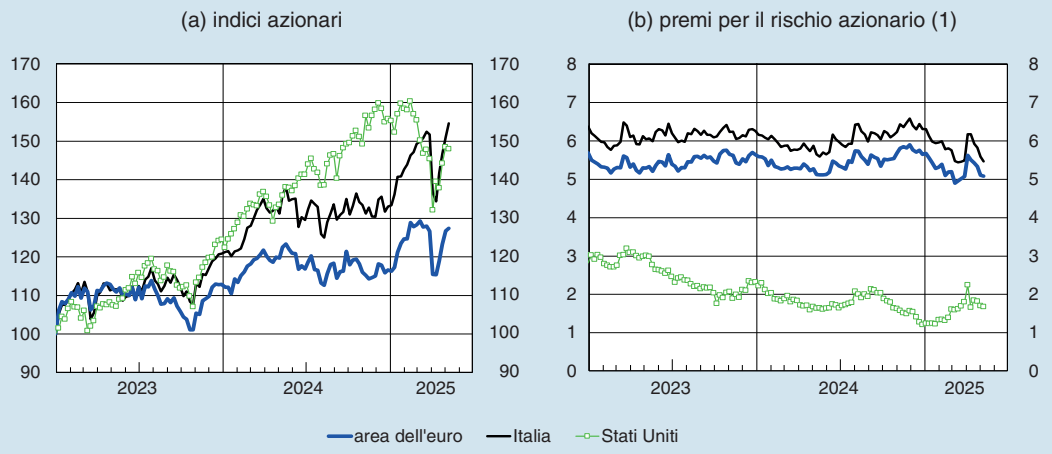
Le quotazioni azionarie. – L'indice azionario italiano è cresciuto del 10 per cento nel 2024, più di quello dell'area dell'euro e meno di quello statunitense (3 e 23 per cento, rispettivamente; fig. 13.6.a).

L'incremento dei corsi si è concentrato nel primo trimestre, sostenuto dal forte ottimismo globale sugli effetti dell'intelligenza artificiale sulle prospettive di redditività delle imprese. Nella seconda metà dell'anno hanno pesato le notevoli tensioni che hanno interessato i mercati finanziari internazionali agli inizi di agosto, nonché l'incertezza sulla situazione politica in Francia e in Germania e sulle politiche economiche statunitensi a seguito delle elezioni presidenziali.

Figura 13.6

Mercati azionari

(dati di fine settimana; indici: 31 dicembre 2022=100 e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.
(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* 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.

L'indice è stato trainato dai settori ciclici e in particolare da quello bancario, che ha beneficiato della pubblicazione di utili societari superiori alle attese e di aspettative di consolidamento nel comparto. I premi richiesti per detenere azioni italiane e dell'area sono rimasti pressoché stabili nel corso del 2024 (fig. 13.6.b).

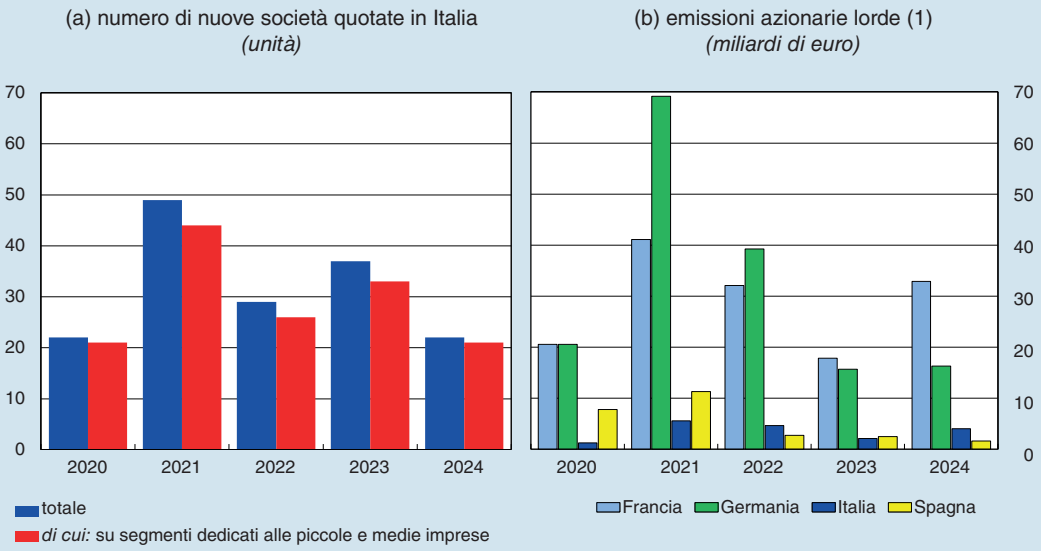
Nei primi mesi del 2025, dopo un'ulteriore fase di marcati aumenti, i corsi sono fortemente scesi, risentendo delle turbolenze sui mercati finanziari globali seguite agli annunci sui nuovi dazi statunitensi del 2 aprile. Le quotazioni sono diminuite soprattutto nei settori maggiormente esposti al commercio internazionale e al ciclo economico. Sono successivamente risalite dopo la sospensione dei dazi da parte dell'amministrazione americana e l'avvio delle negoziazioni tra Stati Uniti e Cina.

L'offerta di azioni. – Nel 2024 l'attività di prima quotazione sul mercato azionario italiano si è ridotta, con 22 ingressi nel listino, per un controvalore totale di 207 milioni di euro (37 ingressi e 1,6 miliardi nel 2023), quasi interamente nel comparto Euronext Growth Milan (EGM), il mercato italiano dedicato alle piccole e medie imprese (fig. 13.7.a). Alla fine del 2024 il segmento EGM includeva 200 imprese, con una capitalizzazione media di circa 40 milioni, in linea con il 2023. La capitalizzazione media delle 209 società del listino principale Euronext Milan (EXM) è salita a 3,9 miliardi (3,5 nel 2023), grazie alla crescita delle quotazioni azionarie.

Secondo dati di fonte BCE, nel 2024 le emissioni di nuove azioni delle società italiane sono aumentate a 4,4 miliardi (da 2,2 nel 2023), di cui 4,0 emessi dalle società non finanziarie (da 2,1); come in Spagna, il ricorso al mercato azionario da parte di queste ultime resta molto contenuto rispetto a Francia e Germania (fig. 13.7.b).

Figura 13.7

Operazioni di prima quotazione in borsa ed emissioni azionarie lorde delle società non finanziarie
(dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e BCE.
(1) I dati includono sia il nuovo capitale raccolto con le operazioni di prima quotazione in borsa sia gli aumenti di capitale delle società già quotate valutati a prezzi di mercato.

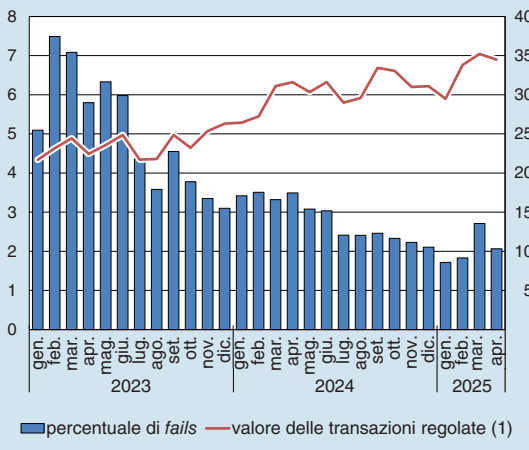
Le infrastrutture di mercato

Nel 2024 il numero medio di operazioni giornaliere su TARGET2-Securities (T2S) è stato di oltre 795.000, per un controvalore medio giornaliero di circa 984 miliardi (in crescita rispettivamente del 9,1 e del 20,7 per cento nel confronto con il 2023). Nei primi quattro mesi del 2025 il numero di operazioni giornaliere è aumentato del 13,5 per cento rispetto agli ultimi mesi del 2024. Il controvalore delle operazioni regolate continua a crescere (fig. 13.8).

Euronext Securities Milan, il depositario centrale italiano, si è confermato il maggiore contributore della piattaforma, con circa il 30 per cento dei controvalori medi giornalieri. I titoli di Stato hanno rappresentato la quasi totalità degli strumenti inviati per il regolamento.

Figura 13.8

Euronext Securities Milan: controvalore degli ordini regolati e percentuali di *fails*
(medie mensili di dati giornalieri; valori percentuali e miliardi di euro)



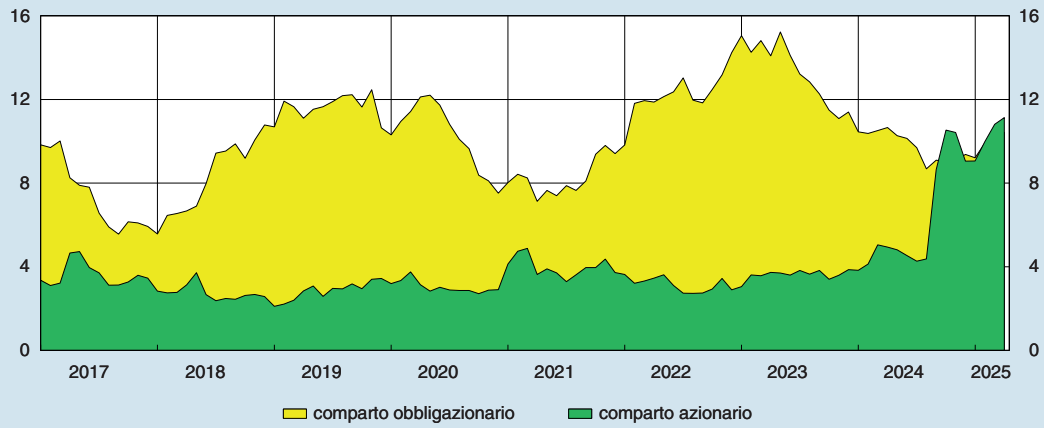
Fonte: elaborazioni su dati Euronext Securities Milan.
(1) Scala di destra.

La percentuale di operazioni non regolate entro la scadenza (*fails*) è scesa in media al 2,6 per cento (da circa 5 nel 2023); nei primi quattro mesi del 2025 è diminuita al 2,1.

Nel 2024 i margini raccolti dalla controparte centrale (*central counterparty*, CCP) Euronext Clearing (ENXC) si sono ridotti in media del 6 per cento rispetto al 2023 (fig. 13.9); il controvalore medio garantito è salito del 24 per cento. L'andamento dei margini non è stato omogeneo tra settori: nell'obbligazionario sono scesi del 27 per cento, mentre nell'azionario sono cresciuti del 72 per cento. L'aumento dei margini nel comparto azionario si è verificato in modo repentino a settembre del 2024, quando si è conclusa la seconda fase del progetto di *clearing internalization* del gruppo Euronext (cfr. il riquadro: *L'espansione dei servizi di clearing della controparte centrale italiana*) a seguito del quale ENXC ha espanso significativamente la propria operatività. Nei primi quattro mesi del 2025 la media mensile dei margini si è ampliata del 7 per cento rispetto agli ultimi mesi del 2024.

Figura 13.9

Euronext Clearing: controvalore dei margini iniziali versati
(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati ENXC.

L'ESPANSIONE DEI SERVIZI DI CLEARING DELLA CONTROPARTE CENTRALE ITALIANA

A settembre del 2024 il gruppo Euronext ha completato il progetto di *clearing internalization*, che prevede l'utilizzo di ENXC, vigilata dalla Banca d'Italia e dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), come CCP di riferimento del gruppo per i mercati azionari e dei derivati[1]. Questo risultato rappresenta una tappa importante del processo di evoluzione della CCP italiana, avviato in seguito alla sua acquisizione da parte di Euronext nel 2021[2].

1 In precedenza questo ruolo era svolto dalla CCP francese LCH SA. Resta ferma la possibilità per i partecipanti ai mercati azionari a pronti di avvalersi di altre controparti centrali.

2 Ad aprile 2021, in seguito alle decisioni di non opposizione adottate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, il gruppo Euronext ha acquisito Borsa Italiana e le società da essa controllate (tra cui le infrastrutture di mercato MTS, Cassa di compensazione e garanzia e Monte Titoli), in precedenza appartenenti al gruppo London Stock Exchange; cfr. il paragrafo: *Le infrastrutture di mercato* del capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2021. A novembre dello stesso anno il nuovo azionista ha annunciato il progetto di *clearing internalization*; cfr. il paragrafo: *Le infrastrutture di mercato* del capitolo 13 nella *Relazione annuale* sul 2022 e nella *Relazione annuale* sul 2023.

Il progetto si è articolato in più fasi. A novembre del 2023 ENXC ha cominciato a garantire transazioni sui mercati azionari a pronti di Euronext con sedi ad Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Lisbona e Parigi. A luglio del 2024 è avvenuto il trasferimento dell'attività di compensazione (clearing) del mercato dei derivati su materie prime agricole (Marché à Terme International de France, Matif) di Parigi. Infine, a settembre del 2024, è stata ultimata la migrazione dei mercati dei derivati azionari di Amsterdam, Bruxelles, Lisbona, Oslo e Parigi.

L'iniziativa ha comportato un cambiamento radicale nel modello di attività e nel profilo operativo della CCP, storicamente trainato dai mercati nazionali e in particolare dal segmento obbligazionario. Nella configurazione attuale, in termini di garanzie richieste ai partecipanti il peso dei comparti azionario e dei derivati è già divenuto confrontabile con quello del reddito fisso. Allo stesso tempo, l'espansione ha portato con sé un incremento dell'esposizione transfrontaliera. Nel corso degli ultimi due anni il numero totale dei partecipanti alla CCP è cresciuto di oltre il 50 per cento[3], con un aumento consistente degli operatori stabiliti nei paesi di insediamento delle borse del gruppo (specialmente Paesi Bassi e Portogallo) e nel Regno Unito.

Il nuovo profilo paneuropeo consolida la posizione di ENXC fra le tre maggiori CCP dell'Unione europea, insieme a Eurex Clearing e LCH SA. La sua rilevanza sistemica potrebbe crescere ulteriormente con l'ampliamento dei servizi previsto nel più recente piano strategico del gruppo[4].

Una maggiore integrazione dei servizi di compensazione centralizzata può favorire i progressi verso un unico mercato dei capitali europeo, nella misura in cui comporti una riduzione dei costi grazie alla realizzazione di economie di scala e una maggiore disponibilità di servizi armonizzati per una pluralità di mercati e partecipanti. La Banca d'Italia continuerà a monitorare i rischi legati alla concentrazione di attività presso la CCP italiana, anche in cooperazione con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) e con le autorità di altri paesi.

---

3 I nuovi partecipanti, in conformità ai requisiti di adesione alla CCP, sono prevalentemente grandi gruppi bancari e intermediari finanziari europei e internazionali, caratterizzati da una significativa operatività, in particolare nei mercati dei derivati.

4 Tale piano strategico per il triennio 2025-27 prevede tra l'altro l'espansione e il potenziamento dell'offerta di servizi di compensazione centralizzata di Euronext Clearing nei comparti dei derivati sull'energia, di quelli sul reddito fisso e dei pronti contro termine.

14. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE TRA FRAMMENTAZIONE E DIGITALIZZAZIONE

Dalla fine degli anni settanta l'integrazione economica globale si è intensificata, sostenuta dalla crescita dei flussi internazionali di beni, servizi, capitali, dati e persone. Questa tendenza è proseguita fino alla crisi finanziaria globale del 2008, quando la dinamica del commercio ha rallentato a causa dell'esaurirsi di alcuni fattori propulsivi e, successivamente, del ritorno di barriere agli scambi. Tale crisi e l'ascesa della Cina nell'economia mondiale hanno alimentato, soprattutto nei paesi avanzati, una percezione negativa della globalizzazione, ritenuta responsabile di deindustrializzazione, perdita di posti di lavoro e maggiori disuguaglianze. Ne è seguito un calo del consenso verso le politiche di apertura commerciale e, in alcuni casi, un ritorno al protezionismo.

La rivalità tra Stati Uniti e Cina è sfociata in una guerra commerciale nel biennio 2018-19, con l'introduzione di dazi e restrizioni reciproci. La pandemia di Covid-19 ha in seguito evidenziato la vulnerabilità delle catene di approvvigionamento, spingendo molti governi a introdurre sussidi per sostenere la produzione nazionale di beni essenziali. L'interdipendenza tra paesi, prima vista come un elemento di stabilità, è stata progressivamente considerata una fonte di rischio, soprattutto per le forniture estere in settori strategici. L'invasione russa dell'Ucraina nel 2022 ha acuito queste tendenze, aumentando le divisioni geopolitiche. Dall'inizio di quest'anno l'amministrazione statunitense ha imposto nuovi dazi che hanno interessato anche paesi tradizionalmente alleati e la quasi totalità dei beni, portando le proprie barriere commerciali al livello più alto dal protezionismo degli anni trenta e generando una forte incertezza sui mercati per il susseguirsi di annunci di misure, sospensioni temporanee e accordi parziali.

A fronte del rallentamento del commercio di beni e della sua crescente frammentazione, l'interscambio di servizi ha invece continuato a espandersi, favorito dal progresso tecnologico e dalla digitalizzazione. Questi sviluppi hanno ridotto drasticamente i costi di comunicazione e reso possibile esportare servizi prima considerati non commerciabili, trasformando le modalità di integrazione tra le economie.

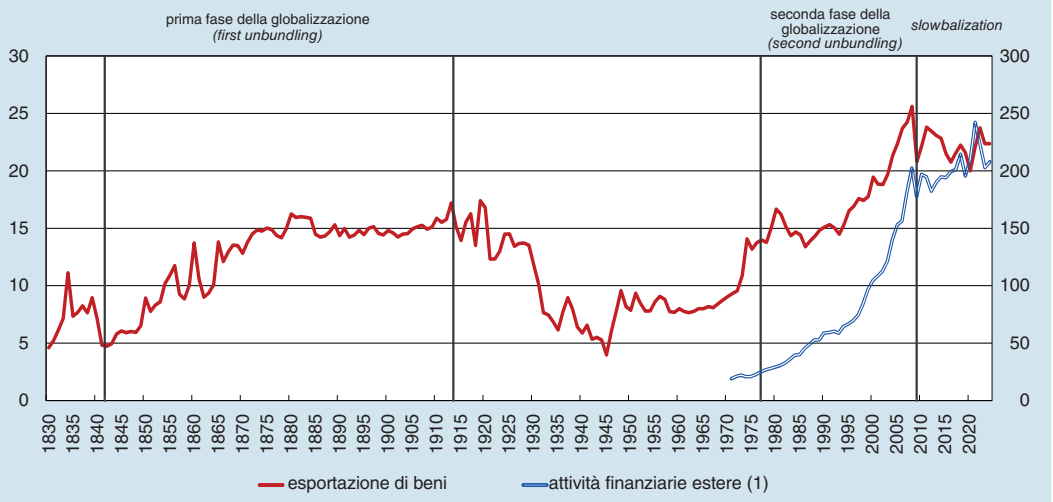
Queste dinamiche del commercio globale pongono sfide rilevanti per l'Italia, fortemente interconnessa nei mercati internazionali dei beni e dei servizi tradizionali, ma con una presenza ancora limitata nei servizi avanzati. Le esportazioni italiane sono inoltre esposte all'imposizione dei dazi da parte degli Stati Uniti, uno dei principali mercati di sbocco. Un inasprimento delle tensioni geopolitiche globali potrebbe creare difficoltà alle filiere produttive e alle forniture di input critici, come quelle per la transizione digitale ed energetica.

Le fasi del commercio internazionale: dalla nascita della globalizzazione al protezionismo del XXI secolo

Nell'età contemporanea l'economia mondiale ha attraversato due principali fasi di globalizzazione. La prima di queste, durata dalla metà dell'Ottocento fino allo scoppio della prima guerra mondiale, ha visto il rapporto tra le esportazioni di beni e il PIL mondiale salire dal 4 per cento a valori superiori al 15 (fig. 14.1). Questo periodo, noto come il primo *unbundling* della globalizzazione, è stato contraddistinto dalla separazione geografica tra produzione e consumo resa possibile dalle innovazioni tecnologiche (in particolare navi a vapore e reti ferroviarie), che hanno accresciuto notevolmente la quantità e la varietà di beni scambiabili tra paesi anche lontani[1]. In tale contesto l'evoluzione della domanda e dell'offerta internazionali ha sempre più influenzato l'andamento dei prezzi interni nei singoli paesi[2]. Il processo di integrazione si è invertito dopo la prima guerra mondiale, soprattutto a causa delle tensioni commerciali degli anni trenta, che hanno riportato gli scambi internazionali al livello osservato a metà del secolo precedente.

Figura 14.1

Esportazioni di beni e attività finanziarie estere globali
(dati annuali a prezzi correnti; valori in percentuale del PIL mondiale)



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2025; M. Fouquin e J. Hugot, *Two centuries of bilateral trade and gravity data: 1827-2014*, CEPII Working Paper, 14, 2016; P.R. Lane e G.M. Milesi-Ferretti, *International financial integration in the aftermath of the global financial crisis*, IMF Working Papers, 115, 2017.
(1) Dati disponibili fino al 2023. Scala di destra.

Dalla fine degli anni settanta fino alla crisi finanziaria globale del 2008 si è assistito a una nuova fase di intensa globalizzazione, durante la quale il rapporto tra le esportazioni di beni e il PIL mondiale è aumentato dal 13 al

1 R. Baldwin, *The great convergence. Information technology and the new globalization*, Cambridge, Harvard University Press, 2016.

2 K.H. O'Rourke e J.G. Williamson, *When did globalisation begin?*, "European Review of Economic History", 6, 1, 2002, pp. 23-50.

25 per cento (fig. 14.1)[3]. Questo periodo, definito il secondo *unbundling* della globalizzazione, è stato caratterizzato dalla segmentazione geografica dei diversi stadi della produzione lungo le cosiddette catene globali del valore. I progressi nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT) hanno consentito il coordinamento in tempo reale di attività produttive localizzate in paesi diversi, incentivando gli scambi di beni intermedi e accrescendo l'interdipendenza tra economie, anche distanti geograficamente. A questo processo ha contribuito una marcata riduzione dei costi di trasporto, sostenuta dalla diffusione dei cargo nel trasporto aereo e di container standardizzati in quello marittimo.

In questa fase si è rafforzata la cooperazione internazionale per ridurre le barriere tra paesi e liberalizzare gli scambi commerciali e finanziari. Nell'ambito dell'Accordo generale sulle tariffe doganali e sul commercio (*General Agreement on Tariffs and Trade*, GATT) del 1947, i negoziati del Tokyo Round (1973-79) e dell'Uruguay Round (1986-94) hanno consentito il raggiungimento di intese multilaterali per l'abbassamento dei dazi sia tra economie avanzate sia tra queste ultime e i paesi emergenti e in via di sviluppo, secondo il principio della nazione più favorita. Questo processo è culminato con la nascita dell'Organizzazione mondiale del commercio (*World Trade Organization*, WTO) nel 1995, di cui anche la Cina è divenuta membro nel 2001. Parallelamente è stato completato il mercato unico europeo e sono stati siglati importanti trattati commerciali regionali, come l'Accordo nordamericano per il libero scambio (*North American Free Trade Agreement*, NAFTA). Negli anni novanta l'integrazione nel commercio mondiale dei paesi dell'ex Unione Sovietica e dell'Est Europa ha dato ulteriore slancio alla globalizzazione.

Per quanto riguarda gli scambi finanziari, con la fine del sistema monetario internazionale di Bretton Woods e la progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale, le attività finanziarie estere sono cresciute tra la metà degli anni settanta e il 2024 da circa il 20 a oltre il 200 per cento del PIL mondiale, amplificando le interdipendenze tra le economie (fig. 14.1).

Dopo la crisi finanziaria del 2008, l'economia mondiale è entrata in una fase di rallentamento della globalizzazione (*slowbalization*)[4], con una stabilizzazione del rapporto tra esportazioni di beni e PIL mondiale attorno al 22 per cento. Se da un lato il commercio di servizi ha accelerato, dall'altro quello di merci ha risentito dell'indebolimento della spinta di alcuni fattori che avevano sostenuto gli scambi nei decenni precedenti, come l'integrazione di grandi economie emergenti nel commercio globale e le innovazioni nei trasporti e nelle telecomunicazioni[5]. Inoltre, dopo una lunga fase di riduzione, il livello medio globale dei dazi sui beni si è stabilizzato (fig. 14.2), sia perché i margini per un'ulteriore diminuzione delle

---

3 L'incremento che si osserva nel grafico all'inizio degli anni settanta è dovuto all'aumento dei prezzi delle esportazioni in seguito a shock petroliferi e non alla crescita dei volumi scambiati.

4 P. Antràs, *De-globalisation? Global value chains in the post-Covid-19 age*, NBER Working Paper Series, 28115, 2020.

5 A. Borin, V. Di Nino, M. Mancini e M. Sbracia, *Trade weakness: cycle or trend?*, in L. Ferrara, I. Hernando e D. Marconi (a cura di), *International macroeconomics in the wake of the global financial crisis*, Cham, Springer, 2018, pp. 99-114, e il riquadro: *La debolezza del commercio mondiale e il ruolo delle catene globali del valore* del capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2014.

barriere sono diventati più limitati, sia perché l'orientamento delle politiche di alcuni paesi avanzati è diventato meno favorevole al libero scambio, alla mobilità internazionale dei fattori di produzione e al multilateralismo[6].

Complessivamente la globalizzazione ha favorito un abbassamento della povertà mondiale e un aumento generalizzato dei livelli di benessere[7]. Tuttavia essa, congiuntamente ad altre trasformazioni strutturali come l'automazione e la digitalizzazione, ha anche contribuito a generare effetti redistributivi all'interno di alcuni paesi, con ripercussioni negative su specifiche categorie di lavoratori (in particolare quelli meno qualificati nelle economie avanzate, anche per la mancanza di adeguate politiche di riqualificazione e protezione sociale)[8]. Un'ampia evidenza empirica mostra che nei paesi avanzati, nelle aree più esposte alla concorrenza cinese, si è verificato un aumento del sostegno a partiti politici meno inclini alle aperture commerciali e alle altre forme di integrazione economica internazionale[9]. Inoltre si è deteriorata la fiducia nella capacità delle istituzioni multilaterali di garantire pari condizioni di concorrenza nel commercio internazionale, ad esempio in riferimento al ricorso a sussidi pubblici e a standard minimi per la tutela dei lavoratori e dell'ambiente.

Il referendum sulla Brexit nel 2016 e l'adozione di politiche protezionistiche da parte della prima Amministrazione Trump (2017-21), soprattutto nei confronti della Cina, sono stati gli eventi che hanno maggiormente segnato un cambio di rotta nel processo di globalizzazione. Essi hanno portato, in particolare dal 2018, a un aumento significativo del numero di restrizioni commerciali e del livello dei dazi, che negli Stati Uniti sono stati in larga parte mantenuti anche durante l'Amministrazione Biden. Successivamente sono stati introdotti nuovi controlli sulle vendite all'estero di prodotti strategici in risposta alle crescenti tensioni seguite all'invasione russa dell'Ucraina. Con l'innalzamento dei dazi stabilito all'inizio del secondo mandato del Presidente Trump e le ritorsioni di alcuni paesi, specialmente della Cina, il livello medio delle barriere tariffarie nel commercio mondiale è

6 *Il futuro dell'economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta in occasione del conferimento della laurea honoris causa in Scienze giuridiche banca e finanza presso l'Università degli Studi di Roma Tre, Roma, 23 aprile 2024.

7 S. Aiyar, J. Chen, C. Ebeke, R. Garcia-Saltos, T. Gudmudsson, A. Ilyna, A. Kangur, T. Kunaratskul, S. Rodriguez, M. Ruta, T. Schulze, G. Soderberg e J. Trevino, *Geoeconomic fragmentation and the future of multilateralism*, IMF Staff Discussion Notes, 2023; OECD, *Making trade work for all*, OECD Trade Policy Papers, 202, 2017.

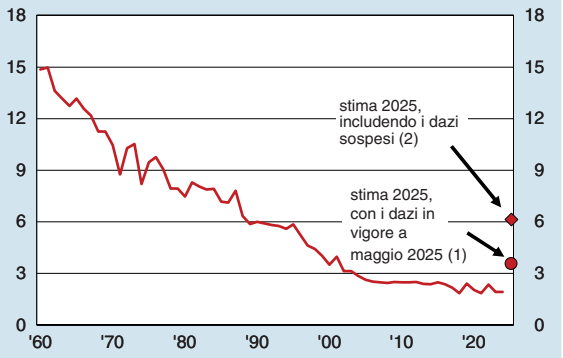
8 *Beyond fragmentation: economic resilience in a shifting world*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta al seminario *A fragmenting trading system: where we stand and implications for policy*, Roma, 15 novembre 2024; *Globalizzazione e frammentazione*, intervento del Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini all'incontro *Geopolitica, geodemografia e il mondo di domani*, Firenze, 5 aprile 2023; R. Cristadoro, *The unintended consequences of globalization and technological progress*, in L. Ferrara, I. Hernando e D. Marconi (a cura di), 2018, op. cit., pp. 73-96.

9 C. Colantone e P. Stanig, *The trade origins of economic nationalism: import competition and voting behavior in Western Europe,* "American Journal of Political Science", 62, 4, 2018, pp. 936-953; D. Autor, D. Dorn, G. Hanson e K. Majlesi, *Importing political polarization? The electoral consequences of rising trade exposure*, "American Economic Review", 110, 10, 2020, pp. 3139-3183.

salito notevolmente, tornando a quello della fine degli anni ottanta (fig. 14.2)[10]. L'incremento rimane considerevole anche se si considerano i dazi in vigore durante il periodo di temporanea sospensione applicata per agevolare nuove negoziazioni. Nel contesto attuale il costo economico di tali imposte doganali è particolarmente elevato rispetto ai decenni passati, data la stretta interconnessione tra paesi all'interno delle catene globali del valore.

Figura 14.2

Dazi medi a livello mondiale
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati FMI; Base pour l'analyse du commerce international (BACI) e Market access map HS6 (MAcMap-HS6) del Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII); World Integrated Trade Solution (WITS) della Banca Mondiale; P. Fajgelbaum, P. Goldberg, P. Kennedy, A. Khandelwal e D. Taglioni, *The US-China trade war and global reallocations*, "American Economic Review: Insights", 6, 2, 2024, pp. 295-312; D. Furceri, S.A. Hannan, J.D. Ostry e A.K. Rose, *Macroeconomic consequences of tariffs*, NBER Working Paper Series, 25402, 2018; F. Teti, *Missing tariffs*, CESifo Working Paper Series, 11590, 2024; per il 2025, F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, *Roaring tariffs: the global impact of the US 2025 trade war*, "VoxEU CEPR", 6 maggio 2025.
(1) Tiene conto delle misure annunciate fino al 2 aprile e delle sospensioni temporanee del 9 aprile e del 12 maggio (cfr. la nota 10). Per il Canada e il Messico si assume che rispettivamente il 38 e il 50 per cento dei beni siano esenti, in virtù dell'accordo commerciale di libero scambio tra Stati Uniti, Messico e Canada (*United States-Mexico-Canada Agreement*, USMCA); i beni rimanenti sono invece soggetti a un aumento di 12 punti percentuali. La lista degli articoli inclusi nei dazi su alluminio e acciaio (annunciati il 10 febbraio) e in quelli su automobili e relative componenti (annunciati il 26 marzo) è stata estratta da documenti ufficiali. – (2) Tiene conto del livello dei nuovi dazi che sarebbero applicati al termine delle sospensioni annunciate il 9 aprile e il 12 maggio (cfr. la nota 10).

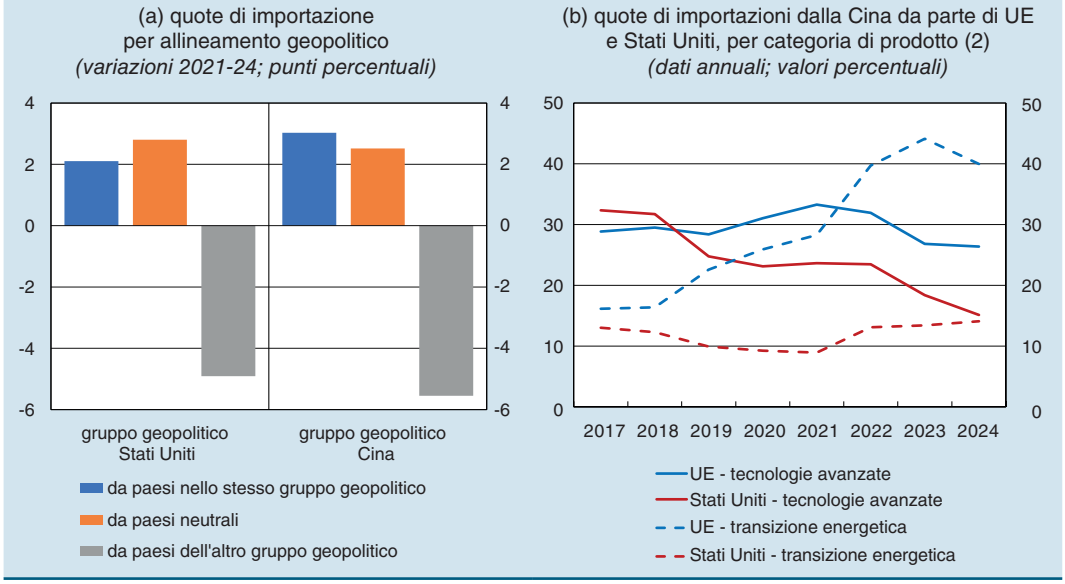
La frammentazione geopolitica dell'interscambio commerciale

Le difficoltà di approvvigionamento emerse all'indomani della pandemia e la crisi energetica seguita all'invasione russa dell'Ucraina hanno messo in luce le vulnerabilità dei rapporti commerciali e delle forniture all'interno delle catene globali del valore (cfr. il capitolo 14 nella *Relazione annuale* sul 2023). Sono aumentati i timori sull'affidabilità delle relazioni con paesi meno affini dal punto di vista politico, in un contesto in cui le economie occidentali già si stavano confrontando con il forte progresso industriale e tecnologico della Cina. Numerosi governi hanno adottato misure volte ad accrescere la sicurezza degli approvvigionamenti, sostenendo le produzioni nazionali (o in paesi politicamente vicini) e limitando i rapporti commerciali con quelli considerati rivali. Sulla base del mutato contesto geopolitico, anche le imprese hanno iniziato a rivedere le strategie di approvvigionamento e il posizionamento sui mercati di sbocco.

10 Tra febbraio e marzo del 2025 l'amministrazione statunitense ha annunciato dazi su acciaio, alluminio e automobili da tutti i paesi, e sulle importazioni da Cina, Canada e Messico, con alcune esenzioni per gli ultimi due paesi. Il 2 aprile un aumento più consistente e generalizzato dei dazi è stato imposto verso tutti i partner commerciali, inclusa l'Unione europea. Il 9 aprile le misure introdotte la settimana precedente sono state parzialmente sospese per un periodo di 90 giorni, durante il quale si applica un aumento uniforme di 10 punti percentuali su tutte le importazioni da paesi partner, con l'eccezione dei settori e dei paesi per i quali sono già in vigore altri provvedimenti. Tra questi rientra la Cina, con la quale gli Stati Uniti hanno ingaggiato un'escalation di aumenti simmetrici di dazi, spintisi oltre i 100 punti percentuali. Il 12 maggio i due paesi hanno stabilito una sospensione di 90 giorni, che ha ridotto gli incrementi precedenti a 30 e 10 punti percentuali da parte degli Stati Uniti e della Cina, rispettivamente. L'amministrazione statunitense ha inoltre avviato negoziazioni anche con il Regno Unito, che l'8 maggio hanno portato alla riduzione dei dazi su alcuni prodotti come automobili e acciaio.

Figura 14.3

Scambi commerciali tra gruppi geopolitici (1)



Fonte: elaborazioni su dati Trade Data Monitor; UN Comtrade; T. den Besten, P. Di Casola e M.M. Habib, 2023, op. cit.
(1) Si esclude l'interscambio tra i paesi della UE. Valori a prezzi correnti. – (2) I prodotti necessari per la transizione energetica includono 129 articoli presenti nell'Inflation Reduction Act del 2022 dell'amministrazione statunitense (ad es. veicoli elettrici, batterie elettriche ed elementi delle terre rare), nonché altri beni identificati come critici dalla Commissione europea. Per i prodotti a tecnologia avanzata (*advanced technology products*, ATP), si considera la classificazione dello United States Census Bureau, escludendo quelli necessari per la transizione energetica. I beni ATP afferiscono a diversi settori, quali la biotecnologia, le scienze mediche, l'ottica e l'elettronica, la comunicazione, i materiali avanzati per l'alta tecnologia, le scienze aerospaziali, le armi e la tecnologia nucleare; cfr. V. Della Corte, S. Federico e G. Oddo, *Trade in low-carbon technology products: macro and micro evidence for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 882, 2024. Le importazioni sono al netto di oro, combustibili fossili e alcune categorie residuali di beni.

Ne è derivata una ricomposizione geografica del commercio internazionale: gli scambi tra gruppi di paesi geopoliticamente più distanti si sono ridotti, mentre si sono intensificati quelli tra nazioni maggiormente allineate (cfr. il riquadro: *La riconfigurazione delle importazioni di beni della UE e dell'Italia in un contesto globale di crescente frammentazione* del capitolo 9 nella *Relazione annuale* sul 2023)[11]. In particolare tra il 2021 e il 2024 la quota di beni dell'area politicamente più affine alla Cina acquistati dai paesi più vicini agli Stati Uniti è diminuita di circa 5 punti percentuali (fig. 14.3.a), riflettendo la contrazione delle esportazioni cinesi verso questi ultimi e delle forniture energetiche russe verso l'Unione europea. Nello stesso periodo il peso delle vendite da parte del gruppo geopolitico degli Stati Uniti verso quello della Cina è sceso di quasi 6 punti.

11 L'allineamento geopolitico tra i paesi è stato elaborato a partire dall'indicatore proposto da T. den Besten, P. Di Casola e M.M. Habib, *Geopolitical fragmentation risks and international currencies*, in BCE, *The international role of the euro*, 2023, integrato con informazioni tratte da *Global Fracturing Dashboard* di Capital Economics. A ciascun paese è associato un punteggio compreso tra 0 ("allineato agli Stati Uniti") e 1 ("allineato alla Cina") basato su variabili quali: il numero delle volte in cui il paese è stato sanzionato da Stati Uniti o Cina nel periodo 1950-2022, la rilevanza di queste due economie nelle importazioni militari del paese, l'erogazione di prestiti ufficiali a favore del paese da parte della Cina e le votazioni del paese alle assemblee generali delle Nazioni Unite, inclusa la votazione della risoluzione dell'assemblea generale delle Nazioni Unite del 23 febbraio 2023 sulla pace in Ucraina. I paesi allineati agli Stati Uniti hanno un punteggio inferiore a 0,25 e includono, oltre agli Stati Uniti stessi, i membri della UE, l'Australia, il Canada, la Corea del Sud, il Giappone, il Regno Unito e Taiwan; quelli allineati alla Cina hanno un punteggio superiore a 0,75 e comprendono, oltre alla Cina stessa, paesi come l'Iran e la Russia; al restante gruppo dei neutrali appartengono tra gli altri l'Arabia Saudita, l'Argentina, il Brasile, l'India, l'Indonesia, il Messico, il Sudafrica, la Turchia e il Vietnam. Per maggiori informazioni sull'assegnazione, cfr. M.G. Attinasi e M. Mancini (a cura di), *Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 365, 2024.

La ricomposizione dei flussi commerciali lungo linee geopolitiche è stata più intensa in alcuni comparti strategici, come le produzioni ad alta tecnologia, che sono state oggetto di restrizioni agli scambi e di incentivi agli investimenti nazionali (cfr. il riquadro: *Sicurezza nazionale e nuove politiche industriali nel settore dei chip*). Per gli Stati Uniti la quota di importazioni di tecnologie avanzate dalla Cina si è ridotta di quasi 20 punti percentuali tra il 2017 e il 2024 (fig. 14.3.b); per l'Unione europea la flessione è stata più contenuta, inferiore a 5 punti. Un andamento differente si è invece osservato per i beni connessi con la transizione energetica, sebbene ritenuti critici per la sicurezza economica, per i quali la Cina detiene un'elevata quota di mercato: l'incidenza dell'economia asiatica nelle importazioni di questi articoli è rimasta pressoché stabile per gli Stati Uniti, mentre è notevolmente aumentata per l'Unione europea.

SICUREZZA NAZIONALE E NUOVE POLITICHE INDUSTRIALI NEL SETTORE DEI CHIP

I chip hanno un ruolo fondamentale nell'economia globale[1] e per la sicurezza nazionale, in quanto sono componenti cruciali nelle tecnologie militari avanzate e nelle attività di intelligence. Per questo la loro filiera produttiva è oggetto di rilevanti interventi governativi, che vanno dal controllo delle esportazioni per ragioni di sicurezza al sostegno del settore per incrementare la produzione interna[2].

Per tutelare il proprio vantaggio tecnologico di fronte all'espansione del ruolo della Cina, dal 2022 gli Stati Uniti hanno cambiato l'impostazione della propria politica di controllo delle esportazioni[3]. Mentre in passato erano previste limitazioni soltanto per le esportazioni delle tecnologie di frontiera ed era generalmente permessa la diffusione di quelle mature[4], attualmente le restrizioni nei confronti della Cina riguardano non solo i chip più avanzati e i mezzi per produrli, ma anche le tecnologie non più di punta. Queste restrizioni hanno portata extraterritoriale[5] e sono coordinate con i paesi alleati che hanno un ruolo nella filiera.

---

1 I chip sono componenti fondamentali per il funzionamento di un'ampia varietà di tecnologie: dai computer agli smartphone, dalle automobili agli elettrodomestici, fino all'intelligenza artificiale. Esistono diversi tipi di chip, che si distinguono per funzioni e complessità. Quelli destinati al calcolo logico, ad esempio per l'intelligenza artificiale, sono tra i più sofisticati: la loro produzione richiede impianti altamente specializzati e costosi, oltre che competenze avanzate. La loro filiera produttiva è concentrata in un numero ristretto di imprese localizzate in pochi paesi, con una forte presenza a Taiwan; cfr. A. Varas, R. Varadarajan, R. Palma, J. Goodrich e F. Yinug, *Strengthening the global semiconductor supply chain in an uncertain era*, Boston Consulting Group, 2021; A. Haramboure, G. Lalanne, C. Schwellnus e J. Guilhoto, *Vulnerabilities in the semiconductor supply chain*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 5, 2023; OECD, *Chips, nodes and wafers: a taxonomy for semiconductor data collection*, 2024.

2 Due recenti eventi hanno reso evidente l'importanza dei chip, sia per l'economia sia per la sicurezza: l'ascesa tecnologica della Cina e la pandemia, che ha determinato la carenza globale di tali prodotti nel 2021, causando un rallentamento in interi settori produttivi (cfr. il riquadro*: Le strozzature nelle catene produttive: l'impatto sull'economia globale*, in *Bollettino economico*, 1, 2022).

3 Per maggiori informazioni, cfr. sul sito *The White House* della Presidenza Biden: *Remarks by National Security Advisor Jake Sullivan at the Special competitive studies project global emerging technologies summit*, 16 settembre 2022.

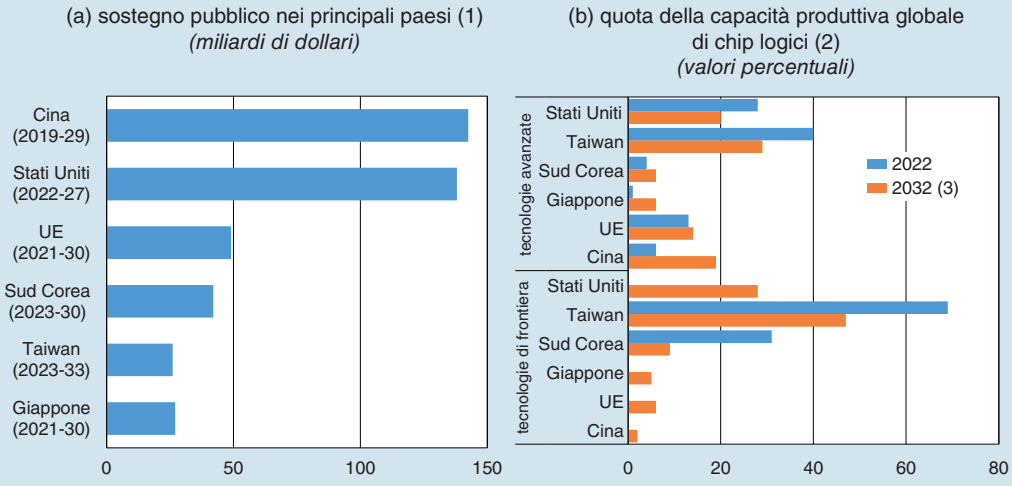
4 Questa strategia consentiva lo sfruttamento dei guadagni dagli scambi sui mercati mondiali per finanziare l'innovazione necessaria a mantenere una supremazia tecnologica, anche nel campo della difesa. C. Miller, *Chip war: the fight for the world's most critical technology*, New York, Simon & Schuster, 2022.

5 Ad esempio, sono soggetti a controlli statunitensi alcuni tipi di chip fabbricati all'estero, il cui processo produttivo prevede l'utilizzo di macchinari di origine statunitense.

Parallelamente Stati Uniti e Cina hanno avviato ampi programmi di sostegno al settore, che includono sussidi, sgravi fiscali e credito agevolato. Se si considerano anche le misure varate in altri paesi della filiera, si può stimare che il supporto al settore privato ammonterebbe complessivamente a oltre 400 miliardi di dollari nell'arco dei prossimi dieci anni (figura, pannello a)[6]. Negli Stati Uniti misure di sostegno per circa 140 miliardi avrebbero stimolato progetti di investimento per oltre 350 miliardi. Su questa base, gli Stati Uniti potrebbero guadagnare una posizione di rilievo, raggiungendo nella produzione di chip di frontiera una quota prossima al 30 per cento della capacità globale (figura, pannello b)[7]. In Cina sono state varate misure di sostegno di entità comparabile; benché non sia chiaro se queste saranno sufficienti a colmare il divario tecnologico con gli Stati Uniti, esse potrebbero rafforzare la posizione cinese nei segmenti meno avanzati, più strettamente legati alla produzione industriale. In Giappone sono stati stanziati quasi 30 miliardi per progetti che includono la realizzazione di impianti produttivi di frontiera: questa strategia prevede di sfruttare potenziali sinergie integrando fasi della filiera tradizionalmente separate. Per quanto riguarda l'Unione europea invece la capacità dell'intervento pubblico di promuovere investimenti privati appare più limitata: diversi progetti sono stati sospesi a causa di difficoltà finanziarie delle aziende coinvolte[8].

Figura

Sostegno pubblico e riconfigurazione della geografia produttiva nel settore dei chip



Fonte: per il pannello (a), L. Patrignani, M. Savini Zangrandi e A. Schiavone, 2025, op. cit.; per il pannello (b), elaborazione basata su R. Varadarajan, I. Koch-Weser, C. Richard, J. Fitzgerald, J. Singh, M. Thornton e R. Casanova, 2024, op. cit.
(1) Per gli Stati Uniti la stima non include la possibilità di ottenere fino a 75 miliardi di dollari in prestiti dal settore privato sulla base di garanzie statali. Per la UE la stima fa riferimento ai programmi di spesa della Commissione europea e di Francia, Germania, Italia e Spagna. Per la Cina il divario tra i sussidi e gli investimenti in programma potrebbe essere dovuto all'entità dei sussidi erogati, ma anche al minor grado di diffusione di informazioni sugli investimenti in programma. – (2) I chip logici sono i semiconduttori utilizzati per elaborare dati e svolgere operazioni computazionali nei dispositivi elettronici. Vengono considerati di frontiera (*cutting edge*) i processi tecnologici relativi a chip al di sotto dei 10 nanometri (nm), mentre quelli per chip tra 10 e 22 nm rappresentano una tecnologia avanzata. – (3) Previsioni.

6 Per un confronto, questa cifra è pari a oltre dieci volte il supporto ricevuto dal settore tra il 2005 e il 2019; cfr. L. Patrignani, M. Savini Zangrandi e A. Schiavone, *Between sanctions and subsidies, reshaping the semiconductor ecosystem*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 934, 2025.

7 R. Varadarajan, I. Koch-Weser, C. Richard, J. Fitzgerald, J. Singh, M. Thornton e R. Casanova, *Emerging resilience in the semiconductor supply chain*, Boston Consulting Group, 2024.

8 Per maggiori informazioni, cfr. ad esempio P. Haeck, *The EU's chips plan implodes as Intel pauses investments*, "Politico", 17 settembre 2024.

L'insieme delle restrizioni alle esportazioni e degli incentivi pubblici potrebbe comportare una ricomposizione della geografia produttiva del settore, nonché una sua minore concentrazione, soprattutto per quanto riguarda la produzione dei chip di frontiera (attualmente accentrata a Taiwan). Questa trasformazione potrebbe rendere il settore più resiliente, assolvendo alle esigenze di sicurezza. Di contro, l'alto grado di specializzazione e la natura estremamente integrata della filiera a livello globale rendono difficile l'eliminazione delle interdipendenze[9]. Ad esempio, l'estrazione di minerali critici e terre rare[10] – che includono anche elementi necessari per la produzione di chip – resta concentrata in Cina[11]. Inoltre nei paesi avanzati le distorsioni introdotte da queste politiche potrebbero comprimere i margini di profitto delle imprese e quindi gli investimenti in ricerca e sviluppo, variabile chiave per il mantenimento del vantaggio strategico: da un lato lo spostamento di alcune fasi della produzione di chip in questi paesi potrebbe accompagnarsi a un aumento dei costi, dall'altro i controlli delle esportazioni ridurrebbero i mercati di sbocco.

9 La produzione di un chip per smartphone, ad esempio, coinvolge attualmente almeno sei paesi.

10 M. Taboga, *The potential macroeconomic relevance of critical materials: some preliminary evidence*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 897, 2024.

11 N.T. Nassar, E. Shojaeddini, E. Alonso, B. Jaskula e A. Tolcin, *Quantifying potential effects of China's gallium and germanium export restrictions on the U.S. economy*, U.S. Geological Survey Open-File Report, 1057, 2024.

Contestualmente si è registrato un rafforzamento non solo degli scambi tra paesi politicamente affini, ma anche di quelli tra i due gruppi geopolitici e le nazioni neutrali. Tale andamento riflette anche il nuovo ruolo di queste ultime come connettori nelle catene globali del valore, in alcuni casi dovuto all'obiettivo di eludere – almeno parzialmente – dazi e sanzioni[12].

Qualora la frammentazione del commercio lungo queste linee geopolitiche dovesse intensificarsi, gli effetti negativi per l'economia globale sarebbero rilevanti. Ipotizzando che anche solo un sottoinsieme di prodotti (quelli altamente strategici come energia, tecnologie avanzate e beni necessari alla transizione ecologica) fosse soggetto a un'interruzione completa degli scambi tra aree geopolitiche distanti, secondo nostre stime il commercio mondiale e il PIL si contrarrebbero di circa il 10 e il 5 per cento rispettivamente[13]. La Cina e i paesi ad essa più vicini politicamente sarebbero più colpiti, ma le ricadute sarebbero significative anche per l'altra area geopolitica; soltanto alcune economie neutrali potrebbero beneficiarne, grazie al loro ruolo di connettori. Allo stesso tempo, le catene globali del valore andrebbero incontro a una sostanziale riorganizzazione, caratterizzata da un aumento delle interdipendenze mediate da paesi terzi e dalla loro regionalizzazione.

12 Per un approfondimento sul ruolo dei paesi neutrali nel contesto della frammentazione commerciale, cfr. F.P. Conteduca, S. Giglioli, C. Giordano, M. Mancini e L. Panon, *Trade fragmentation unveiled: five facts on the reconfiguration of global, US and EU trade*, "Journal of Industrial and Business Economics", 2025, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 881, 2024; G. Gopinath, P.-O. Gourinchas, A.F. Presbitero e P. Topalova, *Changing global linkages: a new Cold War?*, "Journal of International Economics", 153, 104042, 2025.

13 Le stime sono ottenute attraverso un modello di simulazione del commercio internazionale con relazioni di fornitura tra settori, proposto in D. Baqaee e E. Farhi, *Networks, barriers, and trade*, "Econometrica", 92, 2, 2024, pp. 505-541; cfr. F.P. Conteduca, M. Mancini, G. Romanini, S. Giglioli, A. Borin, M.G. Attinasi, L. Boeckelmann e B. Meunier, *Fragmentation and the future of GVCs*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 932, 2025.

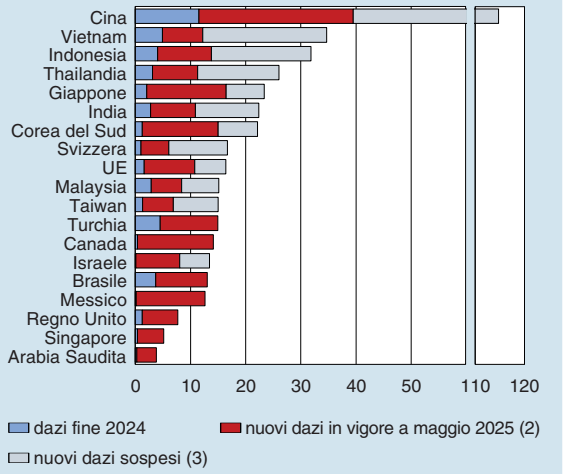
Le nuove politiche protezionistiche degli Stati Uniti

Le tensioni nel commercio internazionale si sono fortemente acuite e allargate nei primi mesi del 2025 a seguito dei dazi introdotti dall'amministrazione statunitense. Essi hanno colpito non solo la Cina e le altre nazioni ritenute non affini dal punto di vista politico, ma anche partner tradizionali come Canada, Messico, Giappone e Unione europea, mettendo in discussione le stesse linee di divisione geopolitica appena considerate. La situazione ha originato elevata incertezza e volatilità (cfr. il capitolo 1), anche per il susseguirsi di annunci di nuove misure, sospensioni temporanee e parziali accordi.

L'intensità dei dazi nei confronti di ciascun paese dipende sia dalla specifica aliquota imposta, sia dalla composizione merceologica delle sue esportazioni verso gli Stati Uniti. Ad esempio, per le merci provenienti dalla UE il dazio medio effettivo passerebbe da meno del 2 per cento alla fine del 2024 a circa il 16 se venissero meno le sospensioni temporanee attualmente in vigore (fig. 14.4). I paesi del Sud Est asiatico come Indonesia, Malesia e Vietnam risulterebbero particolarmente penalizzati, mentre l'escalation con la Cina porterebbe i dazi bilaterali a oltre il 100 per cento. Le barriere tariffarie degli Stati Uniti supererebbero in maniera sostanziale quelle finora applicate dai partner commerciali alle esportazioni statunitensi[14].

Figura 14.4

Dazi medi degli Stati Uniti durante il secondo mandato di Trump per i principali paesi esportatori (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati CEPII (BACI e MAcMap-HS6); P. Fajgelbaum, P. Goldberg, P. Kennedy, A. Khandelwal e D. Taglioni, 2024, op. cit.; F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, 2025, op. cit.
(1) I dazi medi sono pesati per il valore delle importazioni a livello di prodotto. – (2) Tiene conto delle misure annunciate fino al 2 aprile e delle sospensioni temporanee del 9 aprile e del 12 maggio (cfr. la nota 10). Per il Canada e il Messico si assume che rispettivamente il 38 e il 50 per cento dei beni siano esenti, in virtù dello USMCA; i beni rimanenti sono invece soggetti a un aumento di 12 punti percentuali. La lista degli articoli inclusi nei dazi su alluminio e acciaio (annunciati il 10 febbraio) e in quelli su automobili e relative componenti (annunciati il 26 marzo) è stata estratta da documenti ufficiali. – (3) Tiene conto del livello dei nuovi dazi che sarebbero applicati al termine delle sospensioni annunciate il 9 aprile e il 12 maggio (cfr. la nota 10).

Tra gli obiettivi della Presidenza statunitense vi è la riduzione dei disavanzi bilaterali nel commercio di beni, ritenuti responsabili della progressiva erosione del settore manifatturiero domestico, e dovuti – secondo la stessa amministrazione – a pratiche commerciali inique da parte degli altri paesi[15]. L'aumento dei dazi dovrebbe scoraggiare le importazioni, viste come una fonte di perdita di produzione

[14] Ad esempio, in base a nostre elaborazioni, il dazio effettivo medio applicato dall'Unione europea alle esportazioni dagli Stati Uniti era pari all'1,5 per cento alla fine del 2024.

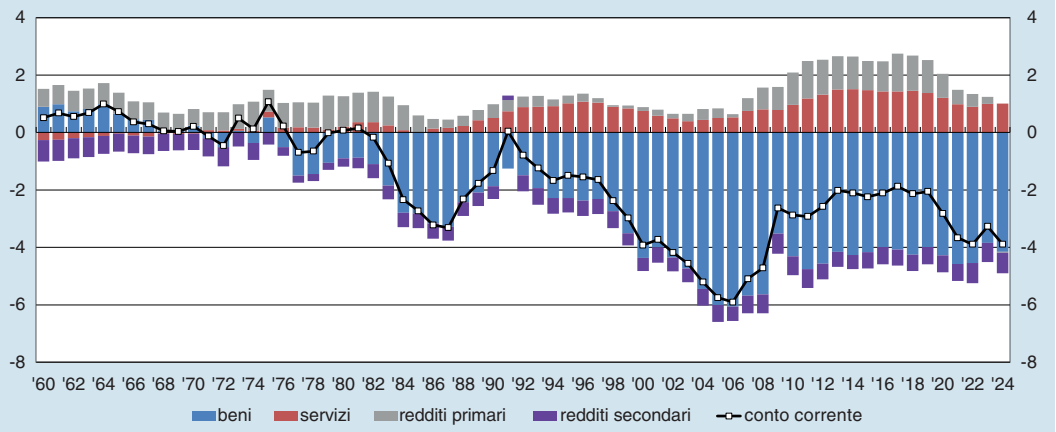
[15] Per maggiori informazioni, cfr. sul sito *The White House* della Presidenza Trump: *Regulating imports with a reciprocal tariff to rectify trade practices that contribute to large and persistent annual United States goods trade deficits*, 2 aprile 2025, e *America First trade policy*, 20 gennaio 2025.

e occupazione interne e non come un canale di accesso efficiente a beni intermedi e finali, secondo la logica dei vantaggi comparati tra paesi.

Il saldo commerciale di beni degli Stati Uniti è tuttavia strutturalmente negativo dal 1975 e le sue fluttuazioni hanno riflesso principalmente l'andamento della domanda interna più che le politiche in materia di scambi con l'estero (fig. 14.5). All'ampliamento del disavanzo di conto corrente, associato al deficit commerciale, ha fortemente contribuito la diminuzione dei risparmi delle famiglie negli anni novanta, a cui si è aggiunto un progressivo indebitamento della Pubblica amministrazione dal 2001[16]. Va però rilevato che il disavanzo commerciale statunitense risulta più contenuto se si include il surplus negli scambi di servizi (sarebbe pari al 3,1 per cento del PIL, anziché al 4,2), generato soprattutto dalle imprese innovative e dalle società tecnologiche di grande dimensione (Big Tech) presenti nel paese. Esso sarebbe ancora inferiore se si tenessero in considerazione le strategie di trasferimento dei profitti verso paesi con tassazione minore adottate dalle grandi multinazionali[17].

Figura 14.5

Saldo di conto corrente degli Stati Uniti e sue componenti
(dati annuali a prezzi correnti; valori in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Bureau of Economic Analysis (BEA).

Il persistere di un saldo negativo di conto corrente può sollevare interrogativi sulla sua sostenibilità di lungo periodo, in quanto necessita di afflussi di capitale per essere finanziato, con un impatto sull'indebitamento con l'estero. In realtà, fino all'ultima crisi finanziaria globale, la posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti non ha superato il 22 per cento del PIL ed è addirittura migliorata di oltre 10 punti tra il 2002 e il 2007 (fig. 14.6). Questo apparente paradosso può essere spiegato dal ruolo del dollaro e

16 Le poche fasi di riduzione del deficit commerciale sono coincise principalmente con i periodi di recessione degli Stati Uniti, caratterizzati dalla debolezza di consumi e investimenti (ad es. la crisi finanziaria del 1987 e quella globale degli anni 2007-09).

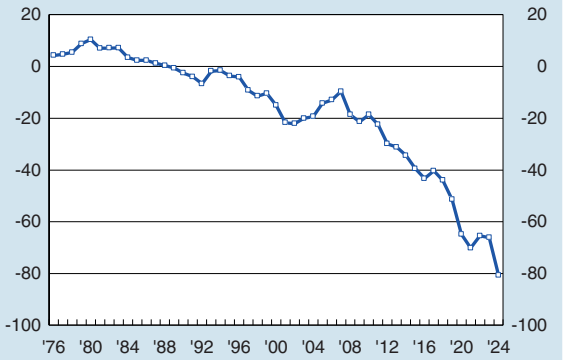
17 Tenendo conto dei ricavi attribuibili a questa strategia, il disavanzo commerciale degli Stati Uniti in rapporto al PIL sarebbe stato di oltre un punto percentuale più basso rispetto quanto risulta dalle statistiche ufficiali; cfr. F. Guvenen, R.J. Mataloni Jr., D.G. Rassier e J.K. Ruhl, *Offshore profit shifting and aggregate measurement: balance of payments, foreign investment, productivity, and the labor share*, "American Economic Review", 112, 6, 2022, pp. 1848-1884.

dei titoli pubblici statunitensi come attività prive di rischio (*safe assets*): si tratta del cosiddetto "privilegio esorbitante", che ha consentito agli Stati Uniti di finanziarsi a basso costo sul mercato obbligazionario e di effettuare investimenti diretti e azionari all'estero, il cui valore nei primi anni duemila è cresciuto in maniera significativa[18]. Dopo la crisi finanziaria globale la posizione debitoria netta si è deteriorata, fino a circa l'80 per cento del PIL nel 2024, non a causa del deficit di conto corrente, rimasto relativamente stabile, ma per l'ascesa dei corsi azionari statunitensi, che ha accresciuto il valore delle passività nei confronti dei non residenti[19].

Figura 14.6

Posizione patrimoniale netta sull'estero degli Stati Uniti

(dati annuali a prezzi correnti; valori in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati BEA.

Sebbene la globalizzazione e in particolare l'ingresso della Cina nella WTO abbiano accentuato le perdite occupazionali nei settori più esposti alla concorrenza internazionale, il ridimensionamento della manifattura statunitense precede tali eventi. L'incidenza di quest'ultima sul PIL è in calo dalla fine degli anni sessanta e l'occupazione nel comparto in rapporto al totale del settore privato è scesa dal 35 per cento di allora al 10 nel 2023[20]. Tale riduzione riflette la terziarizzazione dell'economia, che ha accomunato la maggior parte delle economie avanzate, incluse quelle che presentano un surplus nel commercio di beni. Inoltre i progressi tecnologici, l'automazione e le economie di scala hanno comportato un aumento significativo della produttività nel settore manifatturiero statunitense[21].

Le evidenze disponibili non sembrano supportare la tesi in base alla quale l'imposizione di dazi possa incrementare i livelli di occupazione nella manifattura. Secondo uno studio della Federal Reserve, i dazi adottati dagli Stati Uniti nel biennio 2018-19 hanno ridotto l'occupazione in tale comparto, avendo causato una crescita dei costi dei beni intermedi e indotto misure di ritorsione che hanno più che controbilanciato i limitati benefici nei settori protetti[22]. Altri lavori

18 P.-O. Gourinchas e H. Rey, *External adjustment, global imbalances, valuation effects*, in G. Gopinath, E. Helpman e K. Rogoff (a cura di), *Handbook of international economics*, vol. 4, Amsterdam, Elsevier, 2014, pp. 585-645.

19 A. Atkeson, J. Heathcote e F. Perri, *The end of privilege: a reexamination of the net foreign asset position of the United States*, "American Economic Review", di prossima pubblicazione.

20 La quota è calcolata in unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

21 Il valore aggiunto reale pro capite della manifattura è più che raddoppiato tra la fine degli anni sessanta e il 2023, passando da 3.000 a quasi 7.000 dollari (quello dei servizi da 12.000 a oltre 44.000), con circa due terzi dell'incremento concentrati nel periodo dal 1990 in poi.

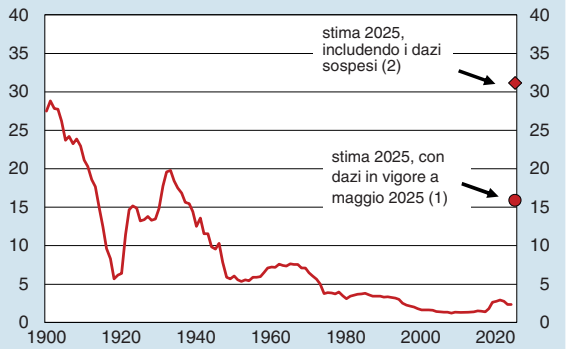
22 A. Flaaen e J. Pierce, *Disentangling the effects of the 2018-2019 tariffs on a globally connected U.S. manufacturing sector*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 86, 2019.

confermano che l'effetto prevalente dei dazi è stato l'aumento dei prezzi per i consumatori. Inoltre, sebbene in alcuni comparti si siano registrati incrementi occupazionali, questi hanno avuto un costo molto elevato: si stima, ad esempio, che ogni posto di lavoro salvaguardato nella produzione delle lavatrici comporti un costo permanente di circa 800.000 dollari all'anno[23].

Oltre a non rappresentare uno strumento efficace per ridurre il disavanzo di conto corrente e l'indebitamento netto con l'estero o per rilanciare l'occupazione manifatturiera, l'uso estensivo dei dazi rischia di avere implicazioni profonde sull'assetto della globalizzazione. Anche tenendo conto delle sospensioni temporanee, le misure recenti hanno riportato i dazi medi statunitensi su valori prossimi a quelli dei tempi dello Smoot-Hawley Tariff Act del 1930 (fig. 14.7), che contribuì a innescare una spirale di ritorsioni protezionistiche globali aggravando il crollo del commercio mondiale durante la Grande depressione[24]. Secondo nostre stime le nuove barriere attualmente in vigore, sebbene inferiori a quelle inizialmente annunciate, comporterebbero una contrazione dei flussi commerciali globali di oltre il 5 per cento. I dazi introdurrebbero distorsioni nell'allocazione dei fattori e nella localizzazione delle produzioni, causando una profonda riconfigurazione delle catene globali del valore; ne deriverebbe un sistema commerciale meno efficiente e più opaco a causa dell'allungamento delle filiere produttive volto a eludere almeno parzialmente le barriere commerciali[25].

Figura 14.7

Dazi medi degli Stati Uniti
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati United States Bureau of the Census, *Historical statistics of the United States. Colonial times to 1970*, 1975; United States International Trade Commission, *US imports for consumption, duties collected, and ratio of duties to value, 1891-2024*, 2025. Per il 2025, cfr. F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, 2025, op. cit.
(1) Tiene conto delle misure annunciate fino al 2 aprile e delle sospensioni temporanee del 9 aprile e del 12 maggio (cfr. la nota 10). Per il Canada e il Messico si assume che rispettivamente il 38 e il 50 per cento dei beni siano esenti, in virtù dello USMCA; i beni rimanenti sono invece soggetti a un aumento di 12 punti percentuali. La lista degli articoli inclusi nei dazi su alluminio e acciaio (annunciati il 10 febbraio) e in quelli su automobili e relative componenti (annunciati il 26 marzo) è stata estratta da documenti ufficiali. – (2) Tiene conto del livello dei nuovi dazi che sarebbero applicati al termine delle sospensioni annunciate il 9 aprile e il 12 maggio (cfr. la nota 10).

23 P. 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; A. Flaaen, A. Hortaçsu e F. Tintelnot, *The production relocation and price effects of U.S. trade policy: the case of washing machines*, "American Economic Review", 110, 7, 2020, pp. 2103-2127; M. Amiti, S.J. Redding e D.E. Weinstein, *The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare*, "Journal of Economic Perspectives", 33, 4, 2019, pp. 187-210.

24 B. Eichengreen e D.A. Irwin, *The slide to protectionism in the Great Depression: who succumbed and why?*, "The Journal of Economic History", 70, 4, 2009, pp. 871-897; D. Pellegrino, *Il protezionismo negli anni '30 del Novecento: breve storia di un "trade policy disaster"*, Banca d'Italia, Quaderni di storia economica, di prossima pubblicazione.

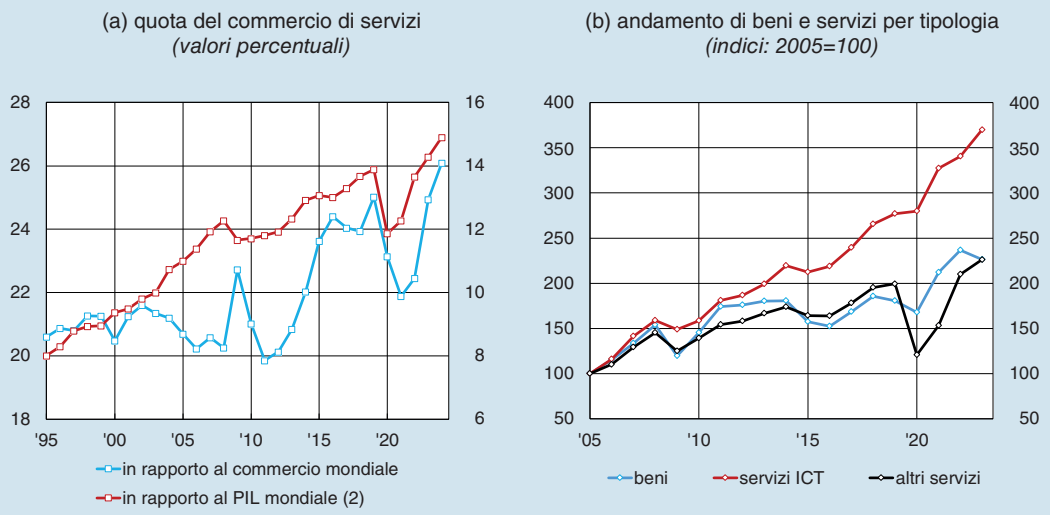
25 F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, 2025, op. cit.

Il commercio di servizi e la digitalizzazione

Negli ultimi quindici anni il commercio di servizi ha avuto una crescita significativamente più rapida rispetto a quello di beni, trasformandosi in una componente centrale negli scambi mondiali. Tra il 1995 e il 2024 il peso dei servizi esportati sull'interscambio totale è passato da circa un quinto a oltre un quarto (oltre un terzo se si considerano esclusivamente i flussi all'interno delle catene globali del valore), e quello sul PIL mondiale dal 12 al 15 per cento (fig. 14.8.a). Nel 2024 il commercio di servizi è cresciuto a un tasso più che doppio rispetto a quello di beni; tale tendenza è destinata a rafforzarsi nel 2025 per effetto dei dazi che, almeno inizialmente, incideranno prevalentemente sui flussi di merci.

Figura 14.8

Commercio mondiale di servizi (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca Mondiale, FMI e WTO.
(1) Dati annuali a prezzi correnti. – (2) Scala di destra.

La digitalizzazione costituisce il fattore principale di questo andamento. Essa, favorendo lo scambio tra paesi e abbattendo molti ostacoli legati alla necessità della presenza fisica, ha contribuito in maniera sostanziale nel commercio internazionale dei servizi all'abbattimento dei costi, che negli ultimi vent'anni si sono ridotti tra il 30 e il 60 per cento a seconda del comparto[26]. Il commercio dei servizi fruibili digitalmente – tra cui software, cloud computing, consulenza informatica e servizi finanziari e assicurativi – è cresciuto a un tasso medio annuo dell'8 per cento, il doppio rispetto ai servizi tradizionali quali viaggi, turismo e trasporti, che richiedono lo spostamento di persone o merci (fig. 14.8.b). L'adozione crescente dell'intelligenza artificiale, che

[26] Secondo le stime dell'OCSE, le tecnologie informatiche rappresentano il principale fattore della riduzione dei costi, contribuendo fino ai due terzi del calo nel caso dei servizi finanziari; cfr. S. Benz, A. Jaax e Y.V. Yotov, *Shedding light on the drivers of services tradability over two decades*, OECD Trade Policy Papers, 264, 2022.

riduce le barriere linguistiche e facilita l'incontro tra domanda e offerta, rafforzerà questa tendenza[27].

Un ulteriore impulso al commercio di servizi è venuto dalla loro crescente integrazione nelle produzioni manifatturiere, la cosiddetta *servitization* dell'industria. A livello globale, nella manifattura il 32 per cento del valore dei beni finali è attribuibile ai servizi. Tale quota è più elevata per i beni consumati nell'Unione europea (36 per cento) e negli Stati Uniti (34), mentre – sebbene sia aumentata sensibilmente negli ultimi anni – rimane inferiore in Cina (27). Inoltre le aziende manifatturiere offrono sempre più spesso servizi post-vendita, come manutenzione, riparazione, formazione o consulenza, in combinazione con i loro prodotti fisici. È il caso, ad esempio, di alcune grandi imprese che operano nell'elettronica di consumo, che hanno visto crescere nel loro fatturato l'incidenza della vendita di software, applicazioni mobili, contenuti multimediali e servizi di pagamento. Anche le principali imprese automobilistiche stanno registrando un'espansione significativa dei ricavi derivanti dai servizi, che rappresentano dal 10 al 30 per cento delle entrate totali.

Il commercio di servizi ha inoltre beneficiato di accordi di libero scambio nei quali sono state inserite clausole volte a favorire la crescita delle transazioni digitali[28]. Tuttavia le crescenti tensioni e le preoccupazioni sui rischi posti dall'economia digitale stanno mutando l'orientamento delle politiche commerciali anche in tale ambito. Si sono rafforzate le barriere normative, soprattutto nei servizi digitali, come dimostra il *Services Trade Restrictiveness Index* (STRI)[29], che nell'ultimo decennio è aumentato soprattutto nei settori delle telecomunicazioni e dell'informazione. Sono diventati più stringenti in particolare i provvedimenti legati alla localizzazione dei dati – obblighi di archiviazione locale e limiti ai trasferimenti transfrontalieri – e si è accentuata l'eterogeneità normativa tra le diverse giurisdizioni[30].

Le economie avanzate continuano ad avere un ruolo prevalente nel commercio mondiale di servizi, con una quota pari a circa il 70 per cento, a fronte del 52 per la componente di beni. Tuttavia i paesi emergenti stanno crescendo anche in questo settore e la loro quota è aumentata di 10 punti percentuali rispetto all'inizio degli anni duemila. La concentrazione geografica è ancora maggiore per i servizi digitali più avanzati: oltre il 70 per cento delle esportazioni nei settori più innovativi (cloud,

---

27 Studi recenti indicano che l'introduzione di algoritmi di intelligenza artificiale nelle applicazioni digitali può moltiplicare di oltre dieci volte il numero di utenti stranieri; cfr. R. Sun e D. Trefler, *The impact of AI and cross-border data regulation on international trade in digital services*, NBER Working Paper Series, 31925, 2023.

28 In particolare, il *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership* (CPTPP), entrato in vigore nel 2018, e la *Regional Comprehensive Economic Partnership* (RCEP), del 2022, includono clausole su protezione dei dati, cybersicurezza e scambio di prodotti digitali. L'inserimento di queste norme negli accordi avrebbe ridotto i costi commerciali tra il 3 e il 14 per cento nei servizi di comunicazione e finanziari; cfr. S. Benz, A. Jaax e Y.V. Yotov, 2022, op. cit.

29 L'indice misura il grado di restrizioni normative che ostacolano il commercio internazionale di servizi nei paesi OCSE e in diverse economie emergenti; è costruito sulla base di dati qualitativi e quantitativi che classificano le restrizioni in cinque aree: accesso al mercato, trattamento nazionale, requisiti di licenza, mobilità delle persone fisiche e trasparenza normativa.

30 O. Borgogno e M. Savini Zangrandi, *Data governance and the regulation of the platform economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 652, 2021; O. Borgogno e M. Savini Zangrandi, *Data governance: a tale of three subjects*, "Journal of Law, Market & Innovation", 1, 2, 2022, pp. 50-75; O. Borgogno e M. Savini Zangrandi, *Chinese data governance and trade policy: from cyber sovereignty to the quest for digital hegemony?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 759, 2023.

software, streaming) è ascrivibile agli Stati Uniti. I ricavi europei in tali comparti sono inferiori di oltre la metà rispetto a quelli statunitensi e sono in larga parte riconducibili a controllate estere di multinazionali statunitensi[31].

La specializzazione nei servizi contribuisce, in alcune economie, a bilanciare gli squilibri delle partite correnti. Ad esempio il disavanzo commerciale degli Stati Uniti nei confronti dell'Unione europea si riduce di quasi il 60 per cento se oltre agli scambi di beni si considerano quelli di servizi, che in gran parte sono fruibili digitalmente (da 258 miliardi di euro a 110 nel 2024). Inoltre la Cina, pur avendo un ampio surplus nel commercio di beni nei confronti del resto del mondo (768 miliardi di dollari), registra un significativo deficit nell'interscambio di servizi (229 miliardi).

Le implicazioni per l'economia italiana

Le esportazioni italiane hanno avuto una buona performance complessiva negli ultimi anni (cfr. il capitolo 9). Tuttavia, in prospettiva, la crescente frammentazione degli scambi di beni e la contestuale espansione delle transazioni di servizi, in particolare digitali, potrebbero avere ripercussioni negative per l'economia italiana. Anche l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea si è riflessa sfavorevolmente sulle esportazioni delle imprese italiane operanti su tale mercato (cfr. il riquadro: *La reazione delle imprese esportatrici italiane alla Brexit*).

LA REAZIONE DELLE IMPRESE ESPORTATRICI ITALIANE ALLA BREXIT

L'uscita del Regno Unito dalla UE ha rappresentato un importante episodio di frammentazione del sistema commerciale europeo. Nel 2024 il peso delle esportazioni di beni verso il Regno Unito su quelle complessive era significativamente inferiore rispetto al 2015, l'anno precedente al referendum sulla Brexit, sia per l'Italia (4,4 per cento, da 5,4) sia per gli altri principali paesi dell'area dell'euro (figura A, pannello a).

Successivamente all'esito del referendum le imprese europee che esportano nel Regno Unito hanno affrontato un lungo periodo di incertezza sul nuovo assetto di regolamentazione degli scambi commerciali, che si è concluso all'inizio del 2021 con l'entrata in vigore del *Trade and Cooperation Agreement* (TCA; cfr. il riquadro: *L'accordo sugli scambi commerciali e sulla cooperazione tra l'Unione europea e il Regno Unito*, in *Bollettino economico*, 1, 2021). Tale accordo ha istituito un'area di libero scambio tra la UE e il Regno Unito senza dazi né quote, introducendo tuttavia barriere non tariffarie, tra cui controlli doganali, requisiti regolamentari e condizioni da rispettare per poter accedere al trattamento preferenziale previsto dall'accordo (regole di origine)[1].

Un'analisi basata sui microdati dell'Agenzia delle Dogane e dei monopoli indica che, nonostante l'incertezza seguita al referendum, le esportazioni di beni delle imprese

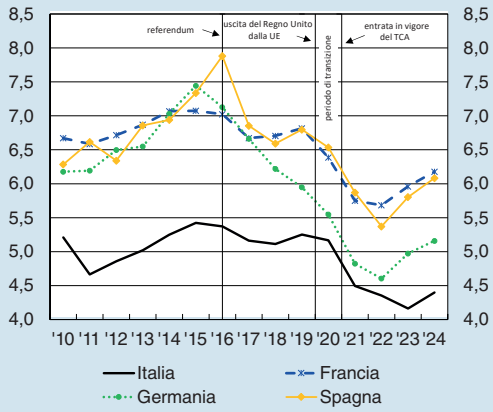
[1] Le regole di origine contenute nel TCA determinano i requisiti minimi in termini di valore aggiunto prodotto all'interno dell'economia esportatrice (il Regno Unito o la UE) affinché il bene sia esente da dazi negli scambi bilaterali.

[31] V. Stojkoski, P. Koch, E. Coll e C.A. Hidalgo, *Estimating digital product trade through corporate revenue data*, "Nature Communications", 19 giugno 2024.

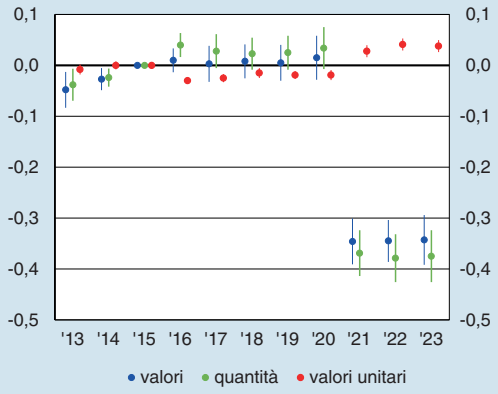
Figura A

Andamento delle esportazioni di beni verso il Regno Unito

(a) quota delle esportazioni verso il Regno Unito sulle esportazioni totali
(dati annuali; valori percentuali)



(b) vendite delle imprese italiane nel Regno Unito rispetto a quelle verso gli altri paesi (1)
(dati annuali; valori dei coefficienti stimati)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni su dati dell'Agenzia delle Dogane e dei monopoli.
(1) La figura riporta la stima puntuale e l'intervallo di confidenza al 95 per cento dei coefficienti ottenuti per ciascun anno da una regressione in cui la variabile dipendente è il flusso, in logaritmi, delle esportazioni delle imprese italiane per prodotto, paese e anno. Il modello include controlli a livello di anno e paese (il logaritmo del PIL e delle importazioni totali del paese di destinazione, il tasso di cambio e un indice che misura la rigidità delle misure di contenimento durante la pandemia) ed effetti fissi a livello di prodotto-anno-impresa e prodotto-paese-impresa. Le stime sono normalizzate rispetto al valore del 2015.

italiane verso il Regno Unito fino al 2020 hanno avuto un andamento molto simile a quello delle vendite verso gli altri principali mercati di destinazione[2] (figura A, pannello b). Dopo l'entrata in vigore del TCA esse sono invece diminuite in media di oltre il 30 per cento rispetto a quelle verso le altre economie; il calo è stato prodotto dalla riduzione delle quantità esportate, a fronte di un lieve aumento dei valori unitari.

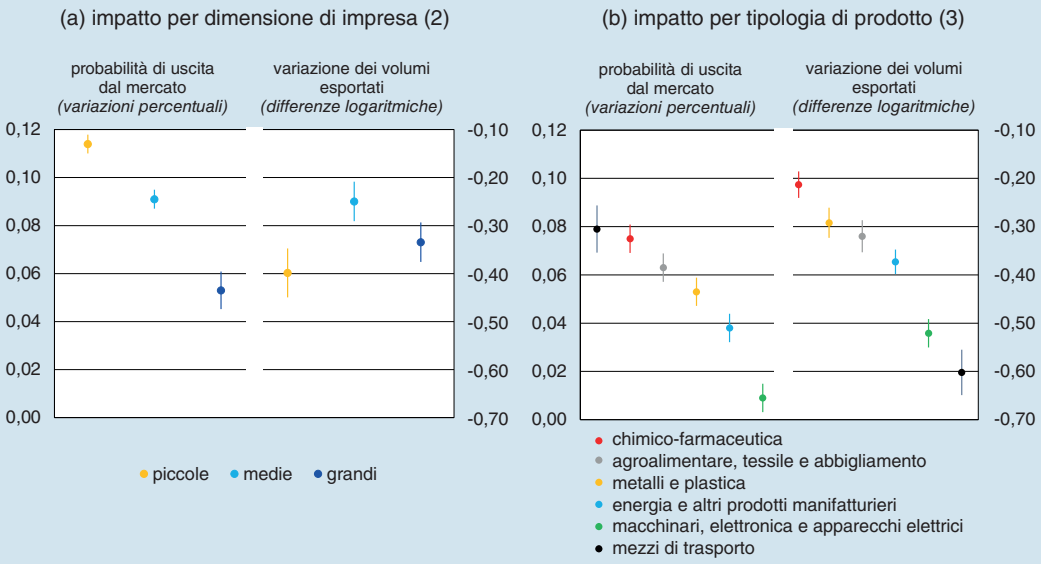
In seguito al TCA, le aziende di minore dimensione hanno evidenziato sia una più elevata probabilità di cessare l'attività di esportazione verso il Regno Unito, sia una contrazione più accentuata dei valori esportati rispetto a quanto osservato nei confronti di altri mercati di destinazione (figura B, pannello a). Anche le grandi imprese hanno risentito della nuova regolamentazione degli scambi, sebbene in misura relativamente inferiore.

L'intensità dell'impatto del TCA sulle esportazioni è stata eterogenea anche per le diverse tipologie di prodotto (figura B, pannello b). Il settore più colpito è stato quello dei mezzi di trasporto, per il quale si registrano sia forti riduzioni nei flussi esportati nel Regno Unito rispetto a quelli verso il resto del mondo, sia una più elevata probabilità di uscita dal mercato. Invece per i macchinari, l'elettronica e gli apparecchi elettrici, i beni energetici e gli altri prodotti manifatturieri, pur riducendosi le vendite nel Regno Unito nel confronto con quelle in altri paesi, è rimasta maggiore la propensione a mantenere i rapporti commerciali.

2 S. Federico e S. Giglioli, *Reshaping trade after Brexit: firms' adjustment to uncertainty and non-tariff barriers*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Figura B

Impatto del TCA sulle esportazioni delle imprese italiane verso il Regno Unito rispetto a quelle verso gli altri paesi (1)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Agenzia delle Dogane e dei monopoli e dati Cerved.
(1) La figura riporta la stima puntuale e l'intervallo di confidenza al 95 per cento dei coefficienti relativi al periodo di entrata in vigore del TCA. Per la stima della variazione dei volumi esportati, la variabile dipendente della regressione è il flusso, in logaritmi, delle esportazioni delle imprese italiane per prodotto, paese e anno. Il modello include gli stessi controlli ed effetti fissi elencati nella nota 1 della figura A. Per la stima dell'uscita dal mercato, la variabile dipendente è la probabilità che un'impresa cessi l'attività di esportazione nel Regno Unito. Si includono gli stessi controlli utilizzati nella stima della variazione delle esportazioni ed effetti fissi per anno-impresa e paese-impresa. Il periodo di riferimento è quello pre-referendum. – (2) La dimensione di impresa è calcolata sulla base del fatturato annuo: le imprese sono classificate come "piccole" se il loro fatturato è sotto la mediana, "medie" se è compreso tra la mediana e il novantesimo percentile e "grandi" se supera quest'ultimo. – (3) I prodotti sono definiti in base alla classificazione HS (*Harmonized System*) a due cifre.

A parità di dimensione di impresa e di tipologia di prodotto, gli effetti sono stati più pronunciati per i beni soggetti a regole di origine particolarmente stringenti, in termini sia di cessazione delle relazioni sia di riduzione del valore esportato, verosimilmente a causa dell'aumento della complessità amministrativa e dei costi operativi per le imprese.

Ricadute negative potrebbero derivare dalle politiche commerciali degli Stati Uniti, che rappresentano per l'Italia il primo mercato di sbocco tra i paesi extra UE, con una quota del 10,4 per cento sul totale delle vendite all'estero nel 2024. Il peso del mercato statunitense sul valore aggiunto del settore manifatturiero italiano era pari all'8 per cento nel 2023 (ultimo dato disponibile)[32].

La composizione settoriale delle esportazioni, il posizionamento su fasce qualitative medio-alte e la buona redditività delle aziende potrebbero attenuare le conseguenze dell'inasprimento dei dazi (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle esportazioni italiane ai dazi statunitensi*, in *Bollettino economico*, 2, 2025). Le imprese caratterizzate da margini di profitto più compressi potrebbero però subire effetti rilevanti già nel breve periodo. Il quadro potrebbe aggravarsi se le tensioni commerciali indebolissero la domanda globale o determinassero episodi di instabilità finanziaria.

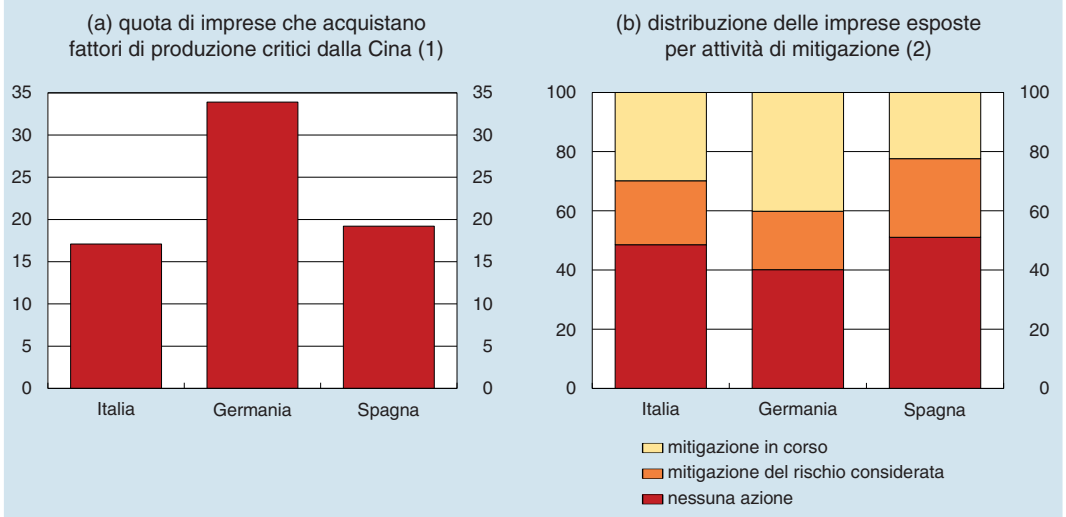
[32] La stima considera sia l'esposizione diretta, connessa con le esportazioni verso gli Stati Uniti, sia quella indiretta, che tiene conto dei prodotti intermedi venduti a paesi terzi e successivamente riesportati.

Evidenze basate sull'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), condotta dalla Banca d'Italia tra febbraio e maggio di quest'anno, indicano che oltre il 40 per cento delle aziende italiane che esportano negli Stati Uniti non adotterebbe strategie specifiche in risposta all'aumento dei dazi, ritenendo che i volumi di vendita su quel mercato siano contenuti rispetto al totale del loro fatturato. Diversamente, oltre un quinto intenderebbe cercare mercati sostitutivi; il 7 per cento stabilirebbe o rafforzerebbe una presenza produttiva locale negli Stati Uniti, mentre il 5 per cento non adotterebbe alcuna contromisura, per assenza o costo eccessivo delle alternative[33].

Un ulteriore profilo di rischio per le imprese italiane potrebbe derivare dalla riorganizzazione del commercio mondiale in aree geopolitiche. In questa eventualità il venire meno degli approvvigionamenti dalla Cina, il secondo mercato di provenienza dei beni importati dall'Italia e fornitore essenziale in numerose filiere, rappresenterebbe una fonte di rischio rilevante. Evidenze raccolte da sondaggi condotti nel 2023 dalla Banca d'Italia, in coordinamento con il Banco de España e con la Deutsche Bundesbank, indicano che il 17 per cento delle imprese italiane importava input critici dalla Cina; per la Germania e la Spagna la quota era ancora più elevata (fig. 14.9.a)[34].

Figura 14.9

Esposizione delle imprese agli approvvigionamenti dalla Cina
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati delle indagini *Bundesbank online panel: firms* (BOP-F); *Encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial* (EBAE); Banca d'Italia, Invind; cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese:* Indagine sulle imprese industriali e dei servizi *(Invind)*. Le indagini sono state svolte nel 2023.
(1) I fattori di produzione critici sono beni la cui assenza comporterebbe una riduzione della qualità del bene o del servizio prodotto, o senza i quali una parte rilevante del processo produttivo o dell'attività aziendale non potrebbe essere completata o subirebbe dei ritardi. Il periodo di riferimento è costituito dai 12 mesi precedenti. – (2) Le strategie di mitigazione includono la sostituzione di input con altri analoghi provenienti dal proprio paese o da paesi diversi dalla Cina (in ambito UE o extra UE), oppure con la produzione in azienda.

33 Oltre a quelle indicate, le altre contromisure includono la riduzione del prezzo di vendita sul mercato degli Stati Uniti, nonché l'aumento della qualità o del valore aggiunto della linea dei prodotti destinati a quel mercato.

34 Ulteriori informazioni sui sondaggi coordinati condotti da Banca d'Italia, Banco de España e Deutsche Bundesbank sono contenute in I. Balteanu, M. Bottone, A. Fernández-Cerezo, D. Ioannou, A. Kutten, M. Mancini, M. e R. Morris, *European firms facing geopolitical risk: evidence from recent Eurosystem surveys*, "VoxEU CEPR", 18 maggio 2024.

Secondo uno stress test basato su dati a livello di impresa di cinque paesi dell'area dell'euro, una riduzione del 50 per cento della fornitura di input critici dalla Cina e dai paesi ad essa allineati potrebbe portare a una perdita di valore aggiunto manifatturiero di oltre il 3 per cento per l'Italia, superiore a quella che si registrerebbe nelle altre economie europee incluse nell'analisi[35].

Al fine di fronteggiare i rischi connessi con l'eventualità di una diminuzione significativa o di un'interruzione delle forniture, nel 2023 il 30 per cento delle imprese italiane esposte segnalava di aver già adottato misure per ridurre la dipendenza dalla Cina (contro il 40 della Germania e poco più del 20 della Spagna; fig. 14.9.b). Inoltre un ulteriore 20 per cento aveva in programma interventi per mitigare i rischi derivanti dalle eventuali limitazioni di importazioni dalla Cina entro la fine dell'anno successivo, valore in linea con quello della Germania, ma inferiore a quello della Spagna. Tra le strategie di mitigazione più comuni spiccava la sostituzione dei fornitori cinesi con quelli nell'ambito della UE e, in misura minore, con altri al di fuori dell'Unione. Restava comunque elevato il numero di imprese che non avevano ancora intrapreso o non avevano pianificato alcun intervento di mitigazione, in parte a causa della maggiore difficoltà nel reperire fonti di approvvigionamento alternative.

A fronte dei crescenti rischi di frammentazione degli scambi di beni, il peso relativamente ridotto dell'Italia nel commercio di servizi avanzati, seppure in crescita, limita le possibilità per la nostra economia di beneficiare appieno della loro forte espansione globale trainata dalla digitalizzazione. Ad esempio, la quota delle esportazioni dei servizi digitali rappresenta solo il 3 per cento del PIL, contro una media europea del 9 per cento. Tale divario riflette anche i ridotti investimenti in ricerca e sviluppo nei settori ICT, la cui incidenza sul PIL nel 2023 era pari in Italia a un quinto di quella statunitense e alla metà di quella cinese.

35 Oltre che sulle imprese italiane, l'analisi è stata condotta sulle aziende di Belgio, Francia, Slovenia e Spagna. Le perdite sarebbero pari al 2, al 2,5, al 3 e al 2,9 per cento, rispettivamente; cfr. L. Panon, L. Lebastard, M. Mancini, A. Borin, P. Caka, G. Cariola, D. Essers, E. Gentili, A. Linarello, T. Padellini, F. Requena e J. Timini, *Inputs in distress: geoeconomic fragmentation and firms' sourcing*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 861, 2024.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA[1]

DIRETTORIO

Fabio PANETTA	- Governatore
Luigi Federico SIGNORINI	- Direttore generale
Paolo ANGELINI	- Vice Direttore generale
Chiara SCOTTI	- Vice Direttrice generale

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Salvatore DI VITALE
Alberto BERTONE	Andrea ILLY
Mirella BOMPADRE	Donatella SCIUTO
Nicola CACUCCI	Orietta Maria VARNELLI
Renata CODELLO	Marco ZIGON
Francesca COZZANI	

COLLEGIO SINDACALE

Gaetano PRESTI - Presidente

Giuliana BIRINDELLI	Giuseppe MELIS
Giovanni LIBERATORE	Anna Lucia MUSERRA

SINDACI SUPPLENTI

Paola CHIRULLI	Andrea NERVI

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

Marino Ottavio PERASSI	- Avvocato generale
Alberto MARTIELLO	- Capo del dipartimento risorse umane e informazione fino al 31 maggio 2025
Massimo DORIA	- Capo del dipartimento risorse umane e informazione dal 1° giugno 2025
Magda BIANCO	- Capo del dipartimento tutela della clientela ed educazione finanziaria
Gian Luca TREQUATTRINI	- Segretario del Direttorio
Giuseppe SIANI	- Capo del dipartimento vigilanza bancaria e finanziaria
Sergio NICOLETTI ALTIMARI[2]	- Capo del dipartimento economia e statistica
Giuseppe ZINGRILLO	- Capo del dipartimento informatica
Paolo SESTITO	- Capo del dipartimento pianificazione, organizzazione e bilancio
Stefano DE POLIS	- in distacco presso l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) Segretario generale fino al 31 maggio 2025
Ida MERCANTI	- in distacco presso l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) Segretario generale dal 1° giugno 2025
Paolo DEL GIOVANE	- Capo del dipartimento mercati e operazioni di politica monetaria
Stefano SIVIERO	- Capo del dipartimento pagamenti e infrastrutture di mercato
Francesco GIAGULLI	- Capo del dipartimento immobili e appalti

* * *

Enzo SERATA	- Direttore dell'Unità di informazione finanziaria per l'Italia (UIF)

[1] Situazione al 26 maggio 2025, data di stampa del volume.

[2] Nominato Vice Direttore generale dal Consiglio Superiore della Banca d'Italia il 15 maggio 2025, nomina in corso di approvazione con decreto del Presidente della Repubblica, promosso dal Presidente del Consiglio dei ministri di concerto con il Ministro dell'Economia e delle finanze, sentito il Consiglio dei ministri.

Stampato su carta certificata Ecolabel UE
(numero di registrazione: FI/011/001)