



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria  
dei Partecipanti  
Roma, 31 maggio 2012

CENTODICOTTESIMO ESERCIZIO

anno 2011

esercizio

CXVIII



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione Annuale

---

Presentata all'Assemblea Ordinaria  
dei Partecipanti  
anno 2011 - centodiciottesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2012

© Banca d'Italia, 2012

**Indirizzo**

Via Nazionale, 91  
00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati.

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

ISSN 1972-845X (stampa)

ISSN 2280-4129 (online)

*Stampato nel mese di maggio 2012  
presso la Divisione Editoria e stampa  
della Banca d'Italia in Roma*

---

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

---

# INDICE

## L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

<b>1. Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree</b>	3
L'economia statunitense	4
L'economia giapponese	9
L'economia della UE	10
Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile e Russia	12
<b>2. I mercati finanziari e valutari</b>	17
I paesi industriali	17
I paesi emergenti e i nuovi membri della UE non appartenenti all'area dell'euro	22
<b>3. Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti</b>	27
Il commercio internazionale	27
I prezzi delle materie prime	30
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti	33
<b>4. Il G20 e la cooperazione economica internazionale</b>	38
Politiche di sostegno alla crescita e contenimento dei rischi di instabilità finanziaria	38
Riforma della sorveglianza dell'FMI e del sistema monetario internazionale	41
Gli impegni per lo sviluppo e la riduzione della povertà	43

## ANDAMENTI MACROECONOMICI, POLITICHE DI BILANCIO E POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

<b>5. Gli andamenti macroeconomici</b>	47
La congiuntura nell'area dell'euro	47
I prezzi e i costi	51
L'occupazione	54
La bilancia dei pagamenti	54
<b>6. Le politiche di bilancio</b>	58
La riforma della governance europea	64
<b>7. La politica monetaria comune</b>	67
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	68
La moneta e il credito	71
Le operazioni di politica monetaria	72

## L'ECONOMIA ITALIANA

<b>8. La domanda, l'offerta e i prezzi</b>	81
I consumi delle famiglie	81
Gli investimenti	86
Le esportazioni e le importazioni	88
L'offerta produttiva	89
L'andamento dell'attività industriale nell'ultimo biennio	90
I prezzi e i costi	91
<b>9. Il mercato del lavoro</b>	94
L'occupazione e la domanda di lavoro	94
La composizione dell'occupazione residente	97
L'offerta di lavoro e la disoccupazione	99
La regolamentazione del mercato del lavoro	101
Le retribuzioni, il costo del lavoro e le relazioni industriali	103
La distribuzione delle retribuzioni e del reddito familiare	105
<b>10. La struttura produttiva e le politiche strutturali</b>	107
Le dinamiche settoriali	107
Le imprese e la crescita	110
Il contesto istituzionale per l'attività d'impresa	112
Regolamentazione e concorrenza nel settore dei servizi	115
Le infrastrutture fisiche e tecnologiche	116
<b>11. Il ruolo delle donne nell'economia italiana</b>	118
I divari nel mercato del lavoro e nelle imprese	118
Le radici dei divari di genere	122
Le politiche	125
<b>12. La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero</b>	128
Il conto corrente e il conto capitale	128
Gli investimenti	136
La posizione patrimoniale sull'estero	137
<b>13. La finanza pubblica</b>	139
La finanza pubblica nel 2011	140
La politica di bilancio per il 2011: obiettivi e risultati	140
Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche	142
Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche	146
Le Amministrazioni locali	149
La politica di bilancio per il 2012 e per il medio termine	153
Le manovre correttive per il triennio 2012-14	153
Le stime più recenti sui conti pubblici del 2012	158
I programmi e le prospettive per il triennio 2013-15	160
<b>14. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese</b>	162
Le famiglie	163
Il risparmio finanziario e la ricchezza delle famiglie	163
L'indebitamento delle famiglie	166
La vulnerabilità delle famiglie indebitate	170
Le imprese	171
La redditività e il fabbisogno finanziario	171

L'indebitamento e la struttura finanziaria	173
Il credito	177
Fragilità finanziaria e difficoltà di rimborso dei debiti	180
Il capitale di rischio	181
<b>15. I mercati finanziari</b>	<b>183</b>
I titoli pubblici	183
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	186
Il mercato azionario	189
<b>BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI</b>	
<b>16. Il sistema finanziario</b>	<b>195</b>
Gli andamenti nell'anno	195
La struttura del sistema finanziario	197
<b>17. L'attività delle banche e degli intermediari finanziari</b>	<b>201</b>
La raccolta e la gestione della liquidità	201
Le attività	204
I primi mesi del 2012	206
Il rischio di credito e il rischio paese	208
La redditività	210
Il patrimonio	213
L'attività degli intermediari non bancari	215
<b>18. L'attività degli investitori istituzionali</b>	<b>218</b>
I fondi comuni di investimento	219
Le gestioni patrimoniali	224
Le compagnie di assicurazione	225
I fondi pensione	226
<b>19. L'azione di vigilanza</b>	<b>231</b>
L'attività di controllo sulle banche	231
L'attività di controllo sugli intermediari non bancari	235
Le procedure straordinarie di banche e di intermediari non bancari	240
Trasparenza, rapporti tra intermediari e clienti ed educazione finanziaria	241
Il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo	243
L'attività sanzionatoria	244
La cooperazione internazionale	245
I lavori della Commissione europea	250
I lavori delle autorità di vigilanza europee e gli accordi di cooperazione	252
La normativa nazionale	254
<b>IL SISTEMA DEI PAGAMENTI, I MERCATI E LE LORO INFRASTRUTTURE</b>	
<b>20. Le infrastrutture del sistema dei pagamenti all'ingrosso e dei mercati monetario e finanziario</b>	<b>261</b>
Evoluzione del quadro regolamentare	261
Linee di recente evoluzione	263
Il regolamento in base monetaria	264
Il mercato monetario	268
I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato	270

Il sistema multivalutario Continuous Linked Settlement (CLS)	271
I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia	272
<b>21. I servizi di pagamento al dettaglio e il servizio di tesoreria statale</b>	<b>276</b>
I servizi e i sistemi di pagamento al dettaglio nel processo di armonizzazione europea	276
Gli strumenti di pagamento	277
Il servizio di tesoreria statale e i pagamenti pubblici	282
<b>IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA</b>	
<b>22. Relazione sulla gestione e bilancio dell'esercizio</b>	<b>287</b>
Relazione sulla gestione	288
L'assetto istituzionale	288
Gli sviluppi organizzativi	288
Le risorse umane, informatiche e logistiche	289
L'attività di spesa	290
La circolazione monetaria	291
Le risorse finanziarie	292
Operazioni di politica monetaria	294
I rischi finanziari	295
Il controllo interno e i rischi operativi	296
Informazioni attinenti all'ambiente e alla sicurezza sul lavoro	297
Sintesi delle risultanze di bilancio	297
Eventi successivi alla chiusura del bilancio	299
Stato patrimoniale e conto economico	301
Nota integrativa	305
Principi, criteri e schemi di bilancio	305
Commento alle voci dello stato patrimoniale	311
Commento alle voci del conto economico	331
Proposte del Consiglio superiore	341
<b>23. Documentazione allegata al bilancio</b>	<b>342</b>
Relazione del Collegio sindacale	342
Dati di bilancio delle società controllate e collegate	345
Relazione della società di revisione	351

## CONSIDERAZIONI FINALI *(in fascicolo separato)*

---

### AVVERTENZE

---

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

---

Segni convenzionali:

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

# L'ECONOMIA INTERNAZIONALE





## 1. LE ECONOMIE E LE POLITICHE ECONOMICHE DEI PRINCIPALI PAESI E AREE

Nel 2011 l'economia mondiale ha rallentato. Il prodotto è cresciuto del 3,9 per cento, dal 5,3 dell'anno precedente. Il divario tra i ritmi di sviluppo delle principali aree si è accentuato: quello delle economie avanzate si è dimezzato (all'1,6 per cento), mentre quello dei paesi emergenti e in via di sviluppo si è ridotto in misura assai più contenuta (al 6,2), fornendo il contributo principale alla crescita mondiale. La fase di debolezza congiunturale è proseguita nel primo trimestre del 2012, più accentuata in Europa, meno negli Stati Uniti e nelle economie emergenti.

Le differenze nella dinamica dell'attività economica si sono fatte più acute anche tra i paesi avanzati. Negli Stati Uniti la crescita, molto modesta nella prima parte dell'anno, ha ripreso vigore nella seconda; nel Regno Unito è rimasta assai contenuta, frenata dalla caduta della domanda interna e dall'aumento della disoccupazione; in Giappone è divenuta negativa, risentendo dei gravi danni alla struttura produttiva causati dal terremoto che ha colpito il paese nel marzo del 2011.

Nei paesi emergenti e in via di sviluppo, dove l'espansione ha continuato a essere sostenuta principalmente dalla domanda interna, l'attività economica ha subito un rallentamento diffuso nella seconda metà del 2011. In paesi come la Cina, l'India e soprattutto il Brasile, che nel 2010 avevano sperimentato una ripresa assai rapida e dove la capacità produttiva era tornata su un livello prossimo al pieno utilizzo, la decelerazione ha riflesso principalmente gli effetti delle politiche restrittive messe in atto nella prima metà dell'anno in risposta alle pressioni inflazionistiche. A questo fattore si è aggiunto, verso la fine del 2011, l'indebolimento della domanda estera, in particolare quella dell'area dell'euro. In Russia l'attività economica ha beneficiato degli accresciuti proventi delle esportazioni dovuti agli elevati prezzi del petrolio (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*).

Le banche centrali delle maggiori economie avanzate, in un clima di incertezza connessa con le tensioni sui mercati del debito sovrano dei paesi dell'area dell'euro, hanno accentuato l'orientamento espansivo delle politiche monetarie. Le misure non convenzionali sono state rafforzate e prolungate nel tempo; i tassi di riferimento sono rimasti su livelli eccezionalmente bassi negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito, mentre sono tornati a scendere, nello scorcio dell'anno, nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Nei primi mesi del 2012 la Riserva federale e la Banca del Giappone hanno modificato la strategia di conduzione della politica monetaria, al fine di aumentarne la trasparenza. L'inflazione, che nei primi nove mesi del 2011 era aumentata, sospinta dai rincari delle materie prime energetiche e alimentari, dall'autunno è tornata a flettere.

Negli Stati Uniti la politica di bilancio è stata oggetto di forti contrasti tra l'Amministrazione e il Congresso. Sebbene alcune misure a sostegno della crescita siano

state estese sino alla fine del 2012, il disavanzo di bilancio è lievemente diminuito. Le leggi vigenti, che prevedono l'entrata in vigore di alcuni tagli automatici alla spesa pubblica e il venir meno di una serie di riduzioni di imposta, comporterebbero un forte calo del rapporto tra deficit e PIL nel 2013. Nel Regno Unito il disavanzo di bilancio si è ridotto, anche se in misura inferiore rispetto a quanto previsto dal piano di risanamento delle finanze pubbliche avviato nel 2010. In Giappone i costi di ricostruzione delle aree distrutte dal terremoto hanno determinato un peggioramento del deficit pubblico, costringendo il governo a rimandare la definizione di programmi volti alla riduzione dell'ingente debito.

Nella seconda metà del 2011, in seguito al deteriorarsi del quadro congiunturale globale e all'attenuarsi delle tensioni inflazionistiche interne, le banche centrali dei principali paesi emergenti hanno avviato un graduale allentamento delle condizioni monetarie; è invece proseguita l'azione di consolidamento dei bilanci pubblici avviata nel 2010 per rientrare dalle misure di stimolo adottate durante la crisi globale.

### *L'economia statunitense*

Negli Stati Uniti nel 2011 il prodotto è aumentato dell'1,7 per cento (tav. 1.1). La crescita, assai modesta nel primo trimestre, si è in seguito rafforzata per l'accelerazione dei consumi privati, degli investimenti non residenziali e, nello scorcio dell'anno, per la dinamica delle scorte. Nel terzo trimestre il livello del PIL ha superato il picco raggiunto prima della crisi.

I consumi sono aumentati del 2,2 per cento, un ritmo superiore a quello del reddito reale disponibile (1,3 per cento). Il saggio di risparmio nella media dell'anno è così sceso al 4,7 per cento, dal 5,3 del 2010. Le famiglie hanno tuttavia continuato a ridurre il proprio indebitamento, portandolo al 105,4 per cento del reddito disponibile, un valore inferiore di quasi 20 punti percentuali rispetto alla fine del 2007, quando si è avviata la fase di riduzione della leva finanziaria.

Gli investimenti produttivi sono cresciuti dell'8,8 per cento, ma in rapporto al PIL rimangono ancora inferiori ai valori massimi del 2008. Quelli residenziali hanno continuato a contrarsi (dell'1,3 per cento), anche se a un ritmo notevolmente più basso rispetto a quello degli ultimi anni. La produttività oraria è aumentata solo lievemente dopo un biennio di forti guadagni; il più marcato incremento dei compensi per ora lavorata ha così determinato un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (pari al 2,0 per cento).

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo è aumentata di 1,8 milioni di unità nel 2011. Nell'ultimo biennio sono state complessivamente recuperate 2,9 milioni di posizioni lavorative, appena un terzo di quelle perdute nei due anni precedenti. Il tasso di disoccupazione si è ridotto di quasi un punto percentuale, portandosi in dicembre all'8,5 per cento, anche per effetto di un calo della partecipazione alla forza lavoro. L'incidenza dei disoccupati di lunga durata (oltre le 27 settimane) sul totale è rimasta al di sopra del 40 per cento; il loro riassorbimento rimane difficile anche a causa del deterioramento del capitale umano generalmente associato a prolungati periodi di inattività.

Tavola 1.1

PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)								
VOCI	2009	2010	2011	2011				2012 1° trim.
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
<b>Stati Uniti</b>								
PIL (1)	-3,5	3,0	1,7	0,4	1,3	1,8	3,0	2,2
Domanda interna (1)	-4,4	3,4	1,6	0,7	1,0	1,3	3,1	2,1
Inflazione (2)	-0,4	1,6	3,2	2,1	3,4	3,8	3,3	2,8
<b>Giappone</b>								
PIL (1)	-5,5	4,4	-0,7	-7,9	-1,2	7,6	0,1	4,1
Domanda interna (1)	-4,0	2,7	0,1	-7,1	2,9	4,4	3,1	3,5
Inflazione (2)	-1,4	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,3	0,3
<b>Unione Europea</b>								
PIL (1)	-4,3	2,0	1,5	2,6	0,7	1,1	-1,0	-0,2
Domanda interna (1)	-4,3	1,5	0,5	1,0	..	..	-2,4	....
Inflazione (2)	1,0	2,1	3,1	2,9	3,2	3,1	3,2	2,9
<b>Regno Unito</b>								
PIL (1)	-4,4	2,1	0,7	1,0	-0,2	2,3	-1,2	-0,8
Domanda interna (1)	-5,4	2,9	-0,8	-3,7	0,9	2,1	-2,0	....
Inflazione (2)	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7	3,5
<b>Canada</b>								
PIL (1)	-2,8	3,2	2,5	3,7	-0,6	4,2	1,8	....
Domanda interna (1) (3)	-2,1	4,5	3,0	2,1	2,6	1,7	2,1	....
Inflazione (2)	0,3	1,8	2,9	2,6	3,4	3,0	2,7	2,3
<b>Economie avanzate</b>								
PIL (4)	-3,6	3,2	1,6	....	....	....	....	....
<i>Per memoria:</i>								
PIL mondiale (4)	-0,6	5,3	3,9	....	....	....	....	....

Fonte: BCE, FMI e statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati; per i dati trimestrali variazioni sul periodo precedente espresse in ragione d'anno. – (2) Indice dei prezzi al consumo; per i dati trimestrali variazioni sul periodo corrispondente. – (3) Per il Canada, domanda finale interna. – (4) Media ponderata, con pesi del PIL alle parità dei poteri d'acquisto, dei tassi di crescita delle economie incluse nell'aggregato.

*A differenza di quanto accaduto nella fase di ripresa seguita alla recessione del 2001, durante l'attuale espansione il contributo del settore pubblico alla crescita dell'occupazione è stato negativo. Dopo quasi tre anni dall'avvio della ripresa, l'occupazione era allora aumentata sia nel comparto privato (di oltre 400.000 unità) sia in quello pubblico (di 300.000 unità). A partire dal giugno del 2009 a oggi, invece, l'occupazione – il cui aumento è stato complessivamente superiore, anche per la maggiore profondità della fase recessiva – è salita di circa 3 milioni di unità nel settore privato, mentre è diminuita di oltre 500.000 in quello pubblico (calo interamente concentrato nelle amministrazioni degli Stati e in quelle locali, costrette a forti tagli di bilancio).*

Secondo stime preliminari, nel primo trimestre del 2012 il PIL ha continuato a crescere, sebbene a un ritmo inferiore rispetto a quello del trimestre precedente (2,2 per cento in ragione d'anno, da 3,0). La decelerazione è stata determinata da una caduta degli investimenti produttivi e da un minor contributo delle scorte, in parte compensati dall'accelerazione dei consumi e delle esportazioni. Nei primi quattro mesi del 2012 sono proseguiti il recupero dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo (803.000 unità) e il calo del tasso di disoccupazione, sceso in aprile all'8,1 per cento.

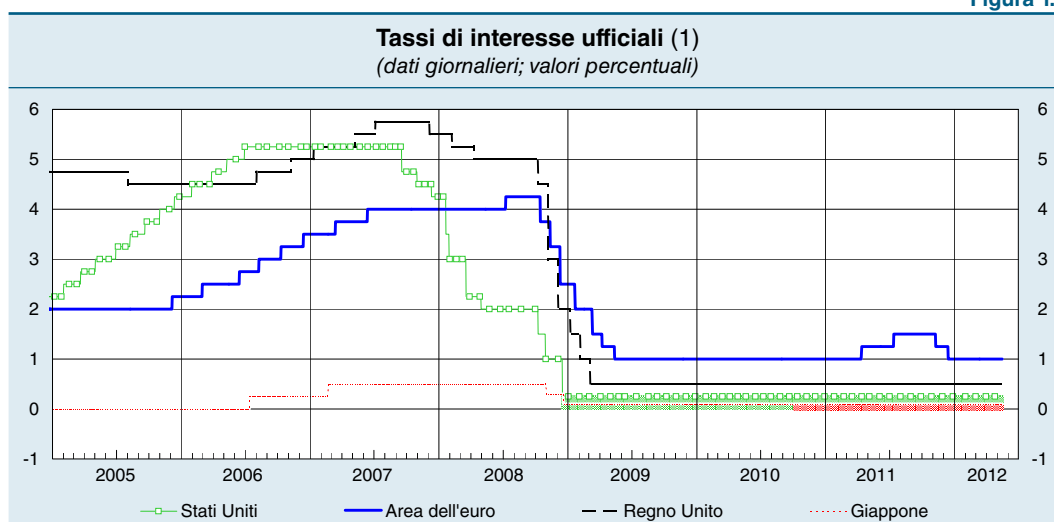
La situazione del mercato immobiliare resta fragile, condizionata dalla contrazione dell'offerta di mutui ipotecari da parte del sistema bancario e dal numero ancora elevato degli avvii di procedure esecutive. Nel corso del 2011 i prezzi degli immobili residenziali, nella rilevazione dell'indice Case-Shiller relativo alle dieci principali aree metropolitane, sono scesi. Nel febbraio 2012 l'indice risultava inferiore del 5,9 per cento rispetto al dicembre 2010, del 35 rispetto al valore massimo registrato nel giugno 2006. Le quotazioni dei futures sullo stesso indice segnalano tuttavia attese di una stabilizzazione dei prezzi nei prossimi mesi.

Le licenze di nuove costruzioni e i nuovi cantieri avviati, pur essendo aumentati significativamente nei dodici mesi terminanti a dicembre del 2011 (del 6,5 e di quasi il 30 per cento, rispettivamente), rimangono entrambi su livelli ancora molto bassi nel confronto storico. Il rapporto tra lo stock di nuove abitazioni invendute e le transazioni realizzate su base mensile è sceso dal 6,9 al 5,3 nel corso del 2011, mantenendosi su tali livelli anche nei primi mesi del 2012.

L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo, è aumentata fino a raggiungere un picco del 3,9 per cento in settembre, per poi diminuire gradualmente fino al 2,3 nell'aprile di quest'anno. Il tasso di crescita del deflatore dei consumi ha seguito la stessa dinamica, salendo fino al 2,9 per cento in settembre, per poi calare fino al 2,1 per cento in marzo.

In un contesto di aspettative di inflazione stabili, per contrastare la debolezza del mercato del lavoro, la Riserva federale, pur mantenendo il tasso di riferimento in un intervallo compreso tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento (fig. 1.1), ha reso più espansiva la politica monetaria facendo ricorso sia a una più esplicita strategia di comunicazione sia a ulteriori misure non convenzionali. Nell'aprile del 2011 essa ha indicato di attendersi che le circostanze giustificheranno il mantenimento del tasso di riferimento su livelli eccezionalmente bassi fino alla metà del 2013; dal gennaio di quest'anno ha esteso tale orizzonte fino all'ultima parte del 2014. Nel primo semestre del 2011, la Banca centrale statunitense ha completato il programma di acquisto di titoli a lungo

Figura 1.1

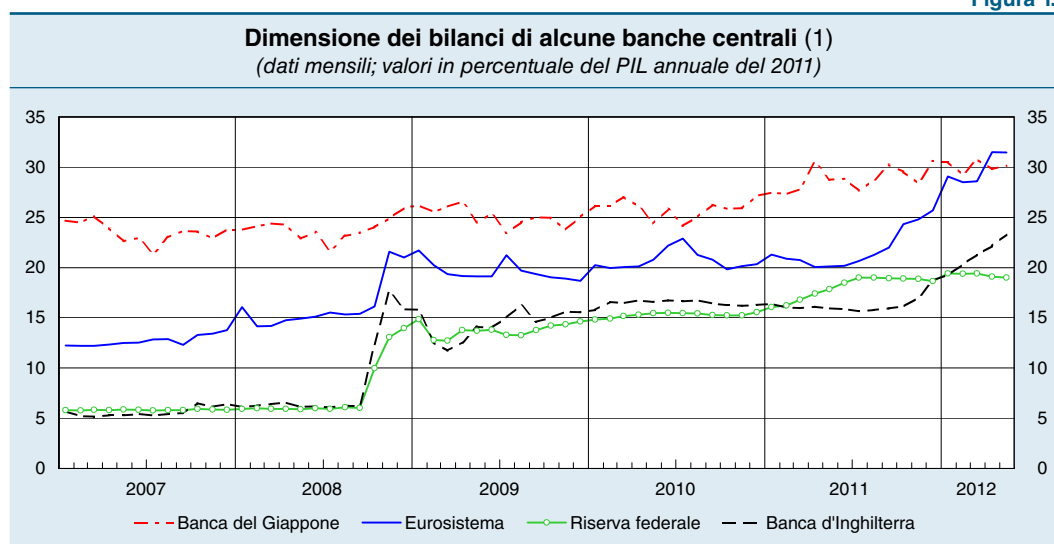


Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per gli Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per il Giappone: tasso obiettivo sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati; per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra, prima del 18 maggio 2006 tasso pronti contro termine.

termine del Tesoro che era stato avviato nel novembre 2010, per un ammontare pari a 600 miliardi di dollari (equivalenti al 4 per cento del PIL). La dimensione del bilancio della Riserva federale si è così portata a circa il 19 per cento del PIL (fig. 1.2). Come per le altre banche centrali, l'espansione del suo bilancio nel periodo più recente ha riflesso anche fattori non legati alle risposte date alla crisi (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). In settembre la Riserva federale ha annunciato l'intenzione di allungare la vita media dei titoli nel proprio portafoglio attraverso l'acquisto di obbligazioni pubbliche con maturità residua superiore a sei anni per 400 miliardi di dollari entro la fine del mese di giugno 2012 e la contestuale vendita di un eguale ammontare di titoli pubblici con maturità residua inferiore a tre anni (cosiddetta *operation twist*). Allo stesso tempo, per rendere più distese le condizioni del mercato dei mutui, ha deciso che i proventi derivanti dai rimborsi di obbligazioni delle agenzie governative e di *mortgage-backed securities* (MBS) detenuti nel proprio portafoglio sarebbero stati reinvestiti in MBS e non più in titoli di Stato.

Figura 1.2

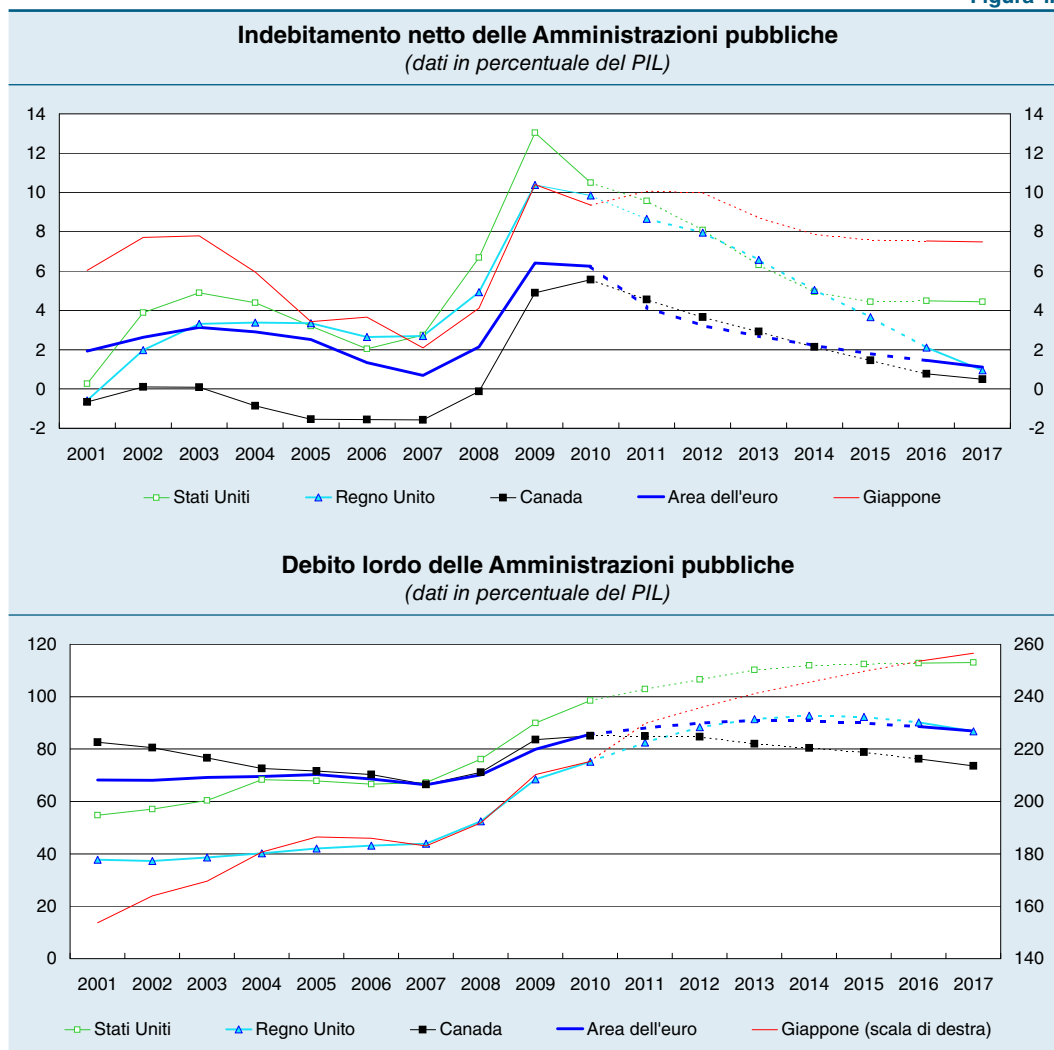


Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) Attività totali.

Nella riunione del 24-25 gennaio scorso la Riserva federale ha apportato due importanti modifiche alla strategia di conduzione della politica monetaria, col fine di aumentarne la trasparenza. In primo luogo, ha precisato che l'obiettivo di stabilità dei prezzi deve intendersi come il mantenimento, nel lungo periodo, di un livello del tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore dei consumi pari al 2 per cento. Negli Stati Uniti questo indicatore ha mostrato persistentemente una dinamica più contenuta di quasi mezzo punto percentuale rispetto a quella dell'indice dei prezzi al consumo, tipicamente utilizzato dalle altre banche centrali. Questa divergenza è riconducibile a ragioni tecniche legate al diverso trattamento degli affitti imputati e alla maggiore rapidità con cui il deflatore tiene conto del mutamento nei comportamenti di spesa dei consumatori.

In secondo luogo, la Riserva federale ha voluto aumentare la trasparenza della propria comunicazione, includendo nelle previsioni trimestrali rese pubbliche – oltre alle proiezioni sui tassi di crescita, di disoccupazione e di inflazione – anche la distribuzione dei livelli del tasso di riferimento ritenuti appropriati dai membri del Federal Open Market Committee (FOMC) su un orizzonte temporale di tre anni e nel lungo periodo (cfr. il riquadro: Le recenti modifiche alla strategia di conduzione della politica monetaria della Riserva federale, in Bollettino economico n. 68, 2012). Ad esempio, le ultime previsioni pubblicate nell'aprile scorso indicano che la maggioranza degli attuali 17 membri del FOMC (solo 10 dei quali con facoltà di voto nelle decisioni di politica monetaria per il 2012) ritiene che il tasso sui federal funds debba essere mantenuto nell'intervallo 0,0-0,25 per cento almeno sino alla fine del 2014; circa un terzo di essi, tuttavia, giudica appropriato l'avvio della fase restrittiva già nel corso del 2013 e prevede valori compresi tra il 2 e il 3 per cento alla fine del 2014.

Figura 1.3



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2012 e *Fiscal Monitor*, aprile 2012.

La politica di bilancio ha mantenuto un orientamento espansivo, nonostante una lieve riduzione dell'ampio disavanzo federale (all'8,7 per cento del PIL). Al netto del ciclo, secondo le stime del Fondo monetario internazionale (FMI), il disavanzo si sarebbe ridotto al 7,2 per cento nel 2011, dal 7,8 nel 2010. Lo scorso agosto, dopo una fase di stallo durata diverse settimane, l'Amministrazione e il Congresso hanno raggiunto un accordo sull'aumento del valore massimo del debito pubblico (Budget Control Act of 2011), in mancanza del quale gli Stati Uniti non sarebbero stati in grado di onorare i propri impegni finanziari. In dicembre il Congresso ha approvato l'estensione, fino alla fine del 2012, di alcune misure temporanee di stimolo che erano in scadenza: la riduzione dei contributi previdenziali a carico dei lavoratori e l'estensione dei sussidi di disoccupazione.

*Il Budget Control Act of 2011 prevede una serie di meccanismi per salvaguardare la sostenibilità delle finanze pubbliche, attraverso la possibilità di aumentare il valore massimo del debito pubblico solo con una contestuale riduzione del disavanzo. L'accordo di agosto, in particolare, ha previsto tagli alla spesa per oltre 900 miliardi di dollari nei prossimi dieci anni (di cui 21 nel 2012), a fronte di un aumento immediato del valore massimo del debito di 400 miliardi di dollari e di uno attuato in settembre, di altri 500 miliardi. La legge aveva previsto la formazione di una Commissione che, entro novembre*

del 2011, avrebbe dovuto raggiungere un'intesa sulle misure da attuare per ridurre il disavanzo di un ammontare di almeno 1.200 miliardi di dollari nei successivi dieci anni a fronte dell'incremento del valore massimo del debito per la stessa entità, entrato in vigore lo scorso gennaio. Non essendo stato raggiunto alcun accordo, dal 2013 e per i prossimi dieci anni entreranno in vigore delle riduzioni automatiche che andranno a incidere prevalentemente sul bilancio per la difesa e per le spese sanitarie, per complessivi 1.200 miliardi di dollari.

Nelle stime del Congressional Budget Office (CBO), in uno scenario con legislazione invariata, il disavanzo federale si ridurrebbe al 7,6 per cento del PIL nell'esercizio finanziario in corso e al 3,8 in quello terminante a settembre del 2013, soprattutto a causa dell'entrata in vigore dei tagli automatici previsti dall'accordo sul debito dello scorso agosto e al venir meno delle misure espansive temporanee in essere per tutto il 2012. In uno scenario alternativo, dove si ipotizza l'estensione a tutto il prossimo anno di tali ultime misure, il disavanzo nel 2013 sarebbe pari al 6,3 per cento del PIL. Nella valutazione dell'FMI, che per il prossimo anno considera lo scenario alternativo del CBO più verosimile, il debito complessivo continuerebbe a salire, raggiungendo il 110,2 per cento del PIL alla fine del 2013 (102,9 alla fine del 2011; fig. 1.3).

### *L'economia giapponese*

In Giappone lo scorso anno il PIL si è ridotto dello 0,7 per cento (cfr. tav. 1.1). Gli eventi calamitosi del marzo 2011 hanno provocato gravi danni al sistema produttivo. L'attività economica ha risentito soprattutto delle difficoltà di fornitura di beni intermedi e di energia elettrica, che hanno contribuito al calo delle esportazioni e delle scorte, nonché all'aumento delle importazioni (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*). I consumi privati e gli investimenti, fortemente ridimensionatisi dopo il terremoto, hanno recuperato vigore nella seconda metà dell'anno, con l'avvio dell'attività di ricostruzione. Le condizioni del mercato del lavoro sono lievemente migliorate. Lo scorso dicembre il tasso di disoccupazione era pari al 4,5 per cento, quattro decimi di punto in meno rispetto alla fine del 2010.

Nel primo trimestre dell'anno in corso l'accelerazione del prodotto, al 4,1 per cento in ragione d'anno, ha beneficiato del buon andamento dei consumi delle famiglie e della dinamica delle scorte.

Le tendenze deflazionistiche si sono attenuate nel 2011 rispetto al biennio precedente. Al netto dei prodotti energetici e alimentari, il calo dell'indice dei prezzi al consumo sui dodici mesi è passato dall'1,2 per cento nel dicembre del 2010 allo 0,4 nello scorso marzo. Calcolata sulla base dell'indice complessivo dei prezzi al consumo, l'inflazione nei primi mesi del 2012 si collocava su livelli lievemente positivi.

La Banca del Giappone ha mantenuto il tasso di riferimento di politica monetaria in un intervallo compreso tra lo 0,0 e lo 0,1 per cento e ha ampliato a più riprese, tra il marzo 2011 e lo scorso aprile, il programma volto a erogare finanziamenti a tre e a sei mesi e ad acquistare titoli di Stato e strumenti finanziari emessi dal settore privato (Asset Purchase Program). I fondi disponibili nell'ambito del programma sono pari attualmente a 70.000 miliardi di yen, equivalenti a circa il 15 per cento del PIL, un valore doppio rispetto a quanto previsto a ottobre del 2010. In aprile la durata del programma è stata estesa sino a giugno del 2013 e la sua composizione è stata modificata aumentando la quota destinata all'acquisto di titoli pubblici. La dimensione del bilancio della Banca centrale, che contabilizza solo gli acquisti di titoli finora effettuati,



è così arrivata fino al 30 per cento del prodotto (fig.1.2). Nel marzo di quest'anno la Banca del Giappone ha inoltre incrementato di 2.000 miliardi di yen (a 5.500 miliardi) i fondi disponibili per il programma di prestiti agevolati alle banche commerciali (Growth-Supporting Funding Facility), varato nel giugno del 2010 con l'obiettivo di finanziare investimenti nei settori a più alto potenziale di crescita; nel contempo, ha reso meno stringenti le condizioni per accedere a tali prestiti e ha esteso di due anni, sino al marzo del 2014, la durata del programma. La disponibilità del fondo di 1.000 miliardi di yen destinato al sostegno dei prestiti bancari alle imprese situate nella regione colpita dal sisma, istituito nell'aprile 2011, è stata prolungata fino all'aprile 2013.

*Nella riunione del 14 febbraio scorso la Banca del Giappone ha modificato la propria strategia di comunicazione indicando esplicitamente che l'obiettivo di stabilità dei prezzi deve essere interpretato come una variazione sui dodici mesi dell'indice generale dei prezzi al consumo positiva e uguale o inferiore al 2 per cento, da conseguire su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Coerentemente con tale obiettivo, la Banca centrale ha deciso di fissare all'1 per cento la variazione dei prezzi che intende conseguire durante la fase attuale. Tale valore sarà riesaminato con cadenza annuale.*

Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è salito al 10,1 per cento del PIL nel 2011, anche per effetto delle ingenti spese di ricostruzione; secondo le stime dell'FMI dovrebbe scendere soltanto nel 2013. Il debito pubblico lordo continuerebbe ad aumentare, superando il 240 per cento del PIL alla fine del 2013 (fig. 1.3).

## **L'economia della UE**

Le economie appartenenti all'Unione europea (UE-27) sono cresciute nel complesso dell'1,5 per cento nel 2011, un valore simile a quello registrato nell'area dell'euro.

*Regno Unito.* – L'attività economica nel Regno Unito ha subito una forte decelerazione, allo 0,7 per cento (dal 2,1; cfr. tav. 1.1). I consumi delle famiglie sono diminuiti dell'1,2 per cento, risentendo del calo del reddito reale disponibile e delle condizioni restrittive nell'offerta di credito. La debolezza della domanda ha inciso sugli investimenti, diminuiti dell'1,2 per cento. Le esportazioni nette hanno invece contribuito positivamente alla crescita, per un punto percentuale. L'inflazione al consumo è salita fino a raggiungere in settembre il 5,2 per cento sui dodici mesi; in seguito è bruscamente scesa, attestandosi al 3,5 lo scorso marzo. La dinamica dell'inflazione è stata influenzata dagli effetti dell'innalzamento dell'imposta sul valore aggiunto e dell'incremento dei prezzi delle materie prime. Il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare, raggiungendo, in dicembre, l'8,4 per cento, il valore più elevato degli ultimi quindici anni. Le retribuzioni nel settore privato hanno registrato un rialzo moderato (2,5 per cento nella media del 2011, dall'1,9 dell'anno precedente), riflettendo la stabilità delle aspettative di inflazione e la debolezza del mercato del lavoro.

La Banca d'Inghilterra ha mantenuto il tasso di riferimento di politica monetaria allo 0,5 per cento e ha ampliato l'ammontare dei fondi destinati al programma di acquisto di titoli, quasi esclusivamente pubblici, di 75 miliardi di sterline in ottobre e di ulteriori 50 nello scorso febbraio, per un totale di 325 miliardi di sterline; il suo bilancio ha raggiunto il 23 per cento del PIL (cfr. fig. 1.2). Nelle valutazioni della Banca d'Inghilterra, l'elevata capacità produttiva inutilizzata e la riduzione dei prezzi dei beni importati

concorrerebbero a ridurre l'inflazione, che tuttavia rimarrebbe al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento fino alla metà del 2013.

Nell'esercizio finanziario 2011-12, conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno del settore pubblico è diminuito di un punto percentuale, all'8,3 per cento del PIL. Il miglioramento dei conti pubblici è leggermente inferiore rispetto a quanto era stato previsto nella legge di bilancio varata nel marzo 2011. Ne risultano così allungati i tempi per l'avvio della riduzione del rapporto tra debito netto del settore pubblico e PIL e per l'azzeramento del saldo obiettivo della politica di bilancio (il disavanzo corretto per il ciclo e al netto delle spese per investimenti) che sono rispettivamente previsti per gli esercizi 2015-16 e 2016-17. Secondo le stime dell'FMI, il debito lordo del settore pubblico alla fine dello scorso dicembre si attestava all'82,5 per cento del PIL, dal 75,1 dell'anno precedente; nel 2014, raggiungerebbe un picco del 92,8 per cento (fig. 1.3).

*Paesi nuovi membri della UE.* – Dei dodici paesi entrati a far parte della UE tra il 2004 e il 2007, cinque sono già divenuti membri dell'area dell'euro; l'ultimo, nel 2011, è stata l'Estonia. Nei rimanenti sette paesi che non hanno ancora adottato l'euro, il PIL nel 2011 è aumentato in media del 3,2 per cento, con differenze significative nei profili di crescita tra i paesi (tav. 1.2). L'attività è stata particolarmente vivace nelle economie in cui vi è stato un forte sostegno della domanda interna (Lettonia, Lituania e Polonia), mentre nelle altre la fiacchezza dei consumi e degli investimenti non è stata compensata da un adeguato sostegno della domanda estera.

Tavola 1.2

<b>Principali indicatori macroeconomici dei paesi nuovi membri della UE che non fanno parte dell'area dell'euro</b> (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)										
PAESI	PIL		Prezzi al consumo (1)		Saldo di conto corrente (2)		Debito estero (2) (3)	Saldo del bilancio pubblico (2)		Debito pubblico (2)
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Bulgaria	0,4	1,7	3,0	3,4	-1,0	0,9	87,2	-3,1	-2,1	16,3
Lettonia	-0,3	5,5	-1,2	4,2	3,0	-1,2	134,2	-8,2	-3,5	42,6
Lituania	1,4	5,9	1,2	4,1	1,5	-1,6	75,0	-7,2	-5,5	38,5
Polonia	3,9	4,3	2,7	3,9	-4,7	-4,3	62,6	-7,8	-5,1	56,3
Repubblica Ceca	2,7	1,7	1,2	2,2	-3,9	-2,9	43,6	-4,8	-3,1	41,2
Romania	-1,6	2,5	6,1	5,8	-4,4	-4,4	66,0	-6,8	-5,2	33,3
Ungheria	1,3	1,7	4,7	3,9	1,2	1,4	146,9	-4,2	4,3	80,6
<b>Totale</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>72,9</b>	<b>-6,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>50,0</b>

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Banca Mondiale.  
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) In rapporto al PIL. – (3) Lordo.

*Gli effetti del rallentamento economico nell'area dell'euro si sono manifestati con ritardo, in ragione del fatto che questi paesi hanno legami commerciali più intensi con le economie dell'area non direttamente interessate dalla crisi del debito sovrano e, nell'ambito della filiera produttiva internazionale, sono prevalentemente specializzati nell'assemblaggio di beni finali. Inoltre, in Polonia e nei due paesi baltici la domanda estera si è mantenuta vivace per gran parte dell'anno, riflettendo il maggiore peso dell'interscambio con la regione scandinava e con la Russia. Negli altri paesi, invece, le esportazioni hanno progressivamente perso slancio, in misura più accentuata nella Repubblica Ceca, entrata in recessione nella seconda parte dell'anno. Nei primi mesi del 2012 il deterioramento congiunturale dell'area dell'euro si è tuttavia riverberato sull'intera regione e gli indicatori più recenti mostrano un diffuso rallentamento dell'attività produttiva.*

Nella media del 2011 l'inflazione al consumo, nell'insieme dei sette paesi, è stata lievemente superiore all'anno precedente, attestandosi al 3,9 per cento, dal 3,2 del 2010. Il fenomeno ha riflesso sia i rincari dei prodotti alimentari ed energetici, sia, in diversi paesi, gli interventi sull'imposizione indiretta e sui prezzi amministrati.

In risposta all'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche, nella prima metà del 2011 le banche centrali di Polonia e Ungheria hanno innalzato i tassi di riferimento, rispettivamente di 75 e 25 punti base. Nello scorcio dell'anno, la Banca centrale ungherese ha ulteriormente aumentato il tasso di riferimento, in due interventi successivi per complessivi 100 punti base, per contrastare le crescenti tensioni sul cambio. In Romania, il miglioramento delle prospettive di inflazione ha invece consentito alla Banca centrale di allentare le condizioni monetarie.

Nel corso del 2011 è proseguita la riduzione dei disavanzi pubblici, grazie sia alle favorevoli condizioni cicliche, sia alle misure di risanamento che hanno consentito una riduzione strutturale dei disavanzi.

*L'avanzo di bilancio registrato in Ungheria riflette quasi esclusivamente entrate di natura temporanea, associate al trasferimento alla previdenza pubblica delle gestioni pensionistiche private e dei relativi attivi e, in misura minore, all'imposizione straordinaria su alcuni settori introdotta nel 2010. L'entità complessiva di tali entrate, al netto degli effetti di segno opposto di altre misure temporanee, si sarebbe attestata, secondo le valutazioni della Commissione europea, a circa 9,5 punti di PIL, mentre il disavanzo strutturale sarebbe peggiorato di circa 2 punti di PIL. A marzo il Consiglio della UE ha approvato una nuova raccomandazione, nel quadro della Procedura per disavanzi eccessivi, chiedendo all'Ungheria di adottare misure strutturali idonee ad assicurare un contenimento duraturo e sostenibile del disavanzo pubblico entro il limite del 3 per cento del PIL. Il Consiglio ha inoltre preannunciato la sospensione, a partire dal 1° gennaio 2013, degli stanziamenti del Fondo di coesione a favore del paese, per un importo di 495,2 milioni di euro (lo 0,5 per cento circa del PIL), qualora non fossero adottate nell'anno in corso le misure correttive richieste.*

I saldi di parte corrente della bilancia dei pagamenti si sono mantenuti invariati o sono migliorati rispetto all'anno precedente; solo in Lettonia e Lituania i saldi si sono deteriorati, per effetto della forte dinamica della domanda interna. È aumentato l'avanzo del conto capitale, che nel 2011 si è attestato in media all'1,6 per cento del PIL, contribuendo in misura rilevante a finanziare il passivo delle partite correnti. Il suo incremento negli ultimi anni riflette il crescente utilizzo in tutti questi paesi dei fondi strutturali della UE.

### ***Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile e Russia***

*Cina.* – Nel 2011 il prodotto è cresciuto del 9,2 per cento, ritmo inferiore rispetto a quello registrato nel 2010 (10,4; tav. 1.3). Mentre i consumi hanno continuato a mostrare una dinamica sostenuta, investimenti ed esportazioni hanno rallentato nella seconda metà dell'anno. La debolezza di queste due componenti della domanda si è protratta anche nel primo trimestre di quest'anno, contribuendo a un'ulteriore decelerazione del prodotto (all'8,1 per cento rispetto allo stesso periodo del 2011).

L'accumulazione di capitale ha risentito del rallentamento degli investimenti pubblici in infrastrutture e di più tese condizioni finanziarie. Come già nel 2009 il contributo delle esportazioni nette alla crescita del prodotto è stato leggermente negativo (per 0,5 punti percentuali), riflettendo un rallentamento delle esportazioni più forte di quello delle importazioni. Ciò ha comportato una riduzione dell'avanzo di parte corrente (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*).

Tavola 1.3

Principali indicatori macroeconomici di Cina, India, Brasile e Russia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo		Saldo di conto corrente (1)		Saldo di bilancio pubblico (1) (2)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Cina	10,4	9,2	3,3	5,4	5,1	2,8	-2,3	-1,2
India (3)	8,5	7,1	12,0	8,6	-3,3	-2,8	-9,2	-8,7
Brasile	7,5	2,7	5,0	6,6	-2,2	-2,1	-2,8	-2,6
Russia	4,3	4,3	6,9	8,4	4,7	5,5	-3,5	1,6

Fonte: FMI e statistiche nazionali.  
(1) In rapporto al PIL. – (2) Settore pubblico consolidato. – (3) Il PIL è valutato al costo dei fattori.

Se da un lato l'ultima crisi globale ha contribuito a ridurre la dipendenza della crescita economica dalle esportazioni, dall'altro permane uno squilibrio di natura interna dovuto all'eccessivo peso degli investimenti sulla domanda. Lo sviluppo dei consumi è stato a lungo inibito da politiche economiche che hanno favorito il risparmio e l'accumulazione di capitale, a scapito della crescita del potere d'acquisto delle famiglie e della spesa sociale.

Tra il 2008 e il 2011 gli investimenti hanno continuato a crescere a un tasso elevato, in media di circa il 14 per cento l'anno. Tale andamento ha riflesso principalmente il piano di stimolo fiscale deciso dal governo nel 2008-09 per sostenere l'attività economica. In seguito a tale programma, è aumentata l'incidenza degli investimenti infrastrutturali, a fronte di un parziale spiazzamento di quelli privati nel settore manifatturiero. Nel complesso, la quota degli investimenti sul PIL, già elevata nel 2008, è salita di altri sei punti percentuali, fino a circa il 45 per cento nel 2011.

Nello stesso periodo il peso dei consumi privati sul PIL ha continuato a scendere, fino al 34 per cento nel 2011 (nell'area dell'euro è pari al 56 per cento). Questa tendenza riflette innanzitutto una distribuzione del prodotto nazionale sfavorevole ai redditi da lavoro. A ciò si aggiunge un'elevata propensione al risparmio delle famiglie cinesi, in parte ascrivibile all'inadeguatezza della rete di sicurezza sociale. In base all'indagine sulle famiglie condotta annualmente dall'Ufficio nazionale di statistica, tra il 2008 e il 2010 il reddito disponibile pro capite è cresciuto del 9 per cento l'anno, ritmo in linea con il quinquennio precedente, ma ancora inferiore a quello del prodotto (9,7 per cento). Nel 2011 questa tendenza si è interrotta, grazie ai cospicui aumenti dei salari e dell'occupazione che hanno portato la dinamica del reddito disponibile delle famiglie intorno al 10 per cento in termini reali, superando quella del PIL.

Gli aumenti del salario minimo decisi in molte province (in alcuni casi anche superiori al 20 per cento) hanno inciso soprattutto sulle retribuzioni dei lavoratori immigrati dalle zone rurali. Il potere d'acquisto di questi ultimi ha anche beneficiato di una parziale estensione delle tutele sociali precedentemente riservate ai cittadini ufficialmente residenti. Il governo ha altresì introdotto alcune agevolazioni fiscali a sostegno del reddito delle famiglie meno abbienti, caratterizzate da una propensione al consumo più elevata. Inoltre, è stata ampliata la spesa sociale, soprattutto nei comparti della sanità e delle pensioni, fino al 9 per cento del PIL. Si stima che, se la spesa sociale salisse di altri sei punti raggiungendo il 15 per cento, un valore in linea con quello di altri paesi a medio reddito, la quota dei consumi privati sul prodotto potrebbe aumentare di oltre sette punti percentuali.

Il recente orientamento è coerente con l'obiettivo fissato dalle autorità nell'ultimo piano quinquennale (2011-16), in base al quale la quota dei consumi privati dovrebbe salire fino al 40 per cento entro il 2016. Tuttavia, dato il basso livello di partenza di tale quota, l'obiettivo appare ambizioso e potrebbe richiedere un rafforzamento dell'azione di politica economica: ipotizzando una crescita media annua del PIL attorno all'8 per cento, il suo conseguimento comporterebbe un'espansione dei consumi delle famiglie dell'11,5 per cento l'anno in termini reali nel prossimo quadriennio (a fronte dell'8 per cento nella media dello scorso decennio).

Per tutta la prima metà del 2011 le pressioni inflazionistiche sono rimaste elevate, sospinte dai prezzi dei prodotti alimentari, su cui hanno inciso non solo la crescita delle quotazioni internazionali ma anche le strozzature dell'offerta sul mercato interno. In luglio l'indice dei prezzi al consumo ha raggiunto un picco del 6,5 per cento sul periodo corrispondente, per poi scendere gradualmente fino al 4,1 in dicembre. Nella media del 2011, l'inflazione si è attestata al 5,4 per cento, nettamente al di sopra dell'obiettivo fissato dalle autorità (4 per cento). Al netto dei prodotti alimentari ed energetici, l'inflazione al consumo, risentendo dei rincari nei servizi abitativi, ha raggiunto il 2,4 per cento, il valore più elevato dal 2006, quando l'indice è stato reso disponibile.

Al fine di contrastare l'inflazione, nella prima metà del 2011 la Banca centrale ha intensificato l'azione di restrizione intrapresa nel 2010, attraverso l'innalzamento del coefficiente di riserva obbligatoria delle banche (fino al 21,5 per cento per gli istituti di maggiori dimensioni) e del tasso di riferimento sui prestiti bancari a un anno (per complessivi 75 punti base). Inoltre, per contenere l'accelerazione dei prezzi immobiliari, le autorità hanno inasprito i vincoli alla concessione del credito al settore e introdotto ulteriori restrizioni all'acquisto di abitazioni, oltre a quelle già in vigore dal 2010. Dalla seconda metà del 2011 i prezzi delle abitazioni hanno iniziato a decelerare nettamente; a marzo del 2012 erano in calo in 42 delle 70 principali città.

La manovra monetaria restrittiva ha determinato un netto rallentamento del credito e della moneta: il tasso di crescita dell'ammontare totale dei prestiti concessi dalle banche ha decelerato al 15,8 per cento sui dodici mesi alla fine del 2011 (dal 19 per cento nel 2010) e quello dell'aggregato di moneta M2 si è attestato ben al di sotto dell'obiettivo del 16 per cento fissato dalle autorità. A partire dall'autunno, in seguito al venir meno delle pressioni inflazionistiche e ai segnali di peggioramento della congiuntura economica, la Banca centrale ha iniziato ad allentare le condizioni monetarie, riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria per complessivi 150 punti base. Le autorità hanno inoltre intrapreso un allentamento selettivo del credito, soprattutto a favore delle piccole e medie imprese.

Nel 2011 il deficit del settore pubblico è diminuito all'1,2 per cento del PIL (dal 2,3 nel 2010), beneficiando del forte aumento del gettito fiscale e del parziale ridimensionamento delle spese per opere infrastrutturali. Il piano di bilancio per il 2012 prevede un lieve ampliamento del disavanzo pubblico, all'1,5 per cento, riflettendo un aumento della spesa sociale e degli investimenti in edilizia popolare. In base alle stime ufficiali il debito pubblico si sarebbe collocato al 25,8 per cento del PIL alla fine del 2011; secondo le valutazioni dell'OCSE, che includono anche le passività fuori bilancio dei governi locali e quelle di altre Amministrazioni pubbliche, il livello del debito sarebbe superiore, intorno al 45 per cento del prodotto.

Il governo ha annunciato un programma di riforme che prevede anche la riorganizzazione delle competenze in materia fiscale tra Stato e governi locali, per agevolare e rendere più trasparente il finanziamento della spesa pubblica, soprattutto nelle province meno ricche.

*La riforma prevede un aumento dei trasferimenti dal governo centrale alle Amministrazioni locali e introduce la possibilità per queste ultime di finanziarsi con l'emissione di titoli di debito, finora vietata. La riforma nasce dall'esigenza di correggere le distorsioni nelle modalità di finanziamento della spesa pubblica emerse negli ultimi anni, quando la quota di spesa gestita dai governi locali è aumentata sensibilmente (dal 65 per cento nel 2000 a circa l'85 per cento nel 2011). L'insostenibilità del sistema*

*è emersa soprattutto nel biennio 2009-2010, quando le Amministrazioni locali, per far fronte alla spesa in investimenti infrastrutturali, sono ricorse in maniera massiccia al credito bancario, servendosi di veicoli finanziari e di strumenti fuori bilancio per aggirare il divieto di indebitamento. In base alle stime dell'autorità di vigilanza, alla fine del 2010 il credito concesso dalle banche ai governi locali attraverso tali strumenti ammontava a circa il 35 per cento del PIL. L'eccessiva esposizione del sistema bancario verso investimenti dai rendimenti incerti ha indotto il governo a predisporre un piano di rientro da tali debiti da completarsi entro il 2016.*

*India.* – La crescita del PIL è scesa al 7,1 per cento (dall'8,5 nel 2010). Il rallentamento nel corso del 2011 è stato più intenso nel comparto manifatturiero e nel settore delle costruzioni, più esposti al peggioramento delle condizioni finanziarie. Dal lato della domanda, si è azzerato il contributo alla crescita dell'accumulazione di capitale fisso, mentre la dinamica dei consumi delle famiglie è rimasta robusta.

L'inflazione, misurata dall'indice dei prezzi all'ingrosso, è rimasta elevata (9,5 per cento nella media dell'anno), sospinta dai prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche e alimentari, su cui ha pesato il sensibile deprezzamento della rupia indiana. Nello scorcio dell'anno le pressioni si sono attenuate, beneficiando del netto rallentamento dei prezzi degli alimentari. Nondimeno, lo scorso aprile l'inflazione all'ingrosso si collocava al 7,2 per cento sui dodici mesi, un valore ancora superiore alla soglia di stabilità dei prezzi definita dalla Banca centrale (inferiore al 6 per cento). L'inflazione rilevata dal nuovo indice dei prezzi al consumo, che include anche le aree rurali e risente in misura preponderante dell'andamento dei prezzi dei beni alimentari, si collocava nello stesso mese al 10,4 per cento (dal 12 nel 2010).

Per contrastare le pressioni inflazionistiche la Banca centrale indiana ha proseguito l'azione restrittiva avviata nel 2010 con ripetuti rialzi del tasso di rifinanziamento, divenuto il principale tasso di politica monetaria (per un totale di 450 punti base, fino all'8,5 per cento) e del coefficiente di riserva bancaria obbligatoria (per 100 punti base, al 6 per cento). All'inizio del 2012, in risposta al deterioramento del quadro congiunturale e alle tensioni sul mercato della liquidità, la Banca centrale ha modificato l'intonazione della politica monetaria, abbassando il coefficiente di riserva obbligatoria di 125 punti base e, nello scorso aprile, riducendo di 50 punti base il tasso di interesse.

Le condizioni delle finanze pubbliche indiane rimangono più fragili rispetto a quelle delle altre principali economie emergenti. Nel 2011 il disavanzo del settore pubblico consolidato si è attestato su un livello elevato, pari all'8,7 per cento del PIL, riflettendo la difficoltà di contenere la spesa, in particolare quella destinata ai sussidi al consumo di beni alimentari ed energetici (pari al 2,4 per cento del PIL). Secondo le proiezioni dell'FMI, nel prossimo biennio il disavanzo pubblico resterebbe sul livello attuale e il debito pubblico si manterrebbe attorno al 67 per cento del PIL, un valore ben superiore a quello medio dei paesi emergenti.

*Brasile.* – Dopo la forte ripresa registrata nel 2010 (7,5 per cento), lo scorso anno il PIL ha bruscamente rallentato, con un aumento di appena il 2,7 per cento. A fronte della netta decelerazione di investimenti ed esportazioni, la dinamica dei consumi delle famiglie è rimasta robusta, grazie al basso tasso di disoccupazione e alla forte espansione del credito bancario nella prima metà dell'anno.

Dal lato dell'offerta, l'industria ha registrato una decelerazione particolarmente marcata, con una contrazione media del valore aggiunto pari al 2,5 per cento in ragione d'anno negli ultimi tre trimestri del 2011.



*Sulla debolezza del settore industriale incidono, oltre a effetti ciclici legati all'apprezzamento del cambio e al rallentamento della domanda interna ed esterna, fattori strutturali. La bassa dinamica degli investimenti e della produttività, a fronte di una crescita salariale più elevata rispetto ai principali partner commerciali, rende difatti il settore manifatturiero scarsamente competitivo. Tra il 2008 e il 2011 il peso di questo comparto si è ridotto, passando dal 17,0 al 14,6 per cento del PIL. Al fine di contrastare tali tendenze, nel 2011 e all'inizio di quest'anno, il governo ha varato due pacchetti di misure a sostegno dei settori più vulnerabili (particolarmente quelli automobilistico, della plastica, tessile e dell'abbigliamento) che includono tagli al costo del lavoro, prestiti agevolati, incentivi fiscali per gli investimenti in innovazione, nonché alcune misure di natura protezionistica. Secondo le stime del governo, i due pacchetti dovrebbero mettere in campo risorse pari a circa il 2 per cento del PIL, di cui meno di un terzo graverebbe direttamente sul bilancio pubblico.*

Nella prima parte del 2011 le autorità monetarie hanno proseguito l'azione restrittiva avviata nella primavera del 2010, innalzando il tasso di riferimento Selic per complessivi 225 punti base, fino al 12,5 per cento, e rafforzando le politiche macroprudenziali volte a contenere la crescita del credito alle famiglie. Sono state altresì intensificate le misure finalizzate a contenere la crescita dell'indebitamento a breve sull'estero, che aveva contribuito a un'eccessiva espansione della liquidità. Tali interventi hanno favorito un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche: dal picco del 7,3 per cento raggiunto alla fine del terzo trimestre, la variazione tendenziale dei prezzi al consumo è ridiscesa entro l'intervallo-obiettivo prefissato dalle autorità monetarie ( $4,5 \pm 2$  per cento). Con l'indebolirsi dell'attività economica, la Banca centrale ha poi invertito il segno della propria azione, riducendo il tasso di riferimento per complessivi 350 punti base, fino al 9 per cento, valore minimo degli ultimi due anni.

L'allentamento delle condizioni monetarie si è accompagnato al proseguimento dell'azione di consolidamento fiscale: il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 2,6 per cento del PIL (dal 2,8 nel 2010), grazie ai tagli di spesa decisi dal governo, e l'avanzo primario si è attestato al 3,1 per cento. Secondo le stime dell'FMI, il saldo primario rimarrebbe invariato nel 2012 e nel 2013.

*Russia.* – Nel 2011 il PIL è aumentato del 4,3 per cento, sostenuto dalla domanda interna che ha beneficiato degli accresciuti ricavi da esportazioni di prodotti energetici. L'inflazione al consumo, dopo aver raggiunto il 9,4 per cento a metà del 2011, è ridiscesa fino al 3,6 lo scorso aprile; al netto delle componenti più volatili rimane tuttavia più elevata (5,3 per cento).

Dopo aver adottato graduali misure restrittive nella prima metà del 2011, in dicembre le autorità monetarie hanno abbassato il tasso di interesse di riferimento all'8 per cento. Il saldo di bilancio del settore pubblico consolidato ha registrato un avanzo (1,6 per cento del PIL), grazie alle elevate entrate fiscali derivanti dal settore energetico. La dipendenza da tali entrate, tuttavia, costituisce un elemento di vulnerabilità delle finanze pubbliche, rendendo l'equilibrio di bilancio fortemente soggetto alle fluttuazioni del prezzo del petrolio.

## 2. I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

Nel 2011 il peggioramento delle prospettive di crescita nelle economie avanzate e l'incertezza circa l'evoluzione delle finanze pubbliche in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno innescato una fase di marcata instabilità dei mercati finanziari. Le tensioni hanno investito i mercati del debito sovrano di un numero crescente di paesi dell'area, tra cui l'Italia e la Spagna, causando un brusco aumento dell'avversione al rischio, che ha sospinto la domanda di titoli pubblici degli Stati ritenuti più affidabili e provocato forti ribassi dei corsi azionari e delle obbligazioni societarie; sono saliti i costi di raccolta per le banche. Ad accrescere le tensioni hanno contribuito i dubbi degli operatori circa l'adeguatezza dei meccanismi comunitari di gestione della crisi. Grazie all'azione della Banca centrale europea (BCE), alle misure prese da alcuni governi e al raggiungimento di un accordo sull'assistenza finanziaria alla Grecia, nei primi mesi del 2012 la situazione è temporaneamente migliorata; a partire dal mese di aprile, tuttavia, il diffondersi di timori circa le difficoltà dell'economia in alcuni paesi dell'area dell'euro e le attese di un deterioramento del quadro congiunturale mondiale hanno determinato un nuovo incremento dei premi per il rischio sovrano, che comunque restano inferiori ai massimi toccati durante lo scorso inverno.

L'andamento dei mercati finanziari e valutari dei paesi emergenti ha risentito di questi fattori avversi. Nel complesso dell'anno i capitali privati hanno continuato ad affluire dalle economie avanzate verso quelle emergenti, attratti dai rendimenti più elevati e dalle migliori prospettive di crescita nel medio periodo; si è tuttavia ridimensionata la componente, più volatile, degli investimenti di portafoglio, che aveva guidato il ritorno degli afflussi nel biennio precedente.

### *I paesi industriali*

Nei primi mesi del 2011 sui mercati finanziari si era osservato un complessivo miglioramento, pur in un contesto di accresciuta volatilità connessa, da un lato, con la crisi libica e con il terremoto in Giappone, dall'altro con l'emergere di nuove tensioni sui titoli di Stato di Grecia, Irlanda e Portogallo. Le difficoltà di questi paesi non sembravano avere ricadute significative sui titoli pubblici dei principali paesi industriali; le condizioni sui mercati interbancari si mantenevano distese; proseguiva la flessione dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie, così come la tendenza al rialzo dei corsi azionari.

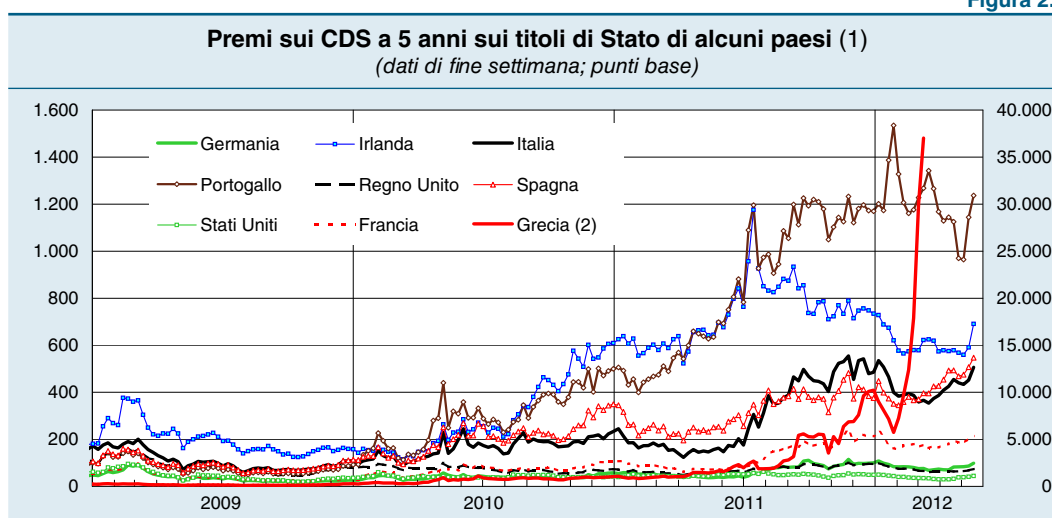
Intorno alla metà dell'anno ha preso avvio una fase di rapido deterioramento. Le tensioni sui mercati finanziari si sono estese ad altri paesi dell'area dell'euro, in particolare quelli con alto debito pubblico o privato quali l'Italia, la Spagna e, in misura minore, il Belgio. Vi hanno contribuito il peggioramento delle prospettive di crescita nelle economie industrializzate, le indecisioni nell'ambito dell'Unione europea circa le politiche di contrasto alla crisi e l'incertezza relativa al coinvolgimento del settore privato nella ristrutturazione del debito



greco. Il brusco aumento dell'avversione al rischio, determinando una ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività finanziarie ritenute più sicure, ha penalizzato in misura accentuata il settore bancario, che ha visto innalzarsi i costi di provvista soprattutto per gli intermediari europei, maggiormente esposti al rischio sovrano a causa dell'ammontare di titoli pubblici in portafoglio. In luglio le autorità europee hanno concordato un nuovo piano di assistenza finanziaria alla Grecia e reso più flessibile l'impiego delle risorse dello European Financial Stability Facility (cfr. il riquadro: *Le decisioni del Consiglio dell'Unione europea del 21 luglio 2011*, in *Bollettino economico*, n. 66, 2011); in agosto, inoltre, la BCE è tornata ad acquistare titoli pubblici sul mercato secondario nell'ambito del Securities Markets Programme (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Ciononostante, le tensioni sono andate aggravandosi fino ad assumere, nello scorcio dell'anno, rilevanza sistemica; vi hanno contribuito i ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di molti paesi europei da parte delle agenzie di rating e il deterioramento del quadro macroeconomico (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Le decisioni adottate nell'ambito dei vertici europei del 26 ottobre e del 9 dicembre (cfr. il riquadro: *Le decisioni dei Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011*, in *Bollettino economico*, n. 67, 2012) non hanno fugato i dubbi degli operatori circa l'adeguatezza dei meccanismi di gestione della crisi.

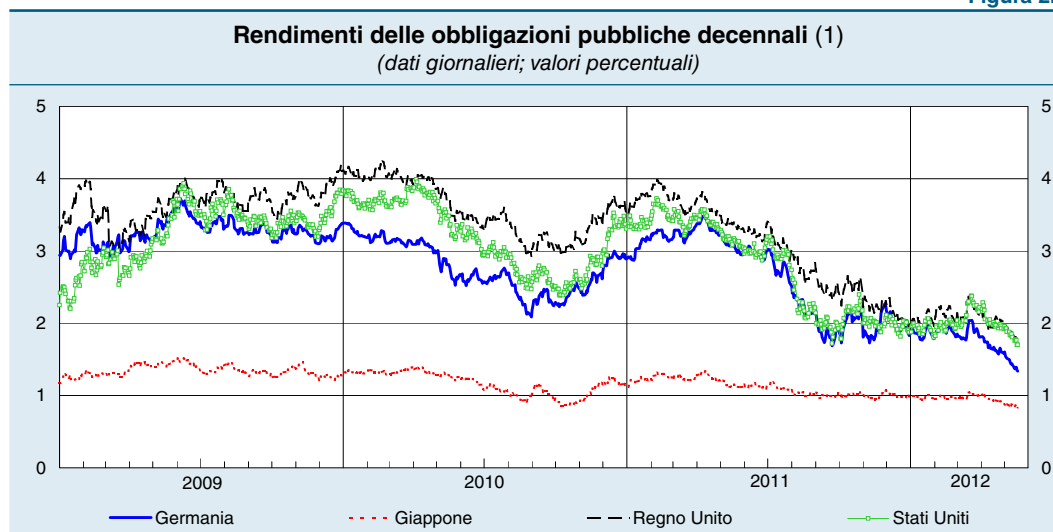
I premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni sui titoli di Stato della Grecia e del Portogallo sono saliti fino a raggiungere, sul finire dell'anno, nuovi massimi, pari a circa 10.000 e 1.200 punti base, rispettivamente, da 1.000 e 500 punti all'inizio del 2011 (fig. 2.1); aumenti significativi, anche se più contenuti, si sono registrati anche per quelli sui titoli di Stato di Italia, Spagna, Belgio e Francia, che in novembre hanno raggiunto picchi di 550, 480, 400 e 245 punti base, rispettivamente. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dei paesi considerati più sicuri hanno iniziato a flettere dalla metà di marzo dello scorso anno, dapprima per la maggiore incertezza sulle prospettive congiunturali e poi anche per effetto dell'aumento dell'avversione al rischio e della conseguente ricerca di attività rifugio (*safe haven*): quelli degli Stati Uniti, della Germania e del Regno Unito sono diminuiti di circa 1,5 punti percentuali per attestarsi, alla fine dell'anno, in prossimità dei valori minimi storici, attorno al 2 per cento; quelli del Giappone, già molto bassi, sono scesi solo lievemente, all'1 per cento (fig. 2.2).

Figura 2.1



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) L'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 18 maggio 2012. – (2) Scala di destra. L'ultima quotazione disponibile è quella della settimana terminante il 9 marzo, durante la quale è stato raggiunto l'accordo per il coinvolgimento del settore privato nella ristrutturazione del debito.



Fonte: statistiche nazionali.

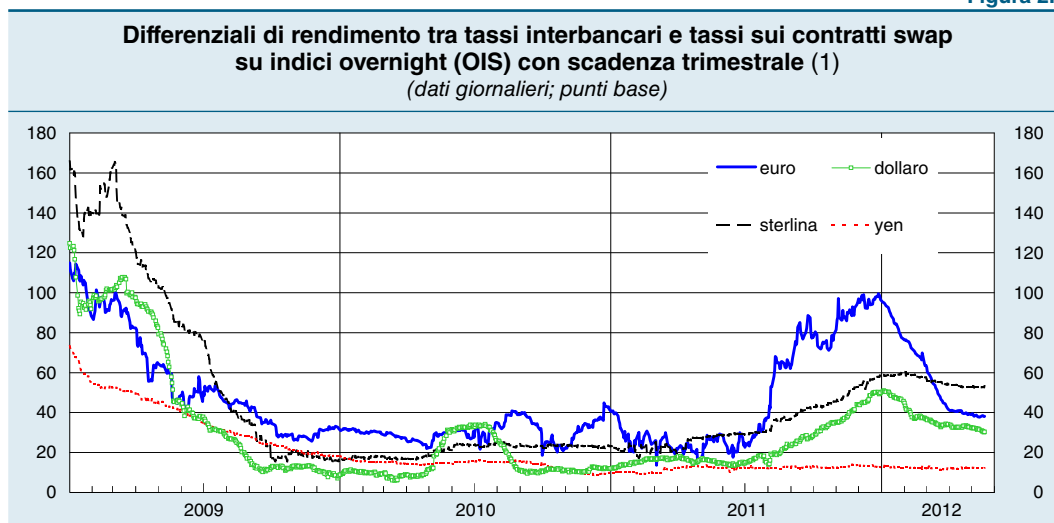
(1) L'ultimo dato raffigurato è quello del 18 maggio 2012.

La liquidità sui mercati interbancari si è andata progressivamente inaridendo nella seconda metà dello scorso anno, soprattutto per i prenditori europei. Tra luglio e dicembre i differenziali tra i tassi sui depositi interbancari a tre mesi senza garanzia e quelli sui contratti swap su indici overnight (OIS) con eguale durata – una misura dei rischi di controparte e di liquidità – sono quadruplicati a quasi 100 punti base per l'euro e raddoppiati per il dollaro e la sterlina a circa 50 e 60 punti, valori che non si osservavano dalla metà del 2009; sono rimasti pressoché invariati per lo yen (fig. 2.3). Gli intermediari europei hanno, in particolare, incontrato difficoltà significative a finanziarsi in dollari, soprattutto a causa della minore offerta da parte dei fondi monetari statunitensi. Per far fronte ai rischi derivanti da carenze improvvise di liquidità in tale valuta, alla fine di novembre, le principali banche centrali hanno reso meno onerosa l'attivazione delle linee di swap in dollari concordate a maggio del 2010 e, contestualmente, prorogato a febbraio del 2013 la scadenza di tali accordi. I premi sui CDS a cinque anni relativi alle principali banche internazionali hanno avuto un andamento sincrono con quello dei differenziali di interesse sul mercato interbancario: dopo essersi mantenuti attorno a 140 punti base (valore mediano) nei primi sette mesi dell'anno, sono saliti fino a novembre, con un picco di circa 420 punti per le banche statunitensi, che risentono dell'esposizione nei confronti degli Stati e degli intermediari finanziari dell'area dell'euro e dei rischi legali connessi con le operazioni domestiche in mutui immobiliari.

Le tensioni si sono sensibilmente allentate nei primi mesi dell'anno in corso, grazie alle misure adottate dai governi di alcuni paesi dell'area dell'euro; all'azione della BCE, che ha fornito al sistema bancario un ingente ammontare di liquidità a medio termine attraverso due aste condotte in dicembre e in febbraio (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012); al raggiungimento di un nuovo accordo sulla ristrutturazione del debito della Grecia e sull'assistenza finanziaria a tale paese (cfr. il riquadro: *Il coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012). I differenziali sui mercati interbancari si sono ridotti, attestandosi, nella terza settimana di maggio, attorno a 50 punti base per la sterlina, a 40 punti per l'euro e a 30 punti per il dollaro, valori comunque alti nel confronto storico. Anche i premi sui CDS a cinque anni relativi ai principali intermediari creditizi internazionali sono

ridiscesi a circa 300 punti base sia per le banche statunitensi, sia per quelle europee. Con il distendersi delle condizioni sui mercati finanziari, il credito alle imprese ha mostrato alcuni segnali di miglioramento.

Figura 2.3



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.  
(1) L'ultimo dato raffigurato è quello del 18 maggio 2012.

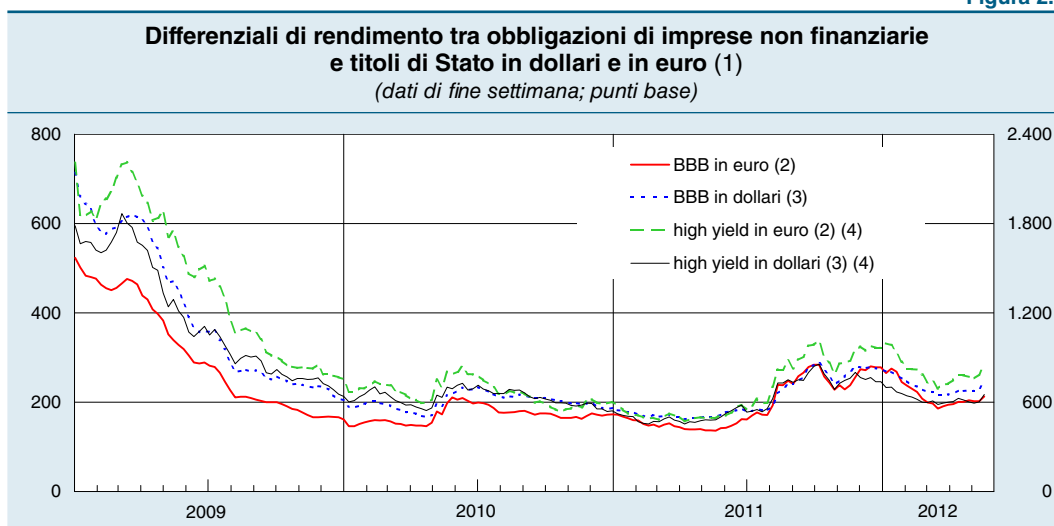
*I risultati delle indagini sul credito bancario condotte nei principali paesi industriali, relative al primo trimestre del 2012, indicano, in generale, una tendenza al miglioramento delle condizioni di offerta di credito alle imprese, mentre l'andamento della domanda da parte di queste ultime appare più diversificato. Negli Stati Uniti l'indagine della Riserva federale segnala un aumento della domanda di credito da parte delle società commerciali e industriali e un lieve miglioramento nelle condizioni di accesso ai prestiti. In Giappone i risultati dell'indagine sul credito indicano un aumento della domanda di prestiti da parte del settore industriale, trainata dalle grandi imprese, e un generalizzato allentamento delle condizioni di offerta. Secondo la Credit Conditions Survey condotta dalla Banca d'Inghilterra, nel Regno Unito l'offerta di credito alle imprese non finanziarie è rimasta pressoché invariata, mentre la domanda si è contratta; i tassi di insolvenza sono rimasti stabili per le piccole imprese e hanno ripreso ad aumentare per quelle di media grandezza. Nell'area dell'euro la Bank Lending Survey mostra un considerevole miglioramento delle condizioni di accesso al credito da parte delle imprese, dovuto in particolare ai minori costi di raccolta da parte delle banche; la domanda di prestiti risulta in significativa diminuzione (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune).*

Nuove turbolenze sono, tuttavia, affiorate dalla fine di marzo: nella terza settimana di maggio il premio sui CDS sui titoli pubblici della Spagna ha registrato un nuovo massimo storico di circa 550 punti base; quelli sui titoli di Italia, Francia, Belgio e Irlanda si collocavano, invece, su valori ancora inferiori ai picchi raggiunti sul finire del 2011. I tassi di interesse a lungo termine sui titoli di Stato si sono attestati all'1,7 per cento negli Stati Uniti, all'1,8 nel Regno Unito, all'1,3 in Germania e allo 0,8 in Giappone.

La flessione dei premi per il rischio sulle obbligazioni private, in atto quasi senza interruzione da oltre due anni, si è interrotta nell'estate dello scorso anno: tra luglio e dicembre i differenziali di rendimento tra le obbligazioni denominate in dollari e in euro delle società non finanziarie con merito di credito elevato (BBB) e i titoli pubblici a dieci anni sono aumentati di circa 40 punti base, a 220 e 196 punti; quelli relativi alle obbligazioni high yield sono saliti di 70 e 200 punti base, a 605 e 750 punti, rispettivamente. Nei primi mesi del 2012 tali premi per il rischio si sono ridimensionati attestandosi, nella terza settimana di maggio, su valori comunque superiori a quelli osservati all'inizio dell'anno precedente (fig. 2.4). Nel 2011 le imprese hanno fatto mi-

nor ricorso al mercato obbligazionario: negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito l'ammontare delle emissioni al netto dei rimborsi è stato pari, complessivamente, a circa 100 miliardi di dollari, quasi la metà nel confronto con l'anno precedente, ma nettamente superiore al valore minimo del 2008 (50 miliardi).

Figura 2.4

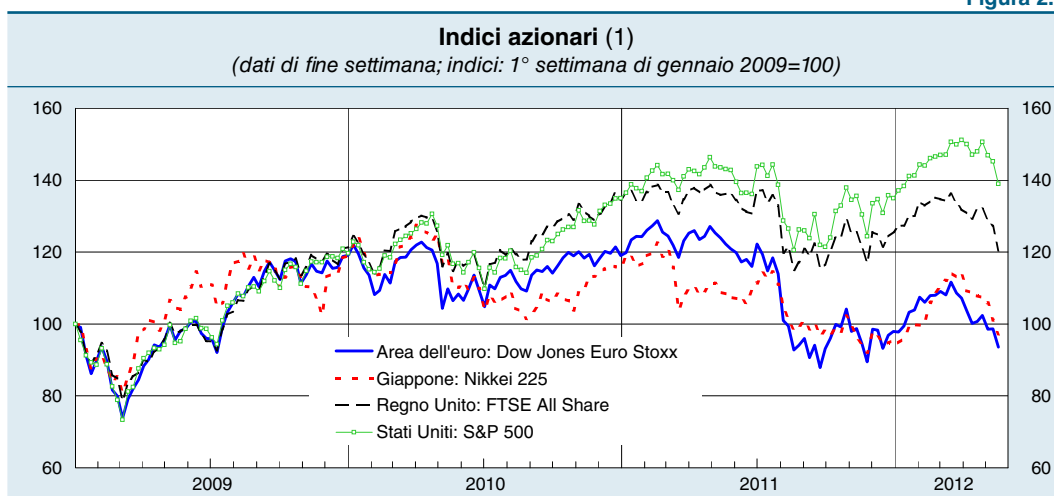


Fonte: Merrill Lynch.

(1) L'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 18 maggio 2012. – (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (3) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (4) Scala di destra.

Il peggioramento del quadro congiunturale e l'aumento dell'avversione al rischio hanno penalizzato i mercati azionari; le quotazioni hanno registrato nel corso dell'estate perdite comprese tra il 15 per cento in Giappone e negli Stati Uniti e il 26 nell'area dell'euro (fig. 2.5), con cali più consistenti per i titoli del comparto finanziario. A partire dall'autunno vi è stato un recupero: nella terza settimana di maggio, rispetto ai livelli registrati alla metà di settembre del 2011, i corsi risultavano superiori del 14 per cento negli Stati Uniti, del 6 nell'area dell'euro, del 4 nel Regno Unito e dell'1 in Giappone.

Figura 2.5



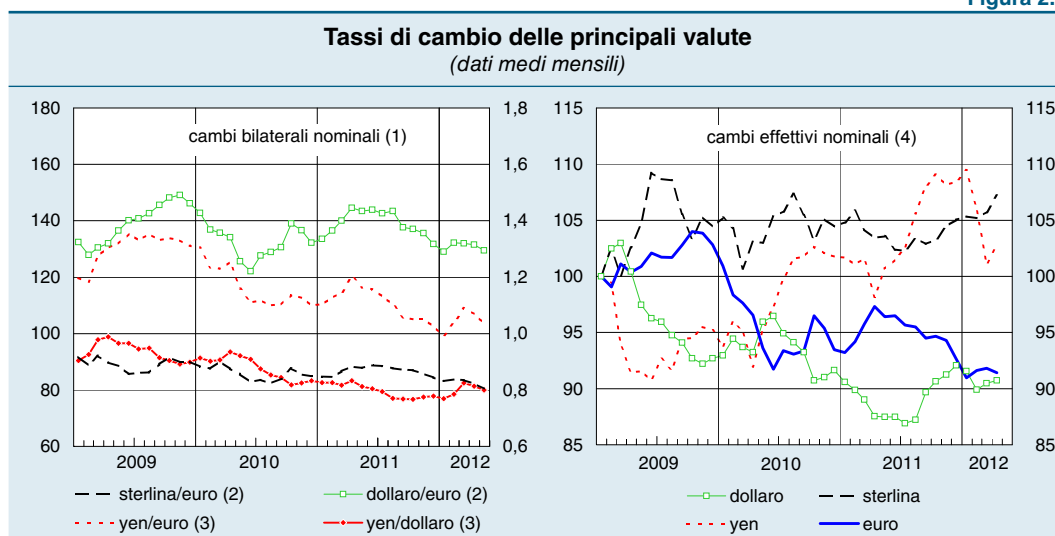
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) L'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 18 maggio 2012.

Negli Stati Uniti il tasso di crescita sui dodici mesi degli utili delle società quotate, da un ritmo del 40 per cento all'inizio del 2011, è gradualmente sceso fino al 10 nella terza settimana di maggio; il rapporto tra quotazioni e utili corretti per il ciclo economico appare sostanzialmente in linea con la media storica di lungo periodo, a segnalare l'assenza di fenomeni di sopravvalutazione dei corsi azionari. Nell'area dell'euro la crescita degli utili, da valori prossimi al 40 per cento, è divenuta negativa; il rapporto tra quotazioni e utili, inferiore alla media storica, riflette anche l'elevata incertezza connessa con le turbolenze in atto nell'area.

Il mercato dei cambi ha risentito solo limitatamente delle tensioni sul debito sovrano: l'euro, che nel primo trimestre del 2011 si era apprezzato nei confronti delle altre principali valute, si è successivamente indebolito cumulando, nell'anno, un deprezzamento del 3,2, dell'8,2 e del 2,5 per cento nei confronti del dollaro, dello yen e della sterlina, rispettivamente (fig. 2.6). Nonostante l'intervento coordinato delle banche centrali del Gruppo dei Sette (G7) in aprile, lo yen ha continuato ad apprezzarsi nei confronti del dollaro. Il *flight to quality* si è tradotto in nuove pressioni all'apprezzamento del franco svizzero, che nei confronti dell'euro ha toccato, in agosto, un valore minimo storico di 1,04 franchi; per contrastare tale tendenza, all'inizio di settembre la Banca nazionale svizzera ha indicato una soglia minima di 1,20 franchi per euro; in seguito il franco si è mantenuto, con oscillazioni contenute, in prossimità di tale valore. Nei primi mesi dell'anno in corso il cambio dell'euro si è temporaneamente apprezzato, per poi riportarsi nella terza settimana di maggio su livelli prossimi a quelli della fine del 2011. In termini effettivi nominali, ad aprile del 2012, il dollaro e lo yen si erano riportati attorno ai valori di inizio dello scorso anno, la sterlina si era lievemente apprezzata (2,6 per cento) e l'euro deprezzato (-2,2 per cento).

Figura 2.6



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

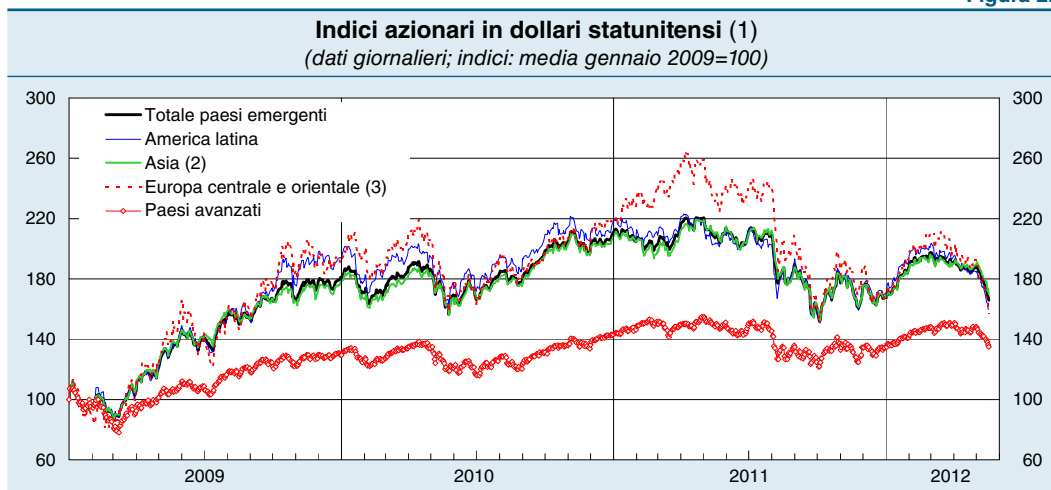
(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2012 si basano solamente sui primi 18 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2009=100.

### *I paesi emergenti e i nuovi membri della UE non appartenenti all'area dell'euro*

Nel 2011 i mercati azionari delle economie emergenti hanno avuto una dinamica complessivamente negativa, dopo i forti recuperi segnati nel 2010 (fig. 2.7). Nella prima metà dell'anno l'andamento è stato incerto, in parte riflettendo l'inasprimento delle condi-

zioni monetarie per contrastare i rischi di surriscaldamento e le conseguenti pressioni inflazionistiche. Nel terzo trimestre il riaccutizzarsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e il rallentamento dell'attività economica hanno determinato una caduta dei corsi, accompagnata da deflussi di capitali di portafoglio. Le perdite hanno interessato intensamente le piazze dell'Europa centrale e orientale, più esposte all'evoluzione nell'area dell'euro.

Figura 2.7



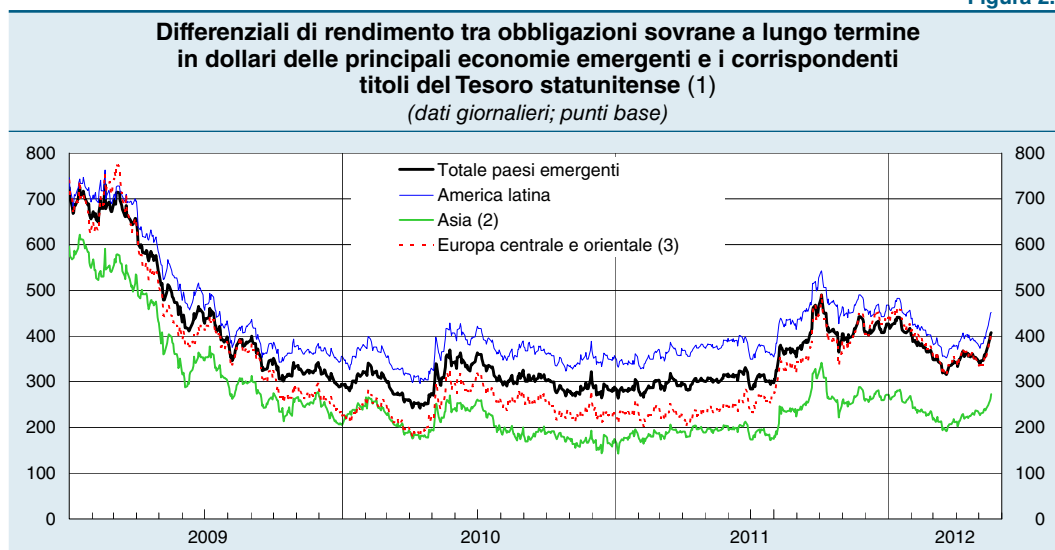
Fonte: Thomson Reuters Datastream e Morgan Stanley.

(1) L'ultimo dato raffigurato è quello del 18 maggio 2012. – (2) Escluso il Giappone. – (3) Inclusa la Russia.

*Il forte calo delle quotazioni azionarie ha determinato una riduzione generalizzata nel rapporto tra prezzi e utili societari. Correggendo per gli effetti del ciclo economico, alla fine dello scorso dicembre tale rapporto si collocava su valori inferiori alla media di lungo periodo in tutte le principali economie emergenti, per oltre il 30 per cento in Brasile e in Russia, per circa il 20 in Cina e in India.*

I premi per il rischio sul debito sovrano, dopo essere rimasti stabili su livelli relativamente contenuti nella prima parte del 2011, nel corso dell'estate hanno segnato un brusco rialzo (fig. 2.8). Il differenziale di rendimento tra i titoli sovrani in dollari e quelli degli Stati

Figura 2.8



Fonte: Thomson Reuters Datastream e JP Morgan Chase Bank.

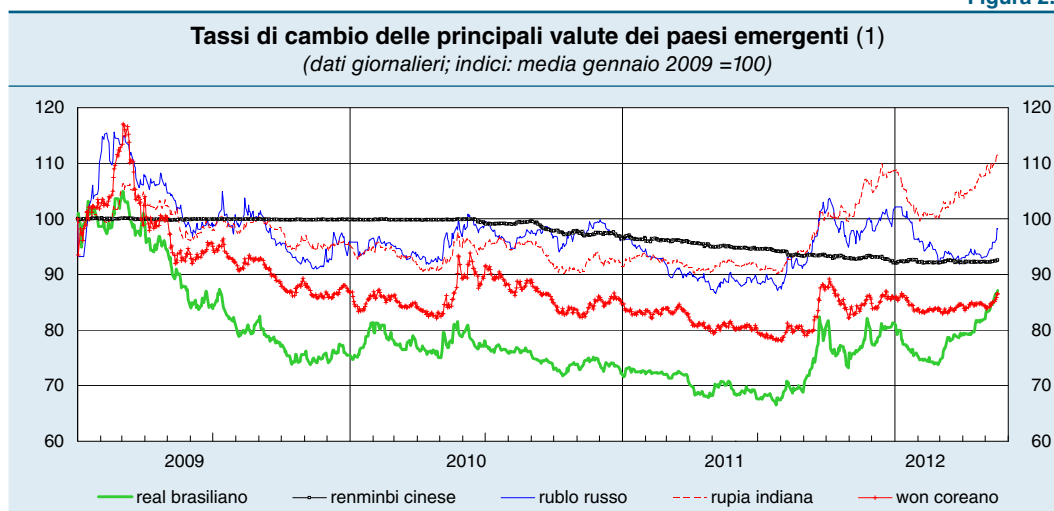
(1) L'ultimo dato raffigurato è quello del 18 maggio 2012. – (2) Escluso il Giappone. – (3) Inclusa la Russia.

Uniti è salito di più di 100 punti base per la media dei paesi emergenti, fino a oltre 400 punti. L'aumento dei premi per il rischio è stato molto accentuato in alcuni nuovi membri della UE non appartenenti all'area dell'euro, riflettendo tensioni specifiche alle singole economie.

*In Ungheria i premi per il rischio hanno raggiunto i 760 punti base nello scorso gennaio, un livello più che doppio rispetto all'inizio del 2011. A fronte degli ingenti pagamenti attesi per il rimborso del debito estero in scadenza nell'anno in corso, l'evoluzione dei premi ha risentito delle incertezze relative alla concessione di un nuovo programma di assistenza finanziaria internazionale. Queste si sono acuite con l'interruzione dei negoziati, in seguito all'approvazione, da parte del Parlamento ungherese, di una serie di norme ritenute dalla Commissione europea in contrasto con i Trattati, con la conseguente apertura in gennaio di una procedura di infrazione. Nei primi mesi del 2012 i premi si sono ridotti, attestandosi intorno ai 630 punti base in maggio, riflettendo il venir meno delle pregiudiziali all'avvio dei negoziati con la UE e l'FMI.*

L'apprezzamento delle valute dei paesi emergenti nei confronti del dollaro, spinto dai sostenuti afflussi di capitali, era proseguito nella prima metà del 2011, soprattutto nelle economie con regimi di cambio flessibile e sistemi finanziari maggiormente integrati (fig. 2.9). In alcune di queste, tra cui il Brasile, sono state intensificate le misure volte a limitare gli afflussi di capitali speculativi e il loro impatto sulle valute. A partire dall'estate la volatilità sul mercato dei cambi è bruscamente aumentata e le valute hanno segnato un netto e generalizzato indebolimento. In un certo numero di paesi (tra cui Brasile, Corea, India, Indonesia, Messico, Russia e Turchia) le autorità monetarie sono intervenute a difesa delle rispettive valute impiegando le riserve ufficiali.

Figura 2.9



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

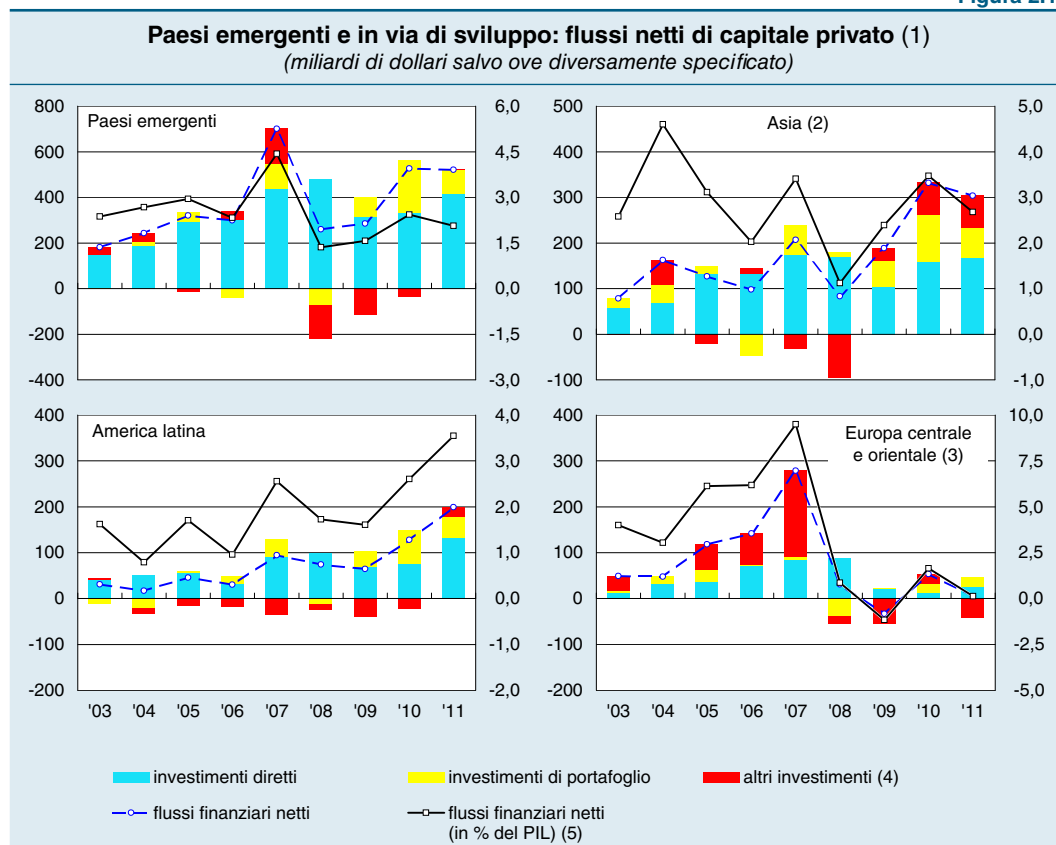
(1) Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento. L'ultimo dato raffigurato è quello del 18 maggio 2012.

Nel 2011 gli afflussi netti di capitali privati verso le economie emergenti e in via di sviluppo sono stati ancora sostenuti, collocandosi al 2 per cento del PIL, un valore solo lievemente inferiore a quello segnato nel 2010 (fig. 2.10). Tuttavia, mentre nella prima metà del 2011 i flussi sono stati cospicui, nel corso dell'estate, in seguito all'aumentata incertezza sui mercati finanziari internazionali, le componenti più volatili hanno nettamente decelerato. Mentre gli investimenti diretti – relativamente stabili – si sono intensificati, fino a rappresentare oltre la metà degli afflussi complessivi in America latina e in Asia, quelli di portafoglio, che avevano contribuito alla rapida ripresa



dei movimenti di capitale nel biennio precedente, si sono nettamente ridimensionati. Il calo è stato più pronunciato nel comparto azionario rispetto a quello obbligazionario; per entrambe le tipologie nel quarto trimestre si sono verificati cospicui disinvestimenti da tutte le principali aree, di intensità simile a quelli avvenuti durante la crisi finanziaria del 2008-09.

Figura 2.10



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area; esclude le variazioni delle riserve ufficiali, così come gli altri flussi riconducibili al settore ufficiale. – (2) Escluso il Giappone. – (3) Inclusa la Russia. – (4) Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività. – (5) Scala di destra.

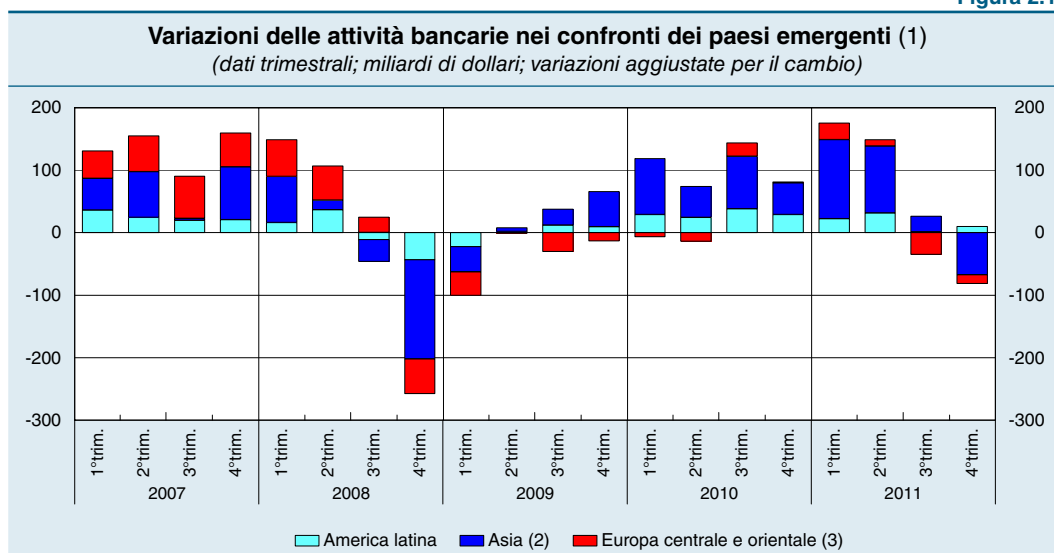
Gli afflussi di capitali bancari (inclusi nella voce “altri investimenti” della bilancia dei pagamenti) si erano solo in parte ripresi fino al 2010, risentendo degli effetti prolungati del consolidamento dei bilanci delle principali banche internazionali dopo la crisi finanziaria. Nella prima metà del 2011 questi afflussi, soprattutto quelli verso l'Asia, avevano mostrato un netto rafforzamento, interrottosi la scorsa estate in seguito all'accelerazione del processo di riduzione della leva finanziaria (deleveraging) da parte delle banche dei paesi dell'area dell'euro.

Secondo i dati provenienti dalle banche dichiaranti alla Banca dei regolamenti internazionali e relativi alle attività transfrontaliere nei confronti delle economie emergenti (fig. 2.11), a fronte di afflussi per circa 320 miliardi di dollari nella prima metà dell'anno, nella seconda i deflussi sarebbero stati pari a circa 94 miliardi di dollari. Nei paesi dell'Europa centrale e orientale – i cui sistemi finanziari sono più vulnerabili poiché dipendono dai finanziamenti erogati dalle banche dell'area dell'euro, data l'insufficiente raccolta di depositi presso i residenti – le uscite di capitali, dopo aver raggiunto



la massima intensità nel terzo trimestre, si sono in seguito attenuate, ammontando complessivamente a quasi 50 miliardi di dollari (1,2 per cento del loro PIL annuo). In alcuni paesi emergenti dell'Asia si sono registrati bruschi deflussi circoscritti al quarto trimestre (67 miliardi di dollari, pari allo 0,5 per cento del PIL annuo di quei paesi), per i disinvestimenti di titoli e il mancato rinnovo di crediti a breve termine. Le più solide condizioni patrimoniali e di liquidità dei sistemi finanziari locali consentirebbero, comunque, di limitare gli effetti restrittivi sull'offerta di credito.

Figura 2.11



Fonte: BRI statistiche bancarie su base locale per residenza.

(1) Attività transfrontaliere (comprese quelle intragruppo) delle banche dichiaranti alla BRI, in tutte le valute. – (2) Escluso il Giappone. – (3) Inclusa la Russia.

### 3. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE E LE BILANCE DEI PAGAMENTI

Alla rapida ripresa del commercio mondiale di beni e servizi nel 2010 (12,9 per cento) è seguita, nel 2011, una crescita assai più debole (5,8 per cento), frenata dal rallentamento della domanda nei paesi avanzati e dalle ripercussioni dei disastri naturali che hanno colpito il Giappone e la Thailandia.

Dopo aver raggiunto un apice nella primavera dello scorso anno, i prezzi delle materie prime hanno ripiegato, pur restando su un livello elevato nel confronto storico. A causa delle tensioni geopolitiche che attraversano l'Africa e il Medio Oriente e dei conseguenti rischi di interruzione dell'offerta, il prezzo del greggio ha ripreso a salire già dallo scorso autunno, segnando alla fine del primo trimestre del 2012 un nuovo picco.

Il rafforzamento delle ragioni di scambio dei paesi esportatori di energia ha contribuito al notevole aumento del loro avanzo di parte corrente, che ormai supera in valore il precedente picco del 2008. Il disavanzo degli Stati Uniti non ha subito variazioni di rilievo; l'area dell'euro è rimasta sostanzialmente in equilibrio, pur con notevoli disparità al suo interno (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*). Si sono invece ridotti gli avanzi delle economie asiatiche esportatrici di manufatti, in particolare quelli del Giappone e della Cina.

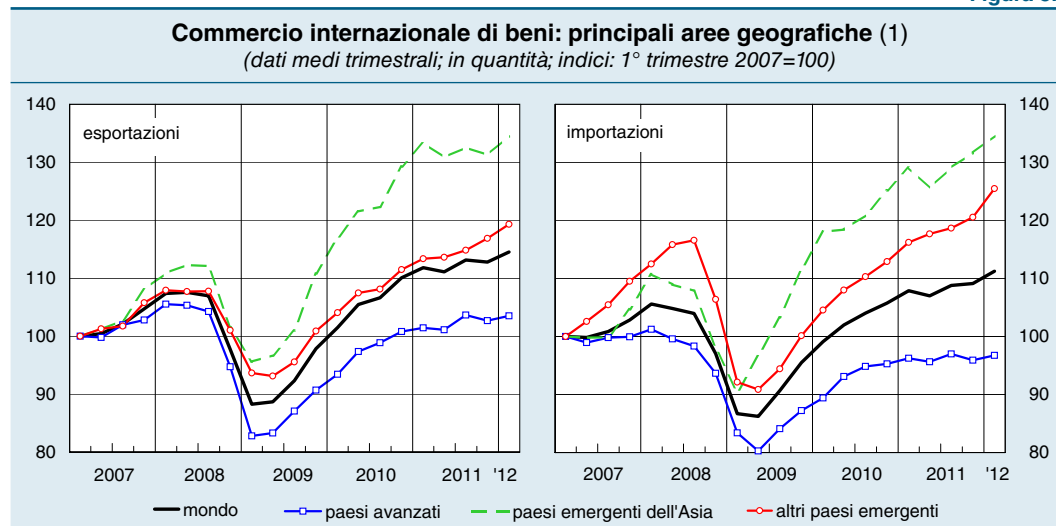
#### *Il commercio internazionale*

Il forte rallentamento del commercio internazionale nel 2011 è dipeso principalmente dalla debole domanda delle economie avanzate, i cui volumi di importazioni sono aumentati del 4,3 per cento (dall'11,5 nel 2010). Nella seconda metà dell'anno, la contrazione delle importazioni dell'area dell'euro è stata solo in parte compensata dalla vivacità di quelle degli Stati Uniti, sospinte dalla ricostituzione delle scorte industriali. Alla fine del 2011 il livello delle importazioni di beni dei paesi avanzati era ancora inferiore al picco del primo trimestre del 2008 (fig. 3.1).

La debolezza della domanda delle economie avanzate si è riflessa sulle esportazioni di quelle emergenti, con effetti più pronunciati sui paesi dell'Asia specializzati nella produzione di beni intermedi e di consumo durevole. Dati i forti legami esistenti nell'ambito della filiera produttiva internazionale della regione, le vendite all'estero dei paesi asiatici hanno temporaneamente risentito delle interruzioni nell'approvvigionamento di beni intermedi a seguito del terremoto avvenuto in Giappone nel marzo del 2011 e dell'alluvione in Thailandia nello scorso ottobre. In Cina lo sviluppo delle vendite all'estero, pur rallentando nettamente (9,5 per cento dal 27,5 del 2010), è rimasto comunque superiore a quello medio del mondo e degli altri paesi emergenti.

Nell'ultimo ventennio le esportazioni cinesi hanno beneficiato del ruolo di principale paese assemblatore finale della produzione asiatica, in seguito destinata ai paesi avanzati, assunto dalla Cina.

Figura 3.1



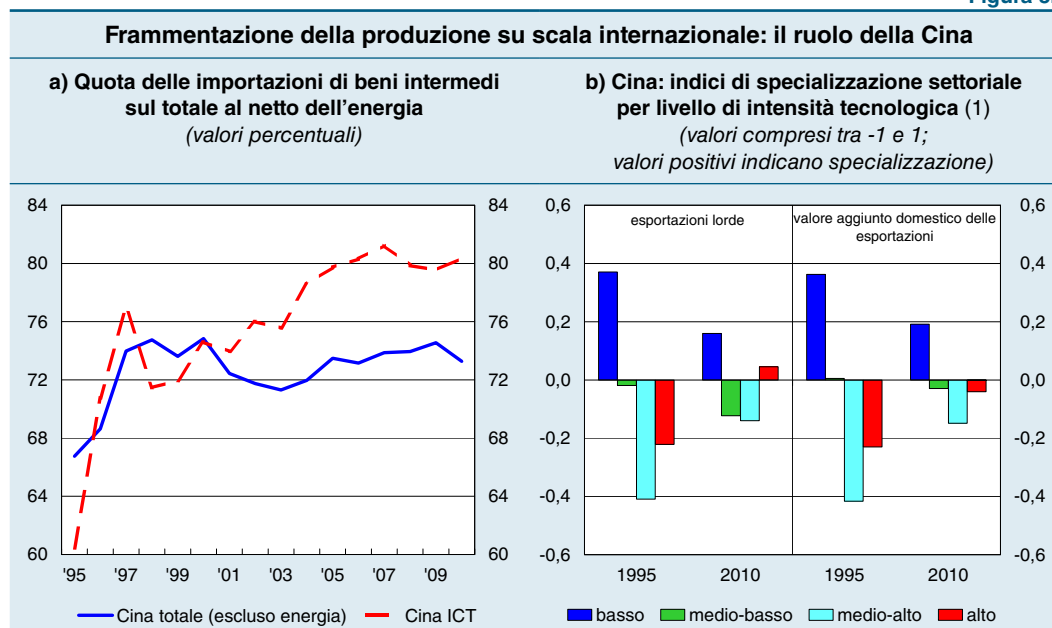
*La riduzione delle barriere commerciali e l'evoluzione delle tecnologie delle telecomunicazioni hanno favorito la frammentazione internazionale dei processi produttivi, consentendo la suddivisione tra paesi delle varie fasi della catena del valore sulla base dei relativi vantaggi di costo e sfruttando le economie di scala. Questo processo ha riguardato in particolare la regione asiatica, dove le prime fasi di produzione, solitamente a più alto contenuto tecnologico ed elevata intensità di capitale, sono svolte in Giappone e nei paesi di recente industrializzazione (soprattutto in Corea del Sud), mentre quelle più a valle della catena del valore sono realizzate nelle aree in via di sviluppo, in primo luogo in Cina (dove la quota di beni intermedi sfiora il 75 per cento delle importazioni, escludendo i prodotti energetici; fig. 3.2a). Questa frammentazione ha interessato in maniera preponderante le produzioni di beni più complessi, come quelle legate all'information technology in cui, dato l'elevato numero di fasi produttive, la divisione internazionale del lavoro apporta i maggiori benefici.*

Non solo la Cina e gli altri paesi emergenti hanno assunto un peso maggiore nell'interscambio mondiale di beni, ma alcuni di essi sono anche riusciti a diversificare e migliorare qualitativamente le loro produzioni.

*La diffusione di filiere internazionali di produzione (catene globali del valore) richiede di adeguare anche i parametri con cui si valuta l'evoluzione del modello di specializzazione di ciascun paese. Nel caso della Cina, ad esempio, i tradizionali indicatori di vantaggi comparati rivelati – basati sui flussi lordi di esportazioni – mostrano un netto spostamento, tra il 1995 e il 2010, verso segmenti a più alta intensità tecnologica (fig. 3.2b). Ciò rifletterebbe, tuttavia, in buona parte il crescente peso della Cina nelle attività di assemblaggio finale, piuttosto che un reale miglioramento delle produzioni, come si evince dal progresso assai più contenuto del valore aggiunto effettivamente prodotto all'interno del paese.*

I paesi esportatori di materie prime hanno beneficiato di un ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio nel 2011; il guadagno più cospicuo, del 15 per cento circa, ha interessato i produttori di petrolio. Dalla metà degli anni 2000, le ragioni di scambio sono migliorate del 4,9 per cento l'anno nei paesi dell'ex URSS, del 3,3 nei paesi dell'America latina e del 2,7 per cento in Medio Oriente e in Africa.

Figura 3.2



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

(1) Il valore aggiunto delle esportazioni è stato ricavato utilizzando le tavole input-output dell'OCSE per depurare i flussi lordi di esportazioni dal contenuto di beni intermedi in ciascun settore. Per il 2010 le tavole si riferiscono al 2005 (ultimo aggiornamento disponibile).

Indicazioni ancora parziali sembrano prefigurare una moderata ripresa del commercio mondiale nei primi mesi del 2012, favorita dal rafforzamento degli scambi tra i paesi emergenti, a fronte di una dinamica delle importazioni ancora debole in quelli avanzati.

L'accresciuta integrazione delle economie emergenti trova riscontro anche nell'evoluzione degli accordi multilaterali che disciplinano il commercio internazionale, limitando il ricorso a misure protezionistiche. Nell'ottavo vertice ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), svoltosi lo scorso dicembre a Ginevra, è stato sancito l'ingresso della Russia fra i paesi membri dell'Organizzazione (dopo quello della Cina nel 2001).

Nello stesso vertice è stato inoltre rilanciato l'accordo plurilaterale sugli appalti pubblici, i cui paesi firmatari sono saliti a 42 (i paesi membri dell'Unione europea, UE, e altre economie avanzate, tra cui Israele, Singapore, Corea del Sud, Taiwan e Hong Kong).

*Il nuovo accordo aumenta l'apertura degli appalti pubblici alla concorrenza estera, vietando discriminazioni nei confronti dei fornitori delle altre nazioni firmatarie, introducendo requisiti di trasparenza, ampliando la gamma di soggetti e settori interessati (in particolare nei servizi e nelle costruzioni, poiché il comparto dei beni era già pressoché totalmente coperto dal precedente accordo). Secondo le valutazioni dell'OMC, gli impegni riguardano commesse per un valore annuale pari a circa il 2,5 per cento del prodotto mondiale. Benefici molto maggiori potrebbero derivare dall'eventuale estensione dell'accordo ai principali paesi emergenti, tra cui in particolare la Cina e l'India (entrambi membri dell'OMC). Le offerte di apertura avanzate dalla Cina in questo campo sono tuttavia sembrate finora insufficienti, limitandosi alla sola disciplina sugli appalti del governo centrale ed escludendo quella sugli appalti di imprese statali e Amministrazioni locali.*

Non è stata invece superata la fase di prolungato stallo del negoziato di liberalizzazione commerciale multilaterale del Doha Round, avviato circa dieci anni fa. I rischi di un fallimento sono elevati e diviene sempre più probabile un crescente ricorso ad accordi preferenziali su base bilaterale o regionale, potenzialmente distorsivi dei flussi

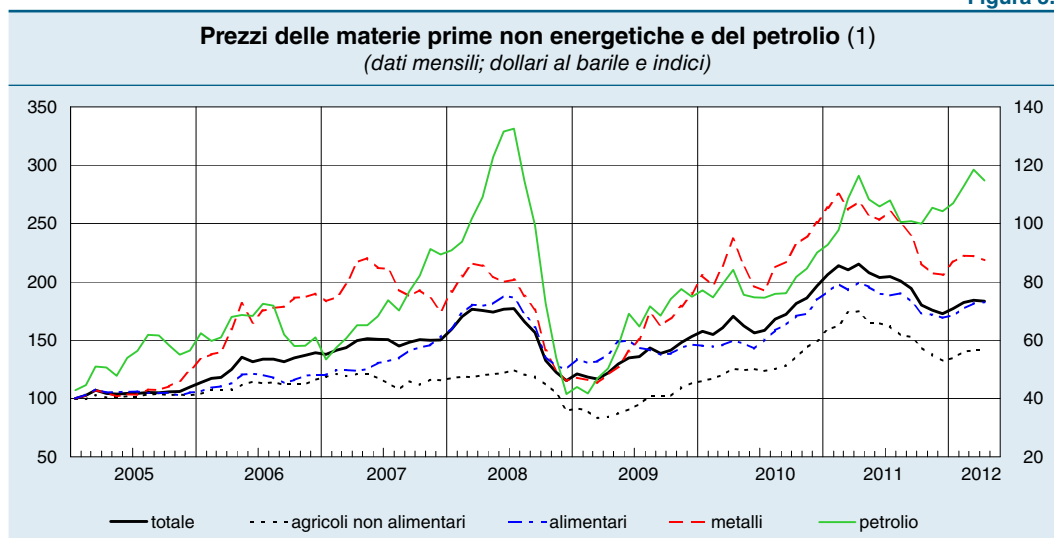
commerciali mondiali e penalizzanti soprattutto per i paesi più piccoli e poveri, con minore potere negoziale.

*Importanti mutamenti di natura economica contribuiscono a spiegare le crescenti difficoltà incontrate dal negoziato multilaterale. Lo sviluppo della potenza economica cinese ha fatto diventare i più diretti paesi competitori, inclusi quelli emergenti e in via di sviluppo produttori di beni ad alta intensità di lavoro, restii a concedere una riduzione dei dazi sulle importazioni di manufatti (come invece richiesto dai paesi avanzati). Inoltre, il forte aumento dei prezzi internazionali dei prodotti agricoli ha reso meno appetibili, per i paesi in via di sviluppo più competitivi in questo settore, gli impegni di quelli avanzati a diminuire il grado di protezione dei loro mercati agricoli. Infine, l'avversione di parte dell'opinione pubblica nei paesi avanzati verso alcune conseguenze della globalizzazione ha creato un clima generalmente ostile alla conclusione di accordi commerciali internazionali.*

### I prezzi delle materie prime

La fase di rincaro delle materie prime, in atto dal 2009, aveva subito un'accelerazione tra l'autunno del 2010 e l'inizio dello scorso anno. Nei mesi successivi le quotazioni hanno ripiegato, rispondendo ai segnali di rallentamento della domanda globale. Nonostante questa inversione di tendenza, nella media del 2011 i prezzi in dollari dei prodotti alimentari sono aumentati del 20 per cento circa rispetto all'anno precedente, quelli dei metalli del 14 (fig. 3.3).

Figura 3.3



Fonte: FMI.

(1) Per le materie prime non energetiche, indici: gennaio 2005=100. Per il petrolio, prezzo medio in dollari al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI; scala di destra).

*L'offerta globale dei principali metalli e prodotti agricoli è andata adeguandosi ai più elevati tassi di crescita strutturale della domanda mondiale osservati negli ultimi anni. Ciò ha facilitato la ricostituzione delle scorte e potrebbe contribuire a moderare la futura dinamica delle quotazioni. Per alcuni prodotti, come il rame, le spinte al rialzo seguirebbero a provenire da vincoli stringenti all'espansione della produzione; nel caso del grano turco, che ha guidato i rincari dei prodotti agricoli nella prima parte del 2011, e della soia continuerebbe a incidere la forte domanda per l'utilizzo nella produzione di biocarburanti (cfr. il capitolo 3: Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti nella Relazione sull'anno 2010).*

Nell'ultima parte dell'anno l'andamento delle quotazioni del greggio si è nettamente differenziato da quello degli altri prodotti di base, a causa di rinnovate tensioni

geopolitiche, che hanno provocato interruzioni della produzione petrolifera in alcuni paesi dell’Africa e del Medio Oriente e un aumento dei premi per il rischio. Ne è conseguito un rincaro pari al 31,6 per cento in media d’anno valutato in dollari, più forte rispetto alle altre materie prime e paragonabile a quello avvenuto nel 2008.

Nel corso del 2011 il mercato petrolifero è rimasto in condizioni di eccesso di domanda: pur a fronte di un rallentamento di quest’ultima, l’espansione della produzione è stata insufficiente.

La crescita della domanda mondiale di greggio si è ridimensionata: dal 3,3 per cento nel 2010 allo 0,9 nello scorso anno, un tasso più che dimezzato rispetto a quello medio del quinquennio 2003-07. Tale decelerazione deriva dalla marcata flessione nei paesi avanzati (-1,3 per cento, nonostante la forte richiesta giapponese seguita al terremoto stimata in 145.000 barili aggiuntivi al giorno, pari al 3,3 per cento dei consumi in Giappone) e dal rallentamento degli acquisti dei paesi emergenti (3,1 per cento dal 5,8 nel 2010), dovuto prevalentemente alla minore dinamica dei consumi di petrolio in Cina (tav. 3.1).

Tavola 3.1

Domanda e offerta di petrolio (1)					
VOCI	Milioni di barili al giorno			Variazione percentuale	
	2005	2010	2011	2010	2011
<b>Domanda</b>					
<b>Mondo</b>	<b>84,6</b>	<b>88,4</b>	<b>89,2</b>	<b>3,3</b>	<b>0,9</b>
OCSE	49,9	46,2	45,6	1,3	-1,3
non OCSE	34,7	42,2	43,5	5,8	3,1
di cui: Cina	6,7	9,1	9,5	12,3	4,4
<b>Offerta</b>					
<b>Mondo</b>	<b>84,8</b>	<b>87,2</b>	<b>88,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>
OPEC	34,8	34,6	35,6	1,8	2,9
di cui: Arabia Saudita	9,1	8,3	9,3	1,7	12,3
non OPEC	50,0	52,6	52,7	2,1	0,2
di cui: Nord America (2)	13,9	14,1	14,5	3,7	2,8

Fonte: IEA, Oil Market Report.  
(1) A causa di arrotondamenti la somma dei parziali potrebbe differire dal valore totale riportato nella tavola. – (2) Stati Uniti, Canada e Messico.

La crescita dell’offerta ha anch’essa rallentato, contribuendo a un calo delle scorte mondiali per il secondo anno consecutivo. Nonostante l’incremento nell’America settentrionale, la produzione dei paesi non OPEC ha ristagnato, risentendo della strutturale riduzione della capacità estrattiva in Europa (soprattutto in Gran Bretagna), connessa con la maturità dei bacini. I paesi dell’OPEC hanno cercato di compensare la diminuzione della produzione di greggio della Libia dopo lo scoppio della guerra civile (in media pari a 1,4 milioni di barili al giorno fra marzo e ottobre), attingendo principalmente ai margini di capacità produttiva inutilizzata in Arabia Saudita.

*Nel tentativo di contrastare le tensioni sui prezzi, i governi dei paesi dell’OCSE hanno decretato in giugno lo smobilizzo di parte delle scorte strategiche (2 milioni di barili al giorno nell’arco del mese successivo), una misura destinata tuttavia a produrre solo effetti temporanei. In autunno, nonostante un recupero della produzione libica, subentravano altre riduzioni dell’offerta, dovute a cali delle esportazioni dallo Yemen e dalla Siria (per complessivi 265.000 barili al giorno) e, nei primi mesi del 2012, alla diminuzione delle esportazioni dall’ex Sudan, conseguente alla separazione politica del paese e alla contesa sui diritti di transito del greggio dal Sud al Nord che ne è scaturita.*

Le interruzioni dell'offerta colpivano soprattutto i mercati di sbocco dell'Europa e dell'Asia. In Europa il livello delle scorte di greggio del settore privato si assottigliava progressivamente nella seconda metà dell'anno, fino a scendere in dicembre sul valore più basso dell'ultimo decennio. Riflettendo le diverse situazioni sui mercati regionali, nel 2011 si è ampliato il differenziale di prezzo tra le qualità di greggio Brent e Dubai (di riferimento, rispettivamente, per Europa e Asia) e WTI (di riferimento per il Nord America), raggiungendo il massimo storico di 13 dollari al barile.

Negli ultimi anni è cresciuto il ruolo del gas naturale negli approvvigionamenti energetici internazionali; un'accelerazione di tale tendenza è stata impressa nel 2011 dall'interruzione nella produzione di petrolio in vari paesi e di energia nucleare in Giappone. I prezzi tuttavia hanno segnato andamenti differenziati per regione, riflettendo la natura ancora locale dei mercati del gas: mentre si sono discostati dai corsi del petrolio negli Stati Uniti, sono rimasti allineati a questi in Europa e in Asia.

*Il mercato del gas naturale presenta forti potenzialità di sviluppo: dal lato della domanda per la climatizzazione degli ambienti, per gli usi industriali e soprattutto per la generazione di energia elettrica, dato il suo minore impatto ambientale rispetto al carbone e al petrolio; dal lato dell'offerta per la relativa abbondanza delle riserve mondiali rispetto a quelle di petrolio.*

*Il gas naturale soddisfa oltre un quinto del fabbisogno mondiale di energia primaria; il petrolio circa un terzo. Fra il 2005 e il 2010, l'offerta di gas è cresciuta di quasi il 20 per cento, in gran parte in seguito all'impiego di nuove tecnologie estrattive negli Stati Uniti, dove norme flessibili e una pluralità di operatori hanno consentito lo sfruttamento di risorse non convenzionali, aumentando l'elasticità dell'offerta alle condizioni della domanda.*

*Nonostante il progresso tecnologico degli ultimi anni, il mercato mondiale del gas naturale è tuttora caratterizzato da una forte segmentazione geografica. Ciò dipende dai costi elevati associati sia alla realizzazione dei metanodotti per il trasporto del combustibile in stato gassoso, sia al processo di liquefazione e rigassificazione della materia prima necessario per la spedizione via nave.*

*Nell'ultimo triennio i prezzi del gas naturale hanno segnato andamenti differenziati tra regioni: negli Stati Uniti il forte aumento della produzione e la domanda stagnante hanno più che dimezzato le quotazioni, scese a valori storicamente bassi. Viceversa, in Europa il costo del gas, importato soprattutto dalla Russia e dal Nord Africa, ha avuto un andamento in linea con quello del petrolio per la presenza di contratti di lungo termine con clausole di indicizzazione alle quotazioni del greggio e dei suoi derivati.*

Nei primi mesi del 2012 i corsi delle materie prime non energetiche hanno segnato un parziale recupero, le quotazioni del greggio un ulteriore aumento. Il prezzo del petrolio ha risentito anche della prevista riduzione delle esportazioni iraniane, pari a circa un milione di barili al giorno, dovuta all'embargo deciso dalla UE alla fine dello scorso gennaio e al blocco totale delle transazioni con gli intermediari finanziari iraniani, disposto dagli Stati Uniti già nel novembre del 2011. Questa riduzione colpirebbe principalmente l'Asia e l'Europa, mercati di sbocco rispettivamente di due terzi e di un terzo delle esportazioni iraniane.

A partire dalla fine di marzo si è avuto un calo dei corsi di tutte le materie prime, legato al riemergere di timori sulla tenuta della ripresa economica mondiale (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Nei primi venti giorni di maggio il prezzo del petrolio (media delle tre principali qualità) era sceso a 107 dollari al barile; i mercati anticipavano un ritorno delle quotazioni a 90 dollari nell'arco di un quinquennio, livello prevalente prima dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche.



## *Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti*

Dopo un leggero peggioramento nel 2010, lo scorso anno il disavanzo corrente degli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente invariato, intorno a 470 miliardi di dollari, pari al 3,1 per cento del PIL, circa la metà rispetto ai valori elevati registrati nel quinquennio precedente l'ultima recessione globale (tav. 3.2). L'ampliamento del disavanzo commerciale, dovuto essenzialmente al più alto costo delle importazioni di petrolio, è stato controbilanciato dal maggiore avanzo nei comparti dei servizi e, soprattutto, dei redditi netti da capitale.

*Il disavanzo commerciale degli Stati Uniti è cresciuto verso tutte le principali aree geografiche. L'aumento delle quotazioni del greggio ha determinato un peggioramento del saldo nei confronti dei paesi esportatori di petrolio fino a 209 miliardi di dollari, valore comunque inferiore al picco registrato nel 2008. Il deficit bilaterale con la Cina ha invece raggiunto il massimo storico di 296 miliardi. Tale valore, tuttavia, non indica effettivi squilibri macroeconomici tra i due paesi, ma riflette piuttosto la somma di quelli nei confronti del complesso dei paesi asiatici che servono l'economia statunitense, non più direttamente ma tramite la Cina, paese assemblatore delle fasi finali della produzione.*

I flussi finanziari internazionali verso gli Stati Uniti si sono indeboliti rispetto al 2010 (tav. 3.3). Gli investimenti di portafoglio sono diminuiti notevolmente, risentendo del crollo di quelli azionari e dei minori acquisti di titoli del Tesoro da parte degli investitori esteri. Questi ultimi si sono dimezzati, dopo il forte incremento del 2010, nonostante la ripresa nella seconda parte del 2011 (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Gli afflussi di investimenti diretti esteri sono rimasti pressoché invariati dopo il recupero registrato nel 2010. Nel complesso, la riduzione degli afflussi di capitali esteri ha riguardato sia quelli privati, soprattutto nella prima parte dell'anno, sia quelli riconducibili ad autorità ufficiali estere, scesi a circa un terzo del livello medio del precedente quinquennio. A fronte di questi andamenti, si sono ridotti ancor più nettamente i deflussi per investimenti all'estero da parte dei residenti americani, presumibilmente in seguito alla liquidazione di attività internazionali legata al peggioramento della crisi del debito nell'area dell'euro.

La posizione debitoria netta degli Stati Uniti, ferma nel 2010 al 19,6 per cento in rapporto al PIL, potrebbe essere tornata a peggiorare nel 2011. Al flusso di passività finanziarie dovuto al disavanzo corrente potrebbero essersi aggiunti, contrariamente a quanto avvenuto nel 2010, gli sfavorevoli effetti di valutazione derivanti dall'apprezzamento del dollaro nei confronti delle altre principali valute e dall'andamento negativo dei mercati azionari in Europa e nei paesi emergenti.

Nel 2011, grazie al miglioramento delle ragioni di scambio, i paesi esportatori di petrolio hanno registrato un notevole aumento del loro attivo di parte corrente, che ha raggiunto il precedente picco storico del 2008 (oltre 580 miliardi di dollari), portando al 13,0 per cento del PIL (dal 9,0 del 2010). I notevoli introiti di petrodollari dell'ultimo biennio hanno sostenuto la dinamica delle importazioni di beni in questi paesi.



Tavola 3.2

<b>Bilance dei pagamenti correnti e flussi di riserve valutarie</b> (valori in miliardi di dollari e quote percentuali)									
PAESI E AREE	Saldi correnti (1)						Riserve		
	2009		2010		2011		2009	2010	2011
	Valore	Quota sul PIL	Valore	Quota sul PIL	Valore	Quota sul PIL	Valore	Valore	Valore
<b>Stati Uniti</b>	<b>-376,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-470,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-473,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>53,1</b>	<b>1,7</b>	<b>15,5</b>
<b>Area dell'euro</b>	<b>-32,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-56,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-42,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>64,1</b>	<b>17,4</b>	<b>16,5</b>
<b>Giappone</b>	<b>146,6</b>	<b>2,9</b>	<b>204,0</b>	<b>3,7</b>	<b>119,3</b>	<b>2,0</b>	<b>12,9</b>	<b>39,3</b>	<b>196,7</b>
<b>Regno Unito</b>	<b>-31,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-75,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-46,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>11,4</b>	<b>12,6</b>	<b>10,9</b>
<b>Canada</b>	<b>-40,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-49,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-49,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>10,5</b>	<b>2,8</b>	<b>8,7</b>
<b>America latina</b>	<b>-22,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-55,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-68,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>50,5</b>	<b>104,6</b>	<b>119,4</b>
<b>Asia</b>	<b>468,9</b>	<b>5,2</b>	<b>368,9</b>	<b>3,4</b>	<b>325,9</b>	<b>2,6</b>	<b>696,5</b>	<b>636,5</b>	<b>438,6</b>
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia	123,9	7,7	137,3	7,2	137,3	6,6	161,3	88,9	53,5
<i>Corea del Sud</i>	32,8	3,9	29,4	2,9	26,5	2,4	68,8	21,6	12,8
<i>Hong Kong</i>	18,0	8,6	12,4	5,5	12,4	5,1	73,3	12,9	16,6
<i>Singapore</i>	30,3	16,3	55,6	24,5	57,2	22,0	13,6	37,9	12,2
<i>Taiwan</i>	42,9	11,4	39,9	9,3	41,3	8,8	5,6	16,6	11,9
ASEAN-4	73,8	6,3	45,5	3,1	46,1	2,7	50,7	87,4	52,3
<i>Filippine</i>	9,4	5,6	8,9	4,5	7,1	3,3	5,6	16,6	11,9
<i>Indonesia</i>	10,6	2,0	5,1	0,7	2,1	0,2	14,0	29,3	13,6
<i>Malaysia</i>	31,9	16,5	27,2	11,4	32,2	11,5	4,3	9,5	26,9
<i>Thailandia</i>	21,9	8,3	13,2	4,1	11,9	3,4	26,8	32,0	-0,1
Cina	297,1	6,0	237,8	4,0	201,7	2,8	466,8	450,0	336,7
India	-26,0	-2,1	-51,6	-3,2	-59,2	-3,5	17,8	10,1	-4,0
<b>Europa centrale e orientale</b>	<b>-49,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-81,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-114,1</b>	<b>-6,0</b>	<b>39,1</b>	<b>22,0</b>	<b>7,3</b>
<b>Paesi esportatori di petrolio</b>	<b>175,2</b>	<b>4,0</b>	<b>341,7</b>	<b>9,0</b>	<b>590,1</b>	<b>13,0</b>	<b>19,9</b>	<b>61,3</b>	<b>167,6</b>
OPEC (2)	91,2	4,9	222,7	11,2	429,5	17,5	12,6	9,7	136,9
<i>Algeria</i>	0,4	0,3	12,1	7,5	19,6	10,3	5,8	13,6	20,2
<i>Angola</i>	-6,7	-8,9	8,6	10,4	8,2	8,1	-4,2	6,1	8,6
<i>Arabia Saudita</i>	21,0	5,6	66,8	14,8	141,1	24,4	-32,6	35,0	96,0
<i>Ecuador</i>	-0,2	-0,3	-1,9	-3,3	-0,2	-0,3	-0,9	-1,4	0,2
<i>Emirati Arabi Uniti</i>	9,1	3,4	9,1	3,1	33,3	9,2	49,6	-45,5	13,9
<i>Iran</i>	9,5	2,6	25,3	6,0	51,4	10,7	.....	.....	.....
<i>Iraq</i>	-8,9	-13,8	-1,4	-1,7	9,1	7,9	-3,8	6,3	10,4
<i>Kuwait</i>	25,9	24,4	36,9	29,6	73,9	41,8	3,2	1,0	4,6
<i>Libia</i>	9,4	14,9	16,8	20,9	1,6	4,4	6,4	0,9	0,4
<i>Nigeria</i>	13,3	7,9	2,5	1,3	14,8	6,2	-8,2	-9,8	0,3
<i>Qatar</i>	10,0	10,2	33,5	26,3	49,4	28,4	8,7	12,3	-14,4
<i>Venezuela</i>	8,6	2,6	14,4	4,9	27,2	8,6	-11,4	-8,6	-3,2
Messico	-5,1	-0,6	-3,1	-0,3	-8,8	-0,8	4,5	20,7	23,7
Norvegia	40,5	10,8	51,9	12,4	70,6	14,6	-2,1	3,9	-3,4
Russia	48,6	4,0	70,3	4,7	98,8	5,3	4,9	26,9	10,4

Fonte: FMI e statistiche nazionali.

(1) A causa di errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche internazionali, il saldo mondiale della bilancia dei pagamenti correnti, anziché essere nullo, è divenuto positivo nel 2004 (secondo stime dell'FMI è stato pari a 373,5 miliardi di dollari nel 2011). – (2) I flussi di riserve valutarie escludono l'Iran; per gli Emirati Arabi Uniti, i flussi di riserve valutarie per il 2011 si riferiscono alla fine di settembre.

Tavola 3.3

<b>Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti: afflussi netti di capitali di non residenti (1)</b>						
<i>(miliardi di dollari)</i>						
VOCI	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Totale (2)</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.064,4</b>	<b>431,4</b>	<b>335,8</b>	<b>1.245,7</b>	<b>783,7</b>
<i>Per tipo di flusso</i>						
Investimenti diretti	243,2	221,2	310,1	158,6	236,2	2.27,9
Investimenti di portafoglio	1.099,2	989,5	237,3	487,5	744,4	279,3
di cui: azioni	145,5	275,6	126,8	221,0	172,4	20,9
titoli di debito	953,7	713,9	110,5	266,5	572,0	258,4
Altri investimenti	722,8	853,8	-116,0	-310,3	265,1	276,6
<i>Per tipo di investitore estero</i>						
Investitori privati	1.577,2	1.583,6	-123,2	-144,4	896,0	618,9
Autorità ufficiali estere	487,9	480,9	554,6	480,2	349,8	164,8
<i>Per memoria:</i>						
Saldo del conto delle partite correnti	-800,6	-710,3	-677,1	-376,6	-470,9	-473,4
Saldo del conto capitale	-1,8	0,4	6,0	-0,1	-0,2	-1,2
Saldo del conto finanziario (3)	640,0	617,1	730,6	242,5	254,3	424,3
Investimenti diretti	-170,9	-192,9	-19,0	-145,0	-115,1	-178,4
Investimenti di portafoglio	734,0	623,0	434,6	257,3	592,4	186,4
Altri investimenti	44,8	180,9	352,7	133,0	-234,9	395,2
Transazioni in strumenti derivati (4)	29,7	6,2	-32,9	49,5	13,7	36,9
Variazione delle riserve	2,4	-0,1	-4,8	-52,3	-1,8	-15,9
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-6,7</b>	<b>92,7</b>	<b>-59,4</b>	<b>130,8</b>	<b>216,8</b>	<b>80,5</b>

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

(1) Al netto dei disinvestimenti. – (2) Esclude gli afflussi netti derivanti da transazioni in strumenti derivati, a causa dell'indisponibilità di tale dato. – (3) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti. – (4) Per il 2011, dato parzialmente stimato.

Nel biennio 2010-11 il rapporto tra la variazione assoluta delle importazioni totali di beni e quella degli introiti petroliferi (responding) è stato pari al 68 per cento, in netta flessione rispetto a quanto avvenuto nella precedente fase di rialzo delle quotazioni petrolifere (2003-08; tav. 3.4). L'intensità del responding è diminuita in quasi tutti i principali paesi esportatori, in particolare in Arabia Saudita e in Kuwait. A beneficiare della spesa della rendita petrolifera, secondo una tendenza prevalsa nell'ultimo decennio, sarebbero stati soprattutto gli esportatori della UE e della Cina.

Nei prossimi anni, secondo stime del Fondo monetario internazionale (FMI), la rendita petrolifera dovrebbe diminuire, a causa di un indebolimento dei corsi del greggio e della forte dinamica dei consumi interni di energia nei paesi produttori (circa il 4 per cento l'anno nell'ultimo quinquennio in Medio Oriente) che riduce la quota di produzione disponibile per le esportazioni. Secondo le stime dell'International Energy Agency (IEA), nei paesi produttori del Medio Oriente circa un terzo dell'incremento della produzione di greggio fra il 2010 e il 2015 sarà assorbito dall'aumento dei consumi interni. Questi ultimi sono sospinti da prezzi interni in molti casi tenuti artificialmente bassi da sussidi statali, con un consistente onere implicito per i bilanci pubblici dei paesi produttori. Secondo l'IEA, l'attuale livello della spesa pubblica nei principali paesi produttori è sostenibile solo a condizione che il prezzo internazionale del greggio continui a oscillare fra gli 80 e i 100 dollari al barile.

Gli avanzi correnti delle economie dell'Asia esportatrici di manufatti hanno risentito negativamente del calo della domanda mondiale e del peggioramento delle ragioni di scambio. Un deterioramento particolarmente intenso ha riguardato il saldo corrente del Giappone, sceso da 204 a 119,3 miliardi di dollari (2 per cento del PIL) e rimasto positivo solo grazie agli attivi sull'estero accumulati nel passato, che hanno continuato a garantire cospicui introiti di redditi da capitale. Per la prima volta da oltre trent'anni

la bilancia commerciale del paese ha segnato un deficit, pari allo 0,6 per cento del PIL. Le esportazioni di beni in valore sono scese del 2,6 per cento, risentendo, oltre che dei danni alla struttura produttiva, anche dell'apprezzamento dello yen e del rallentamento della domanda estera. Il valore delle importazioni, salito del 12,3 per cento, è stato gonfiato dal rincaro del petrolio e dal coincidente aumento del fabbisogno energetico seguito all'interruzione nella produzione di energia nucleare.

Tavola 3.4

PAESI	2003-2008		Indicatore di <i>responding</i> (1)	2010-2011		Indicatore di <i>responding</i> (1)
	Variazioni in miliardi di dollari			Variazioni in miliardi di dollari		
	Importazioni di beni	Esportazioni di petrolio		Importazioni di beni	Esportazioni di petrolio	
Algeria	24,6	53,2	0,46	5,6	15,6	0,36
Arabia Saudita	67,7	199,3	0,34	13,3	86,8	0,15
Emirati Arabi Uniti	130,5	73,8	1,77	36,4	37,0	0,98
Iran	40,6	59,3	0,69	1,9	26,3	0,07
Iraq (2)	22,0	38,7	0,57	9,7	27,0	0,36
Kuwait	13,1	63,0	0,21	2,1	33,3	0,06
Libia	10,9	46,2	0,24	-13,3	-28,9	0,46
Messico	138,1	32,0	4,31	49,4	14,7	3,35
Nigeria	19,4	57,6	0,34	6,4	20,2	0,32
Norvegia	50,5	36,1	1,40	14,9	12,2	1,23
Qatar	20,8	49,6	0,42	2,1	25,3	0,08
Russia	215,8	187,3	1,15	74,6	69,5	1,07
Venezuela	39,0	67,4	0,58	7,8	25,8	0,30
<b>Media (3)</b>	<b>61,0</b>	<b>74,1</b>	<b>0,96</b>	<b>16,2</b>	<b>28,1</b>	<b>0,68</b>

Fonte: elaborazioni su dati FMI.  
 (1) Rapporto tra la variazione delle importazioni totali di beni e la variazione delle esportazioni di petrolio. – (2) Dati disponibili dal 2005. – (3) Media semplice.

*Alle cause temporanee che spiegano buona parte del peggioramento del saldo corrente giapponese nel 2011, si aggiungono tendenze negative di lunga data. La prospettiva di una graduale riduzione del saggio di risparmio nazionale, legata all'invecchiamento della popolazione, da un lato, e la delocalizzazione, in atto da tempo, di parte della produzione manifatturiera nei paesi emergenti dell'Asia che posseggono manodopera a basso costo ma con elevate qualifiche, dall'altro, eserciteranno nel medio periodo una pressione negativa sul saldo commerciale. A questi fattori, potrebbe associarsi la chiusura definitiva di alcuni impianti nucleari, che accrescerebbe in modo permanente la dipendenza dalle importazioni di fonti energetiche.*

In Cina il surplus di parte corrente ha subito una nuova riduzione, scendendo al 2,8 per cento del PIL, livello molto inferiore rispetto a quelli raggiunti prima della recessione (circa il 10 per cento nel 2007). L'andamento ha riflesso principalmente la forte contrazione dell'avanzo commerciale determinata non solo dal repentino calo della domanda nelle economie avanzate e dal netto rincaro del greggio, ma anche da cause di natura strutturale.

*Tra le determinanti di più lungo periodo spiccano la sempre maggiore dipendenza dalle importazioni di materie prime, sui cui prezzi, ormai, la Cina esercita una sensibile pressione al rialzo e, nel periodo più recente, la crescente competizione cui sono esposti i prodotti cinesi da parte di nuovi paesi emergenti a basso costo del lavoro. Secondo recenti stime dell'FMI, il deterioramento delle ragioni di*

*scambio spiegherebbe tra il 20 e il 40 per cento della flessione dell'avanzo negli ultimi quattro anni. Anche i cambiamenti strutturali in atto in Cina potrebbero comportare una progressiva riduzione del peso del settore manifatturiero, e quindi delle esportazioni, incrementando al tempo stesso la spesa per consumi e la produzione di servizi. Tenendo conto del concorso di questi fattori, l'FMI ha ridimensionato la precedente stima sull'andamento dell'avanzo corrente che si stabilizzerebbe, nell'arco del prossimo quinquennio, poco al disopra del 4 per cento del PIL.*

Nel 2011 le riserve valutarie globali sono salite di circa 1.000 miliardi di dollari, un aumento analogo a quello registrato l'anno precedente. Mentre nei paesi esportatori di petrolio l'accumulo è continuato a tassi superiori a quelli del 2010, nelle economie dell'Asia, ad eccezione del Giappone, il ritmo di accumulazione si è sensibilmente ridotto. La Cina, primo detentore di riserve mondiali, ha aumentato lo stock di circa 330 miliardi di dollari (al netto dell'oro), dopo l'incremento di 450 nel 2010, portando le consistenze a quasi 3.200 miliardi di dollari, pari al 40 per cento del PIL. Le riserve cinesi sono cresciute a un ritmo sostenuto nella prima parte del 2011 in corrispondenza di un cospicuo surplus commerciale e di afflussi di capitali dall'estero. Il venir meno di questi ultimi spiega almeno in parte il rallentamento occorso dall'estate; nei primi mesi del 2012 sarebbero tuttavia emersi alcuni segnali di ripresa dell'accumulazione.

*Le autorità cinesi non diffondono dati circa la composizione delle proprie riserve, ed è pertanto arduo monitorare eventuali tentativi di diversificazione dei flussi verso attività non denominate in dollari. I dati del Tesoro statunitense forniscono indicazioni a questo riguardo; tuttavia, il quadro che ne risulta è reso poco chiaro dalla difficoltà di quantificare gli acquisti effettuati attraverso centri offshore.*

*Nel 2011 le consistenze (in valore) dei titoli emessi dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti e detenuti dalla Cina sarebbero rimaste pressoché invariate, dopo l'aumento di circa 260 miliardi nel 2010; ciò potrebbe aver riflesso un temporaneo decumulo di titoli intorno alla metà dell'anno, nella fase di incertezza circa gli esiti del dibattito sul bilancio federale statunitense (cfr. il capitolo 1: Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree).*

#### 4. IL G20 E LA COOPERAZIONE ECONOMICA INTERNAZIONALE

Nel 2011 e nei primi mesi dell'anno in corso la comunità internazionale ha risposto all'indebolimento delle prospettive economiche e agli accresciuti rischi di instabilità finanziaria con una serie di iniziative. In occasione del vertice dei Capi di Stato e di governo svoltosi a Cannes nel novembre 2011, il Gruppo dei Venti (G20) ha assunto impegni di politica economica tesi a contrastare i maggiori fattori di rischio e a sostenere la crescita (Cannes Action Plan for Growth and Jobs). Nei primi mesi del 2012 il G20 si è fatto promotore di un ulteriore potenziamento delle risorse del Fondo monetario internazionale (FMI) e, parallelamente, ha cercato di dare nuovo vigore al processo di ratifica della riforma delle quote e della governance dell'FMI approvata nel 2010.

Al fine di rafforzare l'assetto del sistema monetario internazionale, il G20 ha definito alcuni principi in materia di gestione dei movimenti di capitale; ha altresì continuato a promuovere il potenziamento dei meccanismi regolatori e di vigilanza del settore finanziario.

Il Gruppo, infine, ha approvato un articolato piano di azione in materia di sviluppo e lotta alla povertà, che comprende, tra l'altro, iniziative volte a dare nuovo impulso agli investimenti in infrastrutture, ridurre la variabilità dei prezzi dei beni alimentari, facilitare i trasferimenti internazionali di rimesse da parte dei migranti e migliorare l'accesso dei più poveri ai servizi finanziari (inclusione finanziaria).

##### *Politiche di sostegno alla crescita e contenimento dei rischi di instabilità finanziaria*

I negoziati sulle politiche di sostegno a una crescita equilibrata e di contrasto all'instabilità finanziaria hanno riflesso le differenti priorità dei principali attori: per gli Stati Uniti, la flessibilità dei tassi di cambio, quale premessa per un contenimento degli squilibri esterni; per i paesi europei, il potenziamento delle risorse del Fondo, quale strumento per fronteggiare l'attuale crisi del debito; per le principali economie emergenti, la riforma delle quote e della governance dell'FMI, per accrescere la propria capacità di indirizzo sulle politiche del Fondo stesso.

*Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth: il Cannes Action Plan for Growth and Jobs.* – Nel 2011 è proseguito nell'ambito del G20 il processo di mutua valutazione delle politiche economiche nazionali (Mutual Assessment Process), asse portante di un'azione coordinata volta a garantire una crescita forte, sostenibile e bilanciata. In occasione del vertice di Cannes, il G20 ha deciso di pubblicare i rapporti sui paesi che presentavano i più rilevanti squilibri esterni e interni (Cina, Francia, Germania,

Giappone, India, Regno Unito, Stati Uniti). I rapporti analizzano le cause degli squilibri e formulano raccomandazioni circa le politiche economiche idonee a ridurli.

*Nel rapporto sulla Cina si identifica un problema di eccesso di risparmio privato, riconducibile, per quanto attiene alle famiglie, all'assenza di una rete di protezione sociale adeguata e a problemi di razionamento del credito; per quanto attiene alle imprese, alla presenza di elevati sussidi e all'assenza di concorrenza sul mercato interno. Si rileva, inoltre, l'eccedenza strutturale delle partite correnti, suggerendo un apprezzamento della valuta cinese. Nel rapporto sugli Stati Uniti si pone, invece, l'accento sul disavanzo pubblico e su quello estero. Nel primo caso, si suggerisce un piano di consolidamento basato su una dinamica più contenuta della spesa sanitaria e previdenziale e sull'aumento del gettito; nel secondo, si propone una riforma del settore finanziario e della regolamentazione, tesa anche a prevenire il riemergere di un'eccessiva dinamica del credito e dell'indebitamento delle famiglie, fattori che nel recente passato avevano contribuito a ridurre il saggio di risparmio. Nel rapporto sul Giappone si mette a fuoco un problema di sostenibilità del debito pubblico, suggerendo una politica articolata in due linee di intervento: aggiustamento fiscale e riforme strutturali volte a innalzare la crescita potenziale, ad esempio attraverso il rafforzamento della concorrenza nel settore dei servizi. Nel rapporto sulla Germania si propone un ventaglio di riforme strutturali tese a innalzare la crescita potenziale e a ridurre l'avanzo delle partite correnti nel medio periodo.*

I Capi di Stato e di governo del G20 hanno accolto tali raccomandazioni e concordato un piano di azione che contiene precisi impegni di politica economica a livello nazionale, differenziati a seconda del periodo temporale di riferimento. Per il medio periodo il piano si articola in diversi punti. Il primo si riferisce a misure di consolidamento delle finanze pubbliche; in particolare, nove paesi (Australia, Canada, Corea del Sud, Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti) hanno confermato l'impegno, assunto in occasione del vertice di Toronto del giugno 2010, di dimezzare entro il 2013 i disavanzi di bilancio rispetto ai livelli del 2010 e di stabilizzare entro il 2016 il rapporto tra debito pubblico e PIL. In secondo luogo, i paesi con elevati avanzi di parte corrente si sono assunti l'onere di stimolare le componenti interne della domanda; la Cina, in particolare, rafforzerà le proprie reti di protezione sociale, quale premessa per una riduzione del saggio di risparmio delle famiglie. Inoltre, tutti i paesi si sono impegnati a realizzare riforme strutturali volte a innalzare il prodotto potenziale, a completare l'attuazione delle riforme del settore finanziario concordate nel vertice di Seul del novembre 2010 e a evitare l'adozione di misure protezionistiche.

*Consapevole di non disporre di strumenti in grado di imporre il rispetto di tali raccomandazioni, il G20 nel vertice di Cannes ha sancito esplicitamente l'impegno a sviluppare un sistema di monitoraggio volto a verificare la coerenza delle scelte di politica economica con gli obiettivi fissati negli incontri annuali dei Capi di Stato e di governo.*

*Risorse dell'FMI e prestiti ai paesi membri.* – Nel 2011 il Fondo ha approvato cinque nuovi programmi di assistenza finanziaria, per un totale di 28,2 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), contro gli undici programmi dell'anno precedente, per 60,2 miliardi di DSP. A queste risorse si aggiungono i 70,3 miliardi di DSP impegnati in favore dei tre paesi (Colombia, Messico e Polonia) già sottoscrittori della Flexible Credit Line (FCL), che hanno richiesto il rinnovo di questa linea di credito precauzionale per altri due anni. Nei primi quattro mesi del 2012 sono stati approvati tre nuovi programmi, tra cui un Extended Fund Facility (EFF) della durata di quattro anni per la Grecia.

*Dei cinque nuovi programmi approvati nel 2011, il più consistente è stato l'EFF del Portogallo (23,7 miliardi di DSP, pari al 2,300 per cento della quota del paese). Di un ammontare simile è l'EFF*

della Grecia (23,8 miliardi di DSP, pari al 2.159 per cento della quota del paese), approvato nel marzo 2012; queste risorse si aggiungono ai 17,5 miliardi di DSP già erogati al paese nell'ambito dello Stand-by Arrangement sottoscritto nel 2010.

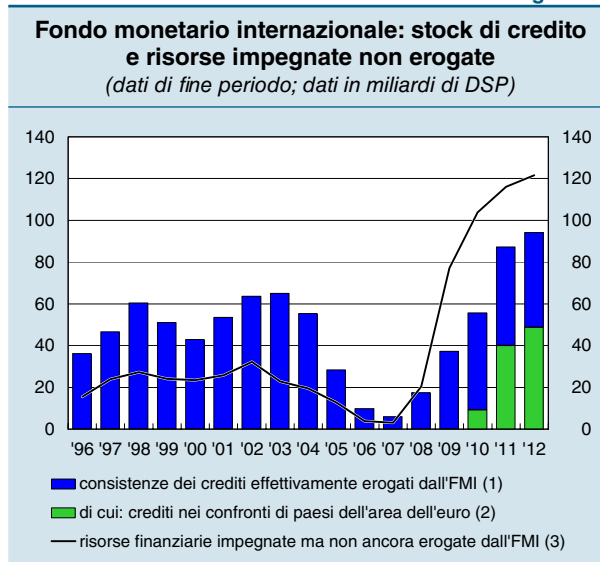
Lo stock di crediti dell'FMI nei confronti dei paesi membri, pari a 55,6 miliardi di DSP alla fine del 2010, è salito a 87,3 miliardi alla fine del 2011 e a 94,2 ad aprile di quest'anno; poco più della metà di quest'ultimo ammontare risulta erogata in favore di paesi dell'area dell'euro. Nelle stesse date, lo stock di risorse finanziarie impegnate ma non ancora erogate dal Fondo era pari, rispettivamente, a 103,8, 116,0 e 121,6 miliardi di DSP (fig. 4.1).

Per quanto riguarda il reperimento delle risorse necessarie all'attività dell'FMI, la riforma dei New Arrangements to Borrow (NAB) è formalmente entrata in vigore l'11 marzo 2011 (cfr. il capitolo 4: *Il G20 e la cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2010). L'ammontare di risorse messe a disposizione dai paesi aderenti ai NAB è pari a circa 370 miliardi di DSP (590 miliardi di dollari). Alla fine di aprile la *forward commitment capacity* dell'FMI, ossia la capacità effettiva di erogare nuovi finanziamenti (tenendo conto dei NAB, delle erogazioni e dei rimborsi già programmati nei prossimi mesi e al netto di accantonamenti prudenziali) era pari a 247,5 miliardi di DSP.

In considerazione dei rischi associati alle persistenti tensioni sul mercato dei titoli sovrani europei e in risposta alle pressanti sollecitazioni dell'FMI, lo scorso aprile diversi paesi del G20 si sono impegnati a potenziare le risorse del Fondo monetario, attraverso prestiti bilaterali, per un ammontare complessivo pari a 430 miliardi di dollari. I più rilevanti impegni a contribuire sono stati formalizzati dai paesi dell'area dell'euro (circa 200 miliardi), dal Giappone (60 miliardi), dall'Arabia Saudita (15), dalla Corea del Sud (15) e dal Regno Unito (15); Brasile, Cina, India e Russia non hanno ancora quantificato il proprio impegno diretto. Gli Stati Uniti e il Canada non si sono impegnati a partecipare a tale potenziamento di risorse dell'FMI.

Sono stati altresì potenziati i meccanismi di finanziamento regionale prevalenti in Europa e in Asia. In particolare, il 30 marzo scorso l'Eurogruppo ha deciso di accrescere le risorse a disposizione dello European Financial Stability Facility e dello European Stability Mechanism (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*). A maggio il Giappone, la Cina, la Corea del Sud e i paesi che fanno parte dell'Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) hanno deciso di raddoppiare le risorse conferite alla Chiang Mai Initiative, portandole a 240 miliardi di dollari.

Figura 4.1



Fonte: FMI.  
(1) Crediti a tasso ordinario. Per il 2012, si riporta il dato di aprile. – (2) Risorse erogate a Grecia, Irlanda e Portogallo. Per il 2012, si riporta il dato di aprile. – (3) Includono le risorse impegnate attraverso sportelli puramente precauzionali, come la FCL e la PLL. Per il 2012, si riporta il dato di aprile.



*Già in occasione del vertice di Cannes nel 2011, i paesi del G20 avevano convenuto alcuni principi generali sul coordinamento tra il Fondo monetario internazionale e i meccanismi di finanziamento regionale. Tali principi sottolineano la necessità di salvaguardare l'indipendenza delle istituzioni coinvolte; incoraggiano lo scambio di informazioni; mirano ad assicurare una sostanziale omogeneità delle condizioni applicate ai rispettivi prestiti; ribadiscono la condizione di creditore privilegiato del Fondo.*

**Quote e governance dell'FMI.** – Il G20 è attualmente impegnato a garantire l'effettiva ratifica delle riforme da esso approvate nel 2010 (cfr. il capitolo 4: *Il G20 e la cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2010). Tali riforme, relative alla modifica delle regole per l'elezione dei membri del Consiglio di amministrazione e al raddoppio delle quote di capitale dell'FMI (da 238,4 a 477,0 miliardi di DSP), non sono ancora entrate in vigore a causa del mancato raggiungimento delle soglie di maggioranza previste.

*Sino ad aprile del 2012, 70 membri (tra cui l'Italia) – per un totale del 46,1 per cento del potere di voto – avevano ratificato l'accordo sulla modifica della composizione del Consiglio di amministrazione; tra questi non compaiono gli Stati Uniti che, con un potere di voto del 16,75 per cento, possiedono di fatto il diritto di veto sull'entrata in vigore della riforma.*

All'aumento delle quote corrisponderebbe una pari diminuzione delle risorse acquisite attraverso i NAB; la quantità di risorse nel complesso disponibili rimarrebbe così invariata, ma il venir meno della necessità di approvare un piano di attivazione (previsto per i NAB) ne renderebbe più flessibile l'utilizzo.

**Revisione degli sportelli finanziari dell'FMI.** – Nel 2011 sono state approvate alcune riforme degli strumenti di assistenza finanziaria dell'FMI. In particolare, si è deciso di creare il Rapid Financing Instrument (RFI) – espressamente volto a fronteggiare situazioni di emergenza – e di sostituire la Precautionary Credit Line (PCL), creata nel 2010, con la più flessibile Precautionary and Liquidity Line (PLL). Inoltre, nel marzo del 2012, è stata approvata una modifica dell'Extended Fund Facility che ne estende la durata da tre a quattro anni.

*L'RFI è uno strumento attraverso il quale i paesi possono ottenere velocemente e in via anticipata un ammontare limitato di risorse (50 per cento della rispettiva quota in un anno e 100 per cento in totale), nei casi in cui un dettagliato programma di risanamento non sia necessario (ad es., perché gli squilibri di bilancia dei pagamenti sono limitati o transitori) o fattibile (come, ad es., in situazioni di particolare urgenza o fragilità). L'RFI sostituisce i due preesistenti sportelli per l'assistenza finanziaria di emergenza in situazioni postbelliche e di disastri naturali. Le due principali novità della PLL rispetto alla PCL risiedono nella possibilità di accedere al programma anche qualora il paese abbia un problema di bilancia dei pagamenti effettivo e non solo potenziale e nella possibilità di richiedere il programma anche per una durata di appena sei mesi, per far fronte a problemi di breve termine.*

## **Riforma della sorveglianza dell'FMI e del sistema monetario internazionale**

**Sorveglianza dell'FMI sui paesi membri.** – Nell'autunno 2011 si è completato il tradizionale esercizio di valutazione triennale delle attività di sorveglianza economica del Fondo monetario internazionale. Nel rapporto conclusivo sono state identificate cinque priorità operative, volte a migliorare la qualità e l'efficacia della sorveglianza sui paesi



membri: (a) adottare una visione “sistemica” per tener conto delle ripercussioni che le politiche economiche in un paese possono avere su paesi terzi; in tale prospettiva, gli spillover report, pubblicati per la prima volta nel 2011 solo per cinque paesi e aree economiche di rilievo sistemico (Stati Uniti, Giappone, area dell’euro, Cina e Regno Unito), diventerebbero pubblicazioni periodiche; (b) approfondire la valutazione dei rischi macroeconomici e finanziari – in particolare di quelli che possono avere conseguenze sistemiche – e dei relativi meccanismi di trasmissione; (c) condurre una vigilanza più incisiva sui sistemi finanziari nazionali, estesa anche alle politiche macroprudenziali; (d) rafforzare l’analisi della stabilità esterna dei paesi, evitando di concentrare l’attenzione esclusivamente sui tassi di cambio; (e) potenziare la capacità di indirizzo del Fondo sulle scelte di politica economica dei singoli paesi (cosiddetta *traction*); questo obiettivo va perseguito attraverso una maggiore trasparenza della sorveglianza, migliorando le strategie di comunicazione e promuovendo un più serrato dialogo con le autorità di politica economica dei singoli paesi.

*Riforma del sistema monetario internazionale.* – In occasione del vertice di Cannes, il G20 ha concordato alcuni importanti principi in materia di gestione e controllo dei movimenti di capitale (*capital flow management measures*), da attuare su base volontaria a livello nazionale. Tali principi, frutto di un delicato compromesso tra paesi avanzati ed emergenti, tendono a fissare limiti al ricorso alle misure in questione. Queste ultime comprendono, pur non esaurendovisi, i controlli sui movimenti di capitale, che sono più specificamente volti a condizionare l’acquisizione di attività finanziarie da parte di investitori esteri. Nei principi si riconosce che di fronte a un’elevata dimensione e volatilità dei flussi di capitale, le misure di gestione di tali movimenti possono svolgere un’utile funzione di stabilizzazione; esse, tuttavia, possono essere di complemento, ma non sostituirsi a politiche monetarie, prudenziali, del cambio e di gestione delle riserve valutarie atte a promuovere la stabilità macroeconomica e finanziaria. Le misure dovrebbero, inoltre, essere usate in funzione anticiclica, indirizzate a contrastare rischi ben identificati, definite in modo trasparente e comunicate in modo appropriato; queste caratteristiche concorrerebbero a conferire loro un carattere essenzialmente temporaneo.

*Riforma dei meccanismi di vigilanza e supervisione del settore finanziario.* – Nel 2011 il G20 ha continuato il suo impegno per la riforma dei meccanismi regolatori e di vigilanza del sistema finanziario (cfr. il capitolo 19: *L’azione di vigilanza*). In particolare, nel vertice di Cannes è stato adottato un insieme di misure per affrontare i rischi associati alle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (*Global Systemically Important Financial Institutions*), stabilendo la necessità di sottoporre queste ultime a una vigilanza rafforzata per ridurre la probabilità e l’impatto di un loro fallimento. Altri temi discussi dal G20 in campo finanziario sono stati: (a) il rafforzamento della vigilanza sul sistema bancario ombra; (b) la valutazione dell’attuazione delle raccomandazioni del Financial Stability Board (FSB) in materia di riforma dei mercati dei derivati over-the-counter (OTC); (c) il rafforzamento dell’autonomia e delle risorse dell’FSB, in considerazione dell’importanza del suo ruolo nel coordinare le riforme del sistema finanziario internazionale; (d) la conferma dell’esigenza che vengano applicati i principi stabiliti dall’FSB sulle prassi di remunerazione degli operatori del sistema finanziario; (e) l’urgenza di ridurre il peso attribuito ai rating delle agenzie esterne; (f) la convergenza degli standard contabili internazionali.

## *Gli impegni per lo sviluppo e la riduzione della povertà*

*L'agenda del G20 per lo sviluppo.* – I paesi del G20 hanno approvato nel 2011 un piano di azione in materia di sviluppo e di lotta alla povertà, riconoscendo che tali tematiche non possono prescindere da una crescita economica globale forte, sostenibile e bilanciata. Negli ultimi anni i tassi di povertà hanno risentito sensibilmente del rallentamento della crescita globale, nonché delle due fasi di forte aumento dei prezzi dei beni alimentari nei bienni 2007-08 e 2010-11.

Il piano è articolato lungo due direttrici principali: la creazione di fondamenta solide per la crescita dei paesi poveri e il rafforzamento della loro capacità di fronteggiare gli shock economici avversi. In merito alla prima, la presidenza francese del G20 ha dato particolare impulso al capitolo sugli investimenti in infrastrutture. In particolare, sono stati concordati criteri generali per l'identificazione e il finanziamento di progetti infrastrutturali di migliore qualità, in termini sia di impatto sulla crescita sia di sostenibilità economica e ambientale. In merito alla seconda direttrice di lavoro, sono state avviate iniziative volte a ridurre la variabilità dei prezzi dei beni alimentari e a fornire alle fasce di popolazione più vulnerabili un'efficace protezione dall'oscillazione di tali prezzi.

Nell'agenda del G20 per lo sviluppo sono confluite anche due importanti iniziative, avviate negli anni più recenti, volte a facilitare i trasferimenti internazionali di rimesse da parte dei migranti e a migliorare l'accesso dei più poveri ai servizi finanziari (inclusione finanziaria). Nel primo caso, i lavori hanno riguardato principalmente il miglioramento delle statistiche, l'analisi delle relazioni tra fenomeni migratori e sviluppo economico, le infrastrutture di pagamento. Il G20, inoltre, ha fatto proprio l'obiettivo, stabilito nel 2009 in occasione del vertice G8 a L'Aquila, di ridurre di cinque punti percentuali in cinque anni il costo medio del trasferimento delle rimesse verso i paesi in via di sviluppo (dal 10 per cento nel 2008 al 5 per cento nel 2013).

In merito all'inclusione finanziaria, prosegue da un biennio l'impegno del G20 per favorire l'accesso dei meno abbienti ai servizi bancari e finanziari al dettaglio e il finanziamento alle piccole e medie imprese. I lavori seguono tre filoni principali: l'attuazione dei principi generali per l'inclusione finanziaria, il finanziamento delle piccole e medie imprese, la raccolta di dati per la misurazione del fenomeno dell'esclusione finanziaria a livello globale. Per l'anno in corso, la presidenza messicana ha posto l'enfasi su due temi ritenuti cruciali per il miglioramento dell'accesso ai servizi finanziari: l'istruzione finanziaria e la protezione dei consumatori.

*Il quadro di riferimento per lo sviluppo e per la lotta alla povertà ha subito una trasformazione radicale con la transizione dal G7 al G20 come principale foro di cooperazione economica internazionale. Fino al 2009 il quadro di riferimento era costituito dai cosiddetti Obiettivi di sviluppo del millennio e dagli impegni di Monterrey. I primi sono otto obiettivi misurabili da raggiungere entro il 2015, mentre i secondi prevedono che – entro la stessa data – i paesi donatori incrementino gli aiuti ufficiali fino allo 0,7 per cento del proprio prodotto interno lordo.*

*Il nuovo quadro di riferimento, denominato Seoul Development Consensus for Shared Growth, pone la crescita economica e lo sviluppo del settore privato come requisiti per un miglioramento delle condizioni di vita. Molto importante è ritenuto il ruolo dei principali paesi emergenti, in considerazione del loro contributo ormai preminente alla crescita globale, nonché dei recenti successi ottenuti sul versante della riduzione della povertà. Facendo leva proprio sulle diversità esistenti tra i paesi membri del G20 (rispetto alla composizione più omogenea del G7), i tratti caratterizzanti del nuovo approccio sono la condivisione delle rispettive esperienze di successo, la formulazione di principi generali e un più intenso ricorso all'assistenza tecnica. Nel nuovo contesto vige il principio di triangular cooperation,*

*secondo cui la partecipazione ai gruppi di lavoro non è limitata ai paesi del G20, ma è di volta in volta estesa a un gruppo di paesi poveri per i quali una determinata tematica assume particolare rilievo.*

*Gli Obiettivi di sviluppo del millennio.* – Secondo stime della Banca Mondiale, a livello globale due degli otto Obiettivi sarebbero stati già raggiunti nel 2011, in anticipo rispetto alla data prevista del 2015: si tratta del dimezzamento, rispetto al livello del 1990, della percentuale di popolazione al di sotto della soglia di povertà (Obiettivo 1) e di quella senza accesso a fonti di acqua potabile (Obiettivo 7). Vi avrebbe contribuito in modo decisivo la rapida crescita economica di Cina e India. Sempre a livello globale, sussistono concrete prospettive di raggiungere anche gli Obiettivi relativi all'uguaglianza di genere e all'istruzione primaria universale; al contrario, si sono accumulati ritardi preoccupanti con riferimento all'accesso a impianti igienico-sanitari di base e agli Obiettivi legati alla disponibilità di beni alimentari e alla qualità della nutrizione, come il miglioramento della salute materna e la riduzione della mortalità infantile.

*Gli aiuti bilaterali.* – Nel 2011 gli aiuti pubblici allo sviluppo, misurati a prezzi e cambi costanti, sono diminuiti del 2,7 per cento rispetto all'anno precedente. Escludendo i flussi legati alle operazioni eccezionali di cancellazione del debito, si tratta del primo calo dal 1997, riconducibile agli sforzi per il riequilibrio delle finanze pubbliche in atto nei maggiori paesi donatori.

*Gli aiuti erogati dai paesi membri del Development Assistance Committee hanno raggiunto 133,5 miliardi di dollari (0,31 per cento del loro reddito nazionale lordo), di cui il 54 per cento proviene dalle nazioni appartenenti all'Unione europea. I paesi che hanno erogato il maggior volume di aiuti sono stati, nell'ordine: Stati Uniti (30,7 miliardi di dollari, -0,9 per cento rispetto al 2010), Germania (14,5 miliardi, +5,9 per cento), Regno Unito (13,7 miliardi, -0,8 per cento), Francia (13 miliardi, -5,6 per cento) e Giappone (10,6 miliardi, -10,8 per cento).*

**ANDAMENTI MACROECONOMICI,  
POLITICHE DI BILANCIO E POLITICA  
MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO**



## 5. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Il tasso di crescita del PIL è sceso nel 2011 all'1,5 per cento, dall'1,9 dell'anno precedente. L'attività economica si è indebolita dall'estate; il prodotto rimane inferiore di circa un punto percentuale ai livelli del 2008. La dinamica del PIL è stata molto diversa tra i paesi: assai sostenuta in Germania, debole in Spagna e in Italia, fortemente negativa in paesi sottoposti a un programma di aggiustamento fiscale, come la Grecia e il Portogallo.

Nel complesso dell'area le esportazioni hanno sostenuto l'attività economica, trainate dagli scambi con i mercati emergenti; si sono portate sopra i livelli precedenti la recessione. Si è invece indebolita la domanda interna. La spesa in beni di consumo ha risentito delle preoccupazioni connesse con le deboli prospettive del mercato del lavoro e del reddito disponibile; gli investimenti hanno segnato un modesto incremento dopo un triennio di contrazione. La fase negativa del ciclo delle costruzioni si è leggermente attenuata.

Il quadro macroeconomico, ancora favorevole nei primi due trimestri del 2011, è rapidamente peggiorato dall'estate, risentendo dell'indebolimento del ciclo economico internazionale e successivamente, in misura crescente, delle tensioni sui mercati finanziari che si sono ripercosse sulle condizioni di finanziamento e sulla domanda interna. Il PIL si è ridotto nel quarto trimestre; nei primi tre mesi del 2012 è rimasto invariato.

Nel corso del 2011 i disavanzi di parte corrente si sono attenuati in Grecia, Portogallo e Spagna, anche per effetto dell'andamento sfavorevole dell'attività economica. Gli squilibri all'interno dell'area restano tuttavia ampi; si riflettono sulle posizioni nette con l'estero, che in alcuni casi sono fortemente debitorie. Il finanziamento dei disavanzi è stato reso più difficile dalle tensioni finanziarie, che hanno indotto una interruzione dei flussi di capitali verso alcuni paesi.

L'inflazione al consumo è salita, nella media del 2011, al 2,7 per cento, dall'1,6 dell'anno precedente. L'aumento è in larga parte dovuto ai forti rincari delle materie prime e ai rialzi delle imposte indirette introdotti in alcuni paesi nell'ambito delle manovre di aggiustamento delle finanze pubbliche. L'inflazione di fondo, misurata sulla base dell'indice che esclude i prodotti alimentari e quelli energetici, si è mantenuta su livelli contenuti, all'1,4 per cento. Le aspettative di inflazione relative agli orizzonti di medio e di lungo periodo sono rimaste stabili e coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema.

### *La congiuntura nell'area dell'euro*

Nel 2011 il PIL dell'area dell'euro, che dal 1° gennaio dell'anno scorso include anche l'Estonia, è aumentato dell'1,5 per cento rispetto al 2010 (dell'1,9 l'anno pre-

Tavola 5.1

<b>PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)</b> (quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)							
PAESI	2009	2010	2011	2011			
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
<b>PIL</b>							
Francia	-3,1	1,7	1,7	0,9	..	0,3	0,1
Germania (2)	-5,1	3,7	3,0	1,3	0,3	0,6	-0,2
Italia (2)	-5,5	1,8	0,4	0,1	0,3	-0,2	-0,7
Spagna (2) (3)	-3,7	-0,1	0,7	0,4	0,2	..	-0,3
Area dell'euro (2)	-4,3	1,9	1,5	0,7	0,1	0,1	-0,3
<b>Importazioni</b>							
Francia	-9,6	8,9	4,9	3,1	-0,6	0,4	-1,4
Germania	-9,2	11,7	7,4	1,0	2,9	2,7	-0,3
Italia	-13,4	12,7	0,4	-2,3	-1,4	-1,2	-2,5
Spagna (3)	-17,2	8,9	-0,1	0,1	-1,8	2,3	-6,5
Area dell'euro	-11,7	9,6	3,8	0,7	0,4	0,7	-1,4
<b>Esportazioni</b>							
Francia	-12,1	9,6	5,3	1,2	0,9	1,4	1,1
Germania	-13,6	13,7	8,2	1,6	2,7	2,6	-0,8
Italia	-17,5	11,6	5,6	0,2	0,7	2,0	..
Spagna (3)	-10,4	13,5	9,0	2,0	0,7	4,1	-1,6
Area dell'euro	-12,7	11,2	6,2	1,3	1,2	1,4	-0,4
<b>Consumi delle famiglie (4)</b>							
Francia	0,3	1,5	0,3	..	-0,9	0,4	0,1
Germania	-0,1	0,6	1,5	0,5	-0,7	1,2	-0,2
Italia	-1,6	1,2	0,3	..	-0,1	-0,3	-0,7
Spagna (3)	-4,3	0,8	-0,1	-0,5	0,2	0,1	-1,0
Area dell'euro	-1,2	0,9	0,2	..	-0,5	0,2	-0,5
<b>Consumi collettivi</b>							
Francia	2,5	1,8	0,2	-0,1	..	0,2	0,2
Germania	3,3	1,7	1,4	0,1	0,8	0,6	0,1
Italia	0,8	-0,6	-0,9	0,3	-0,4	-0,6	-0,7
Spagna (3)	3,7	0,2	-2,2	1,3	-1,9	-2,0	-1,1
Area dell'euro	2,5	0,5	..	..	..	-0,2	-0,3
<b>Investimenti fissi lordi</b>							
Francia	-10,6	1,2	3,5	1,3	0,7	0,2	1,3
Germania	-11,4	5,5	6,4	4,0	..	0,3	1,1
Italia	-11,7	2,1	-1,9	..	-0,1	-0,6	-2,4
Spagna (3)	-16,6	-6,3	-5,1	-0,4	-1,1	-0,4	-4,3
Area dell'euro	-12,1	-0,5	1,3	1,6	-0,2	-0,2	-0,5
<b>Domanda nazionale (5)</b>							
Francia	-2,5	1,6	1,6	1,4	-0,5	..	-0,6
Germania	-2,6	2,4	2,4	1,1	0,2	0,5	0,1
Italia	-4,4	2,1	-0,9	-0,5	-0,3	-1,1	-1,4
Spagna (3)	-6,2	-1,0	-1,7	-0,1	-0,5	-0,5	-1,8
Area dell'euro	-3,8	1,2	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,7

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

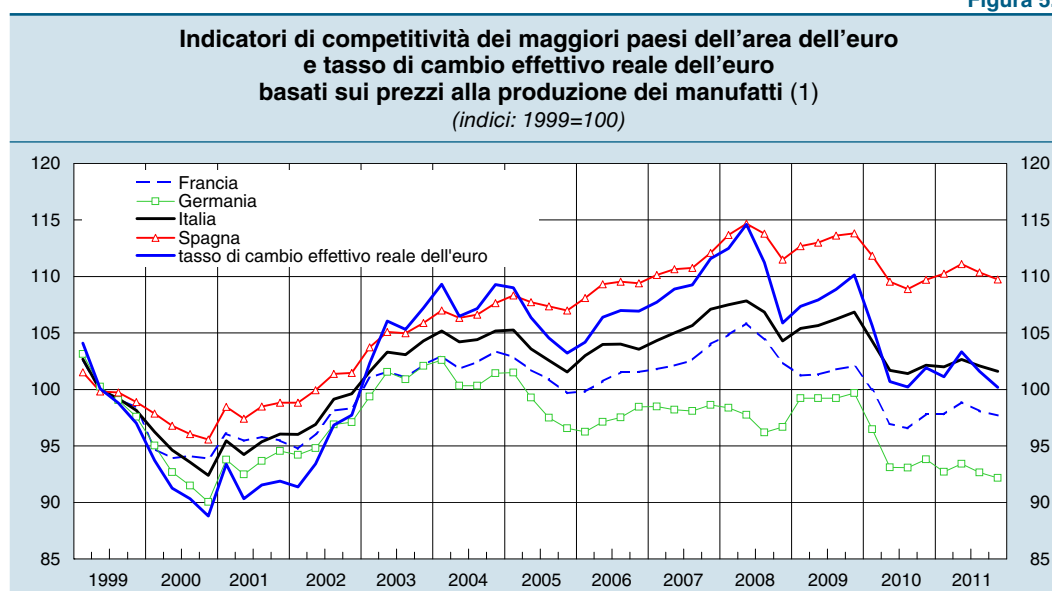
(1) Le serie trimestrali sono stagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) I dati trimestrali incorporano informazioni resesi disponibili successivamente alla pubblicazione del quadro completo dei conti. – (3) La variazione percentuale annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali. – (4) Consumi delle famiglie residenti e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore.



cedente; tav. 5.1), con andamenti differenziati tra i paesi membri. La crescita è stata più robusta in Germania (3,0 per cento), in linea con la media in Francia (1,7 per cento), debole in Italia e in Spagna (rispettivamente 0,4 e 0,7 per cento). Il prodotto si è contratto in Grecia e in Portogallo.

Le vendite all'estero hanno continuato a fornire ovunque il principale contributo alla dinamica del prodotto; dalla primavera dello scorso anno sono state sostenute dal recupero di competitività riconducibile al deprezzamento dell'euro (fig. 5.1). Le esportazioni dell'area sono cresciute di oltre il 6 per cento nel 2011; l'incremento è stato particolarmente forte in Germania (8,2 per cento), mentre è risultato in linea con la media dell'area in Francia e in Italia. Tenendo conto del contestuale rialzo delle importazioni, l'interscambio con l'estero ha contribuito per un punto percentuale alla dinamica del PIL dell'area.

Figura 5.1



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

(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. Gli indicatori di competitività sono calcolati nei confronti di 61 paesi concorrenti (che includono anche i membri dell'area dell'euro); il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è calcolato nei confronti di 20 paesi concorrenti esterni all'area.

La spesa delle famiglie ha ristagnato nel complesso dell'area e nei principali paesi. Fa eccezione la Germania, dove i consumi hanno accelerato, interrompendo una prolungata fase di debolezza, sospinti dalle condizioni assai favorevoli del mercato del lavoro. I consumi delle Amministrazioni pubbliche dell'area sono rimasti stazionari per effetto delle manovre di riequilibrio dei conti in atto nella maggior parte dei paesi.

*Nel 2011 il reddito disponibile reale delle famiglie totali nell'area dell'euro non è cresciuto: l'aumento del reddito nominale è stato interamente compensato dall'accelerazione dei prezzi. In termini reali, le dinamiche più favorevoli sono state rilevate in Francia e in Germania, con incrementi nell'ordine dell'1 per cento, cui si è contrapposto un calo in Italia e, soprattutto, in Spagna. In quest'ultimo paese il reddito disponibile reale si è contratto di oltre sette punti percentuali nell'ultimo biennio.*

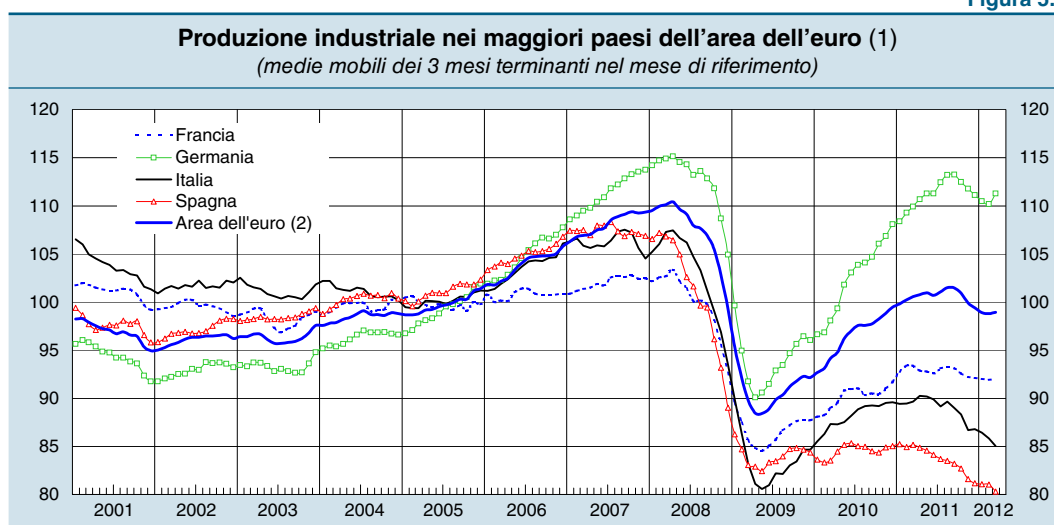
La propensione al risparmio delle famiglie si è ridotta lievemente (al 13,6 per cento), in ragione delle diminuzioni registrate in Spagna (oltre due punti percentuali, all'11,6 per cento) e, in misura più modesta, in Italia (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

Gli investimenti fissi lordi sono aumentati moderatamente, dell'1,3 per cento nella media del 2011, dopo tre flessioni consecutive, sostenuti dalla componente dei macchinari e delle attrezzature (4,0 per cento). È invece proseguito il calo degli investimenti in costruzioni (-0,9 per cento; -16,5 dal 2007), che è stato particolarmente accentuato in Spagna, riflettendo le condizioni del mercato immobiliare. Fra i maggiori paesi, solo la Germania è risultata in controtendenza, segnando una crescita del settore del 5,8 per cento nel 2011; la ripresa del comparto avviatasi nel 2010 si è consolidata, dopo la fase di ristagno che si protraeva dalla metà degli anni novanta.

*Nel 2011 le quotazioni degli immobili residenziali hanno segnato un lieve rialzo in termini nominali nell'area dell'euro nel suo complesso e in Italia; hanno subito nuovi, forti cali in Irlanda e in Spagna; si sono invece registrati aumenti in Germania, con una rivalutazione complessiva del 3,1 per cento nel biennio 2010-11, e in Francia. In quest'ultimo paese, tuttavia, alla fine dello scorso anno si è osservata una modesta correzione al ribasso.*

Dall'estate del 2011 le condizioni macroeconomiche sono peggiorate risentendo delle nuove tensioni sui mercati del debito sovrano e del rallentamento del ciclo economico internazionale. L'accresciuto pessimismo di famiglie e imprese si è riflesso sulle decisioni di spesa per consumi e investimenti; la produzione industriale è diminuita (fig. 5.2). Nell'ultimo trimestre il PIL dell'area ha segnato una flessione (-0,3 per cento sul periodo precedente), la prima dalla primavera del 2009; nei primi tre mesi del 2012 il prodotto ha ristagnato. In primavera l'indicatore mensile €-coin calcolato dalla Banca d'Italia, che misura la dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, si è collocato su un livello lievemente negativo, prefigurando il protrarsi della fase di debolezza ciclica (fig. 5.3).

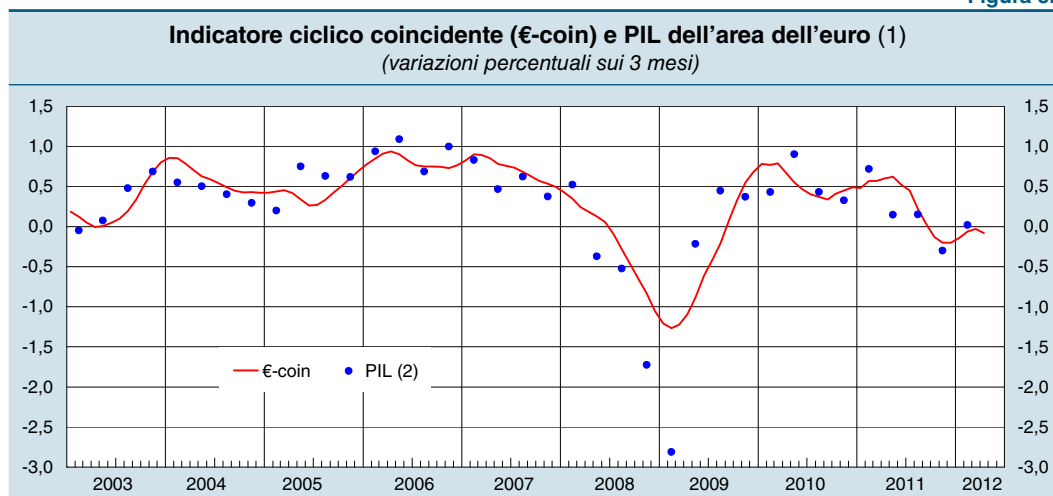
Figura 5.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indici: 2005=100; dati destagionalizzati. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi.

Figura 5.3



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Dettagli sull'indicatore €-coin sono disponibili sul sito internet: <http://eurocoin.bancaditalia.it/>. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi.

## I prezzi e i costi

Nella media del 2011 l'inflazione al consumo nell'area dell'euro è salita di circa un punto percentuale, al 2,7 per cento (tav. 5.2). L'aumento è quasi totalmente ascrivibile ai rincari dei prodotti energetici (11,9 per cento) e degli alimentari trasformati (3,3 per cento) che hanno riflesso le tensioni sulle quotazioni internazionali delle materie di base. Al netto delle componenti più volatili, la dinamica dei prezzi è rimasta contenuta (1,4 per cento). L'inflazione è stata sostenuta anche dagli aumenti delle imposte indirette in alcuni paesi.

Tavola 5.2

<b>Indicatori di inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro</b> (variazioni percentuali su periodo corrispondente)															
VOCI	Francia (1)			Germania			Italia			Spagna (1)			Area dell'euro		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>Prezzi al consumo (2)</b>															
Indice generale	0,1	1,7	2,3	0,2	1,2	2,5	0,8	1,6	2,9	-0,2	2,1	3,1	0,3	1,6	2,7
Indice al netto dei beni alimentari ed energetici	1,4	1,0	1,1	1,3	0,6	1,2	1,6	1,7	2,0	0,9	0,8	1,2	1,4	1,0	1,4
di cui: <i>beni</i>	0,5	0,2	0,5	1,2	0,5	1,0	1,3	1,2	1,4	-0,9	0,3	0,5	0,6	0,5	0,8
di cui: <i>servizi</i>	2,2	1,5	1,6	1,5	0,7	1,4	1,8	1,9	2,5	2,2	1,1	1,6	2,0	1,4	1,8
Beni alimentari	0,5	1,3	2,3	-0,3	1,5	2,5	1,9	0,5	2,7	0,2	1,1	2,8	0,7	1,1	2,7
di cui: <i>trasformati</i>	0,8	0,7	2,9	-0,1	0,8	3,0	1,9	0,9	2,9	1,0	1,4	4,2	1,1	0,9	3,3
di cui: <i>freschi</i>	-0,1	2,1	1,4	-0,7	3,0	1,4	1,9	0,0	2,5	-0,7	0,7	1,3	0,2	1,3	1,8
Beni energetici	-11,2	9,7	12,0	-5,4	3,9	10,0	-8,9	4,2	11,2	-9,0	12,5	15,7	-8,1	7,4	11,9
<b>Prezzi alla produzione (3)</b>	<b>-6,4</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>5,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>6,9</b>	<b>-5,1</b>	<b>2,9</b>	<b>5,9</b>
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

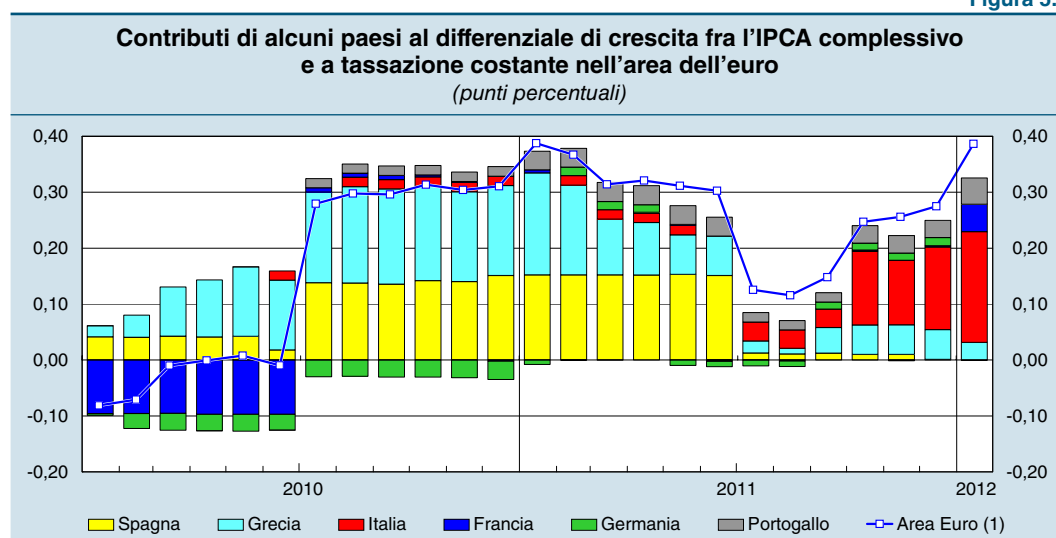
(1) Per il 2011 il deflatore del PIL è calcolato sulla base dei conti nazionali trimestrali. – (2) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

Il contributo della componente fiscale alla dinamica dei prezzi è desumibile dal confronto tra l'andamento dell'indice armonizzato complessivo e quello del corrispondente indicatore a tassazione costante, calcolato dall'Eurostat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che esse siano state traslate immediatamente e per intero. Lo scostamento fra le due misure di inflazione, sostanzialmente nullo nel 2009, si è ampliato dalla metà del 2010, portandosi a circa tre decimi di punto percentuale (fig. 5.4), a seguito delle manovre in Grecia, Portogallo e Spagna. Esauritisi gli effetti di questi provvedimenti, tale scostamento è poi tornato a crescere dall'ultimo trimestre del 2011, risentendo soprattutto degli aumenti delle imposte indirette in Italia (cfr. il capitolo 8: La domanda, l'offerta e i prezzi) e, all'inizio di quest'anno, in Francia e in Portogallo. Lo scorso gennaio la crescita sui dodici mesi dell'indice al netto delle variazioni delle imposte era inferiore di quasi mezzo punto percentuale a quella dell'indice complessivo (2,3 e 2,7 per cento, rispettivamente).

Le manovre fiscali sono alla base dei divari di inflazione registrati tra i maggiori paesi dell'area dell'euro nel 2011: nella media dell'anno l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è cresciuto a ritmi più elevati in Italia e in Spagna (2,9 e 3,1 per cento, rispettivamente) che in Francia e in Germania (2,3 e 2,5 per cento); tuttavia, per i quattro paesi l'incremento dell'indicatore a tassazione costante si è collocato intorno al 2,5 per cento. Alla fine dell'anno l'effetto delle variazioni delle imposte indirette sulla dinamica dei prezzi al consumo è risultato particolarmente elevato in Italia (circa un punto percentuale), riflettendo i rialzi delle accise sui carburanti osservati a partire dall'estate e l'aumento dell'IVA introdotto in settembre.

Dall'inizio di quest'anno l'inflazione nell'area è lievemente scesa, al 2,6 per cento in aprile dopo aver toccato il 3,0 nello scorcio del 2011, in connessione con la decelerazione della componente energetica; l'inflazione di fondo si è mantenuta sull'1,5 per cento.

Figura 5.4



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Differenziale calcolato rispetto alle variazioni percentuali sui 12 mesi dell'IPCA complessivo e a tassazione costante.

*I prezzi alla produzione, i costi e i margini.* – Nella media del 2011 l'inflazione alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è stata del 5,9 per cento (2,9 nel 2010). I prezzi hanno accelerato decisamente nella prima metà dell'anno, sospinti dalle componenti più direttamente influenzate dai rincari delle materie di base. Il successivo allentamento delle tensioni sui costi degli input si è riflesso in una graduale attenuazione dell'inflazione all'origine, proseguita all'inizio del 2012: lo scorso marzo la variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione si è portata al 3,3 per cento. Nella media del 2011, in un contesto di sostanziale stabilità del cambio effettivo nominale dell'euro, i prezzi alla produzione dei beni non energetici venduti all'esterno dell'area sono cresciuti pressoché in linea con quelli praticati sul mercato interno (3,5 e 3,8 per cento, rispettivamente).

Lo scorso anno il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha ripreso a crescere (0,8 per cento contro un calo dell'1,0 nel 2010; tav. 5.3). Vi hanno contribuito in eguale misura l'accelerazione dei redditi per ora lavorata (al 2,1 per cento, dall'1,1) e il rallentamento della produttività oraria (all'1,3 per cento, dal 2,1) connesso con l'indebolimento ciclico nel secondo semestre dell'anno. Il CLUP ha mostrato andamenti diversi nei vari comparti produttivi: all'aumento dell'1,4 per cento nel settore dei servizi si è contrapposto un ulteriore calo nell'industria in senso stretto (-0,5 per cento) dove la crescita del valore aggiunto è stata più sostenuta. Ne è discesa una stazionarietà della quota dei profitti nei servizi privati (al 45,0 per cento) e un aumento nell'industria, dove si è riportata sui livelli registrati prima della crisi (intorno al 40 per cento).

Tavola 5.3

<b>Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)</b> (variazioni percentuali sull'anno precedente)										
PAESI	Redditi per ora lavorata		Produttività oraria		Valore aggiunto (2)		Ore lavorate		Costo del lavoro per unità di prodotto	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
<b>Industria al netto delle costruzioni (3)</b>										
Francia	3,7	3,9	7,1	0,9	3,3	0,5	-3,6	-0,4	-3,2	2,9
Germania	-1,5	2,0	6,3	2,4	9,8	5,9	3,3	3,4	-7,3	-0,3
Italia	2,4	2,2	9,0	0,4	7,0	1,2	-1,9	0,9	-6,1	1,8
Spagna	1,2	1,9	6,1	4,2	0,6	1,9	-5,1	-2,2	-4,6	-2,2
Area dell'euro	1,2	2,5	7,7	3,0	6,9	3,6	-0,8	0,6	-6,1	-0,5
<b>Servizi (4)</b>										
Francia	2,2	2,4	1,2	1,0	1,8	2,1	0,7	1,1	1,0	1,4
Germania	0,4	2,6	0,0	0,6	2,2	1,9	2,2	1,3	0,4	2,0
Italia	1,6	0,5	1,3	0,2	1,4	0,8	0,1	0,6	0,4	0,3
Spagna	-0,4	-0,7	1,9	0,3	1,4	1,1	-0,5	0,7	-2,3	-1,0
Area dell'euro	1,0	1,8	0,8	0,4	1,4	1,2	0,7	0,7	0,3	1,4
<b>Totale economia</b>										
Francia	2,5	2,7	1,7	1,1	1,5	1,8	-0,2	0,7	0,8	1,5
Germania	-0,1	2,5	1,8	1,2	4,1	2,9	2,3	1,7	-1,9	1,3
Italia	1,9	0,9	2,6	0,3	2,1	0,6	-0,5	0,3	-0,7	0,6
Spagna	-0,3	-0,3	2,4	1,6	0,0	0,6	-2,3	-1,0	-2,6	-1,9
Area dell'euro	1,1	2,1	2,1	1,3	2,0	1,5	0,0	0,2	-1,0	0,8

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat; per l'Italia elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per la Francia la variazione percentuale annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali grezzi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati, anno di riferimento 2005. – (3) Attività manifatturiere, estrazione di minerali e produzione e distribuzione di energia elettrica. – (4) Comprende i settori "commercio, trasporti e telecomunicazioni", "intermediazione finanziaria e proprietà immobiliari" e "altri servizi".

*Le aspettative di inflazione.* – Lo scorso anno le aspettative degli analisti sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro nella media del 2011 censite da Consensus Economics, pari all'1,8 per cento in gennaio, sono salite in linea con il rialzo dell'inflazione effettiva. Quelle relative al 2012, stabili appena sotto il 2 per cento fino allo scorso gennaio, sono state successivamente riviste lievemente al rialzo (2,4 per cento in maggio; tav. 5.4). Sugli orizzonti più distanti le attese degli operatori professionali e quelle desumibili dai mercati finanziari sono rimaste sistematicamente coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*).

Tavola 5.4

Aspettative di inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro censite da Consensus Economics (1)		
PAESI	2012	2013
Francia	2,1	1,7
Germania	2,1	1,9
Italia	3,0	2,5
Spagna	2,0	1,6
Area dell'euro	2,4	1,8

Fonte: Consensus Economics.  
(1) Formulate a maggio 2012.

### *L'occupazione*

Secondo i dati di contabilità nazionale nel 2011 l'occupazione nell'area dell'euro è rimasta pressoché invariata sui livelli dell'anno precedente. L'incremento registrato nel primo semestre è stato quasi interamente compensato dal calo nei mesi successivi, legato all'indebolimento della fase ciclica. A partire dall'estate anche il tasso di disoccupazione ha preso a salire; lo scorso marzo si collocava al 10,9 per cento, un punto percentuale in più rispetto a dodici mesi prima; la quota dei disoccupati è circa doppia se misurata sulla popolazione attiva di età inferiore ai 25 anni.

In Germania, dove il PIL ha interamente recuperato i livelli precedenti la recessione del biennio 2008-09, il numero di occupati è cresciuto nel 2011 dell'1,3 per cento (oltre mezzo milione di unità); il tasso di disoccupazione è calato fino al 5,6 per cento nello scorso marzo, il minimo dai primi anni novanta.

In Spagna l'occupazione è invece nuovamente scesa (-2,0 per cento nel complesso dell'anno); la flessione è stata particolarmente marcata nel comparto delle costruzioni (-15,0 per cento), dove dal picco ciclico del 2007 il numero di occupati si è ridotto di oltre un milione di unità. Lo scorso marzo il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 24,1 per cento.

In Italia e in Francia il numero di occupati è moderatamente aumentato nella media del 2011, dello 0,3 e 0,7 per cento, rispettivamente. In entrambi i paesi il tasso di disoccupazione è tuttavia salito nella seconda parte dell'anno, risentendo del peggioramento del quadro congiunturale; lo scorso marzo si collocava al 9,8 per cento in Italia, al 10,0 in Francia.

### *La bilancia dei pagamenti*

Il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato nel 2011 un sostanziale pareggio (-3,2 miliardi, pari allo 0,03 per cento del PIL; tav. 5.5), dopo il lieve disavanzo dell'anno precedente. Il risultato è dovuto all'incremento dell'avanzo nei servizi, parzialmente controbilanciato dalla riduzione di quello nelle merci. I deflussi netti nel conto finanziario sono saliti a 24,6 miliardi.

Tavola 5.5

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (1) (miliardi di euro)					
VOCI	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Conto corrente</b>	<b>7,4</b>	<b>-143,5</b>	<b>-21,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>-3,2</b>
Merci	42,2	-21,8	31,3	15,1	4,6
Servizi	47,9	42,1	36,4	49,6	61,1
Redditi	5,3	-66,8	3,5	31,8	31,7
Trasferimenti unilaterali	-88,1	-97,0	-93,1	-103,3	-100,6
<b>Conto capitale</b>	<b>4,8</b>	<b>10,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>10,8</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>3,0</b>	<b>121,3</b>	<b>9,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-24,6</b>
Investimenti diretti	-90,4	-231,1	-105,1	-113,9	-151,1
Investimenti di portafoglio	126,8	261,4	265,7	165,1	308,3
Derivati	-66,9	-84,5	20,0	18,5	-20,8
Altri investimenti	38,6	178,9	-175,7	-61,7	-150,7
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (2)	85,9	-132,1	67,7	-19,5	-339,2
Variazione riserve ufficiali (3)	-5,1	-3,4	4,6	-10,5	-10,2
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-15,1</b>	<b>12,2</b>	<b>5,8</b>	<b>3,0</b>	<b>17,0</b>

Fonte: BCE.  
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (2) Escluso l'Eurosistema. – (3) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

*Le partite correnti.* – Le esportazioni di beni sono aumentate del 13,2 per cento a prezzi e cambi correnti (tav. 5.6), riportandosi sopra i valori del 2008. A un forte aumento nel primo trimestre del 2011 ha fatto seguito una dinamica più modesta che, nonostante il miglioramento della competitività di prezzo, ha riflesso l'andamento meno sostenuto del commercio internazionale. Le importazioni di beni sono aumentate del 14,0 per cento, in parte a causa dell'incremento delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime, soprattutto nel primo semestre.

Il surplus nei servizi ha continuato a crescere, a 61,1 miliardi. Il saldo dei redditi è rimasto positivo per 31,7 miliardi. I redditi da investimenti diretti hanno registrato un significativo aumento degli introiti (circa 20 miliardi) quasi esclusivamente concentrato nel comparto azionario; è invece peggiorato il saldo dei redditi da titoli di portafoglio, legato soprattutto all'incremento dei pagamenti per interessi su titoli di debito emessi nell'area. È rimasto stabile il surplus nei redditi da lavoro.

*Il modesto disavanzo nel conto corrente dell'area dell'euro continua a derivare da posizioni molto differenziate tra i singoli Stati membri. Gli squilibri di bilancia dei pagamenti di alcuni paesi rimangono considerevoli, sebbene si siano ridotti nel 2011 in Portogallo e, in misura inferiore, in Grecia e in Spagna, mentre l'Irlanda è tornata al pareggio nel 2010. Il finanziamento dei disavanzi di questi quattro paesi nell'arco dell'ultimo decennio (per l'Irlanda fino al 2009) si è riflesso nella formazione di cospicue posizioni debitorie sull'estero. Una stima della ripartizione per "paese controparte" delle principali tipologie di attività (investimenti diretti, investimenti di portafoglio in azioni, quote di fondi comuni e strumenti di debito, prestiti e depositi delle banche) può essere ottenuta in base a informazioni di fonte BRI, Eurostat e FMI. Da tale stima emerge che nel corso dell'ultimo decennio la crescita delle attività lorde detenute dai maggiori paesi europei (Francia, Germania, Italia e Regno Unito) nei confronti delle quattro nazioni sopra riportate è stata pronunciata. Tale crescita si è arrestata nel corso del*



2010 (fig. 5.5); si sono in particolare bruscamente ridotti i titoli di debito e i prestiti e depositi bancari, che includono anche i rapporti interbancari (i dati sono disponibili fino al terzo trimestre del 2011).

Tavola 5.6

Area dell'euro: interscambio commerciale fob-fob per paese o area (1) (miliardi di euro; variazioni percentuali sul 2010 e composizione percentuale)								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	2011			2011			2010	2011
	Valori	Variazioni	Composi- zione (2)	Valori	Variazioni	Composi- zione (2)	Valori	
<b>Paesi della UE esterni all'area</b>	<b>565,8</b>	<b>12,9</b>	<b>32,0</b>	<b>490,3</b>	<b>14,3</b>	<b>27,6</b>	<b>72,2</b>	<b>75,6</b>
Danimarca	33,7	10,7	1,9	30,3	10,5	1,8	3,0	3,4
Regno Unito	232,0	10,6	13,4	185,5	14,1	10,5	47,3	46,5
Svezia	59,1	12,8	3,3	51,5	11,2	3,0	6,1	7,6
Altri paesi della UE (3)	241,1	15,6	13,3	223,0	15,7	12,4	15,7	18,1
<b>Resto del mondo</b>	<b>1.207,9</b>	<b>13,3</b>	<b>68,0</b>	<b>1.278,9</b>	<b>13,9</b>	<b>72,4</b>	<b>-57,1</b>	<b>-70,9</b>
Brasile	30,3	12,9	1,7	31,2	19,1	1,7	0,6	-0,9
Canada	20,7	13,4	1,2	15,0	17,4	0,8	5,4	5,6
Cina	115,7	20,3	6,1	210,1	3,6	13,1	-106,7	-94,3
Giappone	39,6	13,7	2,2	52,7	2,7	3,3	-16,5	-13,1
India	30,9	13,6	1,7	28,4	21,3	1,5	3,7	2,4
Russia	80,6	18,9	4,3	134,5	26,4	6,9	-38,6	-53,9
Stati Uniti	199,1	8,5	11,7	142,4	7,8	8,5	51,4	56,7
Svizzera	123,6	21,6	6,5	99,7	14,6	5,6	14,6	23,9
Altri paesi	567,5	11,4	32,5	564,9	17,5	31,0	28,9	2,6
<b>Totale</b>	<b>1.773,8</b>	<b>13,2</b>	<b>100,0</b>	<b>1.769,1</b>	<b>14,0</b>	<b>100,0</b>	<b>15,1</b>	<b>4,6</b>

Fonte: BCE.  
 (1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (2) La composizione percentuale si riferisce al 2010. –  
 (3) Include l'interscambio, di ammontare esiguo, con le istituzioni della UE che sono considerate entità con residenza esterna all'area.

La Francia mostra un'esposizione complessiva nei confronti di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna pari a circa il 27 per cento del PIL, la Germania al 19 per cento; in entrambi i casi la principale componente rimane quella dei titoli di debito, seguita dai prestiti delle banche. Per l'Italia l'esposizione si attesta su livelli più contenuti, intorno al 10 per cento del PIL, mentre per il Regno Unito risulta nettamente maggiore (circa il 35 per cento), in particolare verso l'Irlanda e relativamente al settore bancario.

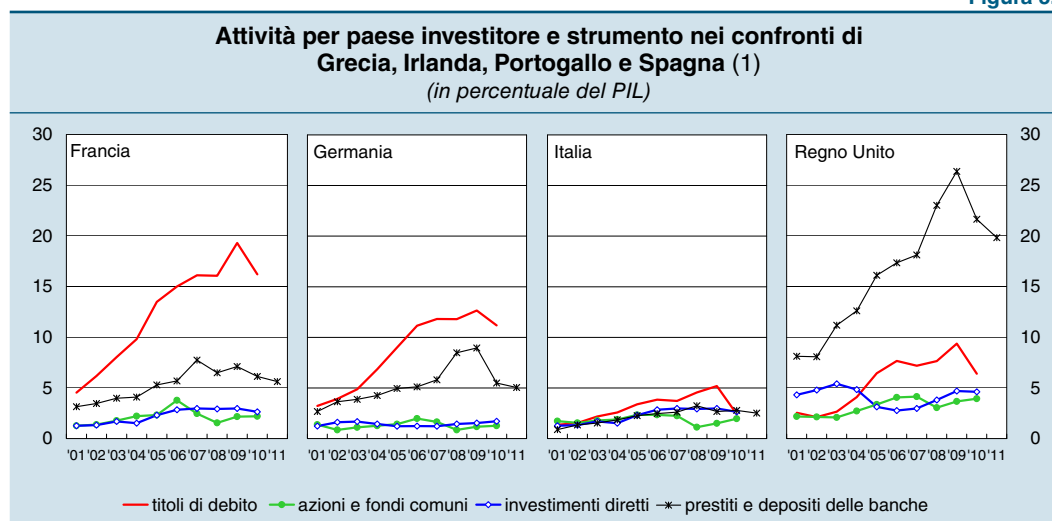
*Gli investimenti diretti e gli investimenti di portafoglio.* – Nel conto finanziario dell'area dell'euro nel 2011 si sono registrati afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio per 157,1 miliardi di euro, soprattutto a seguito dell'aumento (per 143,2 miliardi) della componente dei titoli di portafoglio, solo parzialmente compensato da maggiori deflussi netti per investimenti diretti.

Gli investimenti diretti sono tornati a crescere dopo le sensibili riduzioni dei flussi in entrata e in uscita registrate nel 2010; quelli verso l'esterno dell'area hanno segnato un incremento (26,3 per cento) interamente dovuto al comparto non bancario dell'area dell'euro e concentrato nella componente azionaria.

L'andamento degli investimenti di portafoglio è stato molto differenziato nel corso dell'anno. Il primo semestre è stato contraddistinto da flussi netti in entrata straordinariamente elevati; vi hanno contribuito soprattutto i consistenti acquisti dall'estero di titoli emessi da banche e imprese non finanziarie. La domanda estera si è rivolta ai titoli

caratterizzati da maggiore liquidità e da più elevato rating, in un contesto di alta volatilità e accresciute tensioni sui mercati finanziari. Nel secondo semestre del 2011 l'acuirsi di queste ha innescato un processo di rimpatrio dei capitali; gli investitori esteri hanno ritirato fondi, mentre i residenti dell'area, in particolare il settore bancario, hanno effettuato vendite nette di strumenti esteri, per compensare la riduzione della raccolta di fondi dall'estero (cfr. il paragrafo: *Depositi e prestiti*).

Figura 5.5



Fonte: elaborazioni su dati BRI, Eurostat e FMI.

(1) Le consistenze di prestiti e depositi delle banche sono registrate al 30 settembre 2011.

*Depositi e prestiti.* – Nel complesso dello scorso anno è stata registrata una variazione pressoché nulla delle passività sull'estero, sotto forma di prestiti ottenuti o depositi ricevuti dai residenti. Tuttavia, nel quarto trimestre si è verificata una forte riduzione dei flussi dall'estero verso le istituzioni finanziarie dell'area, indotta dalle preoccupazioni degli investitori non residenti circa la stabilità dei sistemi bancari di alcuni paesi. Tale riduzione è stata controbilanciata dagli altri settori; hanno contribuito gli interventi dell'Eurosistema coordinati con altre banche centrali sotto forma di scambio di liquidità nelle reciproche valute. Tra le attività, i depositi effettuati e i prestiti erogati dai residenti verso l'estero sono aumentati per 158,9 miliardi di euro nel complesso del 2011; tuttavia, nello scorcio dell'anno le rinnovate tensioni sui mercati finanziari hanno indotto uno smobilizzo di fondi, prevalentemente da parte del settore bancario residente.

*La posizione patrimoniale sull'estero.* – Alla fine del 2011 la posizione patrimoniale verso l'esterno dell'area è risultata passiva per 1.136,4 miliardi (12,1 per cento del PIL, era il 13,4 alla fine del 2010). Oltre alla riduzione nelle passività nette registrata nel conto finanziario, il miglioramento riflette le variazioni favorevoli dei prezzi delle attività e passività finanziarie e il deprezzamento dell'euro nella seconda metà dell'anno.

## 6. LE POLITICHE DI BILANCIO

Nel 2011 i saldi di bilancio dei paesi dell'area dell'euro hanno registrato in media un ampio miglioramento, nonostante lo sfavorevole andamento congiunturale. Lo sforzo di risanamento dei conti pubblici non è stato omogeneo tra i paesi. Secondo le stime della Commissione europea, il miglioramento continuerà nel 2012 e nel 2013, per effetto delle misure finora adottate e per la graduale ripresa dell'attività economica che, sebbene di modesta entità, è attesa già dalla seconda metà di quest'anno.

Le tensioni sul mercato dei titoli del debito sovrano di diversi paesi hanno imposto un'accelerazione al processo di riforma della governance europea. I governi e le istituzioni europee hanno definito un insieme di interventi volti a rafforzare la disciplina di bilancio, a coordinare le politiche economiche, a gestire gli squilibri macroeconomici e le crisi finanziarie, nonché a dare impulso alle riforme strutturali.

*Le politiche e i risultati di bilancio nel 2011.* – L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro, dopo la lieve riduzione registrata nel 2010, è diminuito lo scorso anno di 2,1 punti percentuali, al 4,1 per cento del PIL (tav. 6.1). Nelle stime della Commissione europea l'indebitamento netto strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è diminuito di 1,0 punti percentuali, al 3,4 per cento del PIL.

*Nell'ottobre del 2011, in occasione della seconda notifica dei paesi dell'Unione europea (UE) alla Commissione nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è risultato lievemente più elevato in ciascuno degli anni del triennio 2008-2010. Relativamente al 2010 il saldo è stato portato dal 6,0 al 6,2 per cento del PIL. L'aumento è stato determinato dall'ampia revisione al rialzo del disavanzo effettuata in particolare dalla Germania (di 1,0 punti di PIL), solo in parte compensata dalle modifiche in senso opposto apportate principalmente in Irlanda (di 1,1 punti) e Paesi Bassi (di 0,3 punti).*

Nel 2011 i risultati sono stati in media migliori degli obiettivi indicati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati lo scorso anno, in base ai quali l'indebitamento netto dell'area sarebbe dovuto diminuire di oltre 1,5 punti percentuali del PIL. I miglioramenti dei saldi realizzati tra il 2010 e il 2011 sono risultati superiori alle attese soprattutto in Germania (di 2,5 punti percentuali del PIL), Portogallo (di 2,4 punti), Estonia (di 1,3 punti) e Austria (di 1,2 punti).

*In questo capitolo si fa riferimento ai dati pubblicati dalla Commissione europea l'11 maggio del 2012, che recepiscono le informazioni notificate dai paesi lo scorso aprile. Relativamente a questi dati, l'Eurostat ha espresso riserve solo con riferimento all'Irlanda, che ha registrato tra i trasferimenti in conto capitale importi non ancora definitivi per i piani di ristrutturazione di due banche. In sede di notifica i dati relativi ai disavanzi del triennio 2008-2010 comunicati nell'ottobre del 2011 sono stati oggetto di alcune revisioni; tuttavia, l'entità delle modifiche non è stata tale da influenzare i saldi dell'area dell'euro.*

*Il 17 maggio scorso l'Instituto Nacional de Estadística (INE) ha comunicato all'Eurostat che l'indebitamento netto della Spagna del 2011 è stato rivisto al rialzo di 0,4 punti percentuali del PIL (all'8,9*

per cento) rispetto a quanto comunicato nella prima notifica nell'aprile del 2012. Il peggioramento del saldo è connesso con la non inclusione nel precedente dato di alcune spese delle Regioni autonome.

Tavola 6.1

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: risultati e previsioni								
(in percentuale del PIL)								
PAESI	Indebitamento netto				Debito			
	2010	2011	2012 (1)	2013 (1)	2010	2011	2012 (1) (2)	2013 (1) (2)
Austria	4,5	2,6	3,0	1,9	71,9	72,2	74,2	74,3
Belgio	3,8	3,7	3,0	3,3	96,0	98,0	100,5	100,8
Cipro	5,3	6,3	3,4	2,5	61,5	71,6	76,5	78,1
Estonia	-0,2	-1,0	2,4	1,3	6,7	6,0	10,4	11,7
Finlandia	2,5	0,5	0,7	0,4	48,4	48,6	50,5	51,7
Francia	7,1	5,2	4,5	4,2	82,3	85,8	90,5	92,5
Germania	4,3	1,0	0,9	0,7	83,0	81,2	82,2	80,7
Grecia	10,3	9,1	7,3	8,4	145,0	165,3	160,6	168,0
Irlanda	31,2	13,1	8,3	7,5	92,5	108,2	116,1	120,2
Italia	4,6	3,9	2,0	1,1	118,6	120,1	123,5	121,8
Lussemburgo	0,9	0,6	1,8	2,2	19,1	18,2	20,3	21,6
Malta	3,7	2,7	2,6	2,9	69,4	72,0	74,8	75,2
Paesi Bassi	5,1	4,7	4,4	4,6	62,9	65,2	70,1	73,0
Portogallo	9,8	4,2	4,7	3,1	93,3	107,8	113,9	117,1
Slovacchia	7,7	4,8	4,7	4,9	41,1	43,3	49,7	53,5
Slovenia	6,0	6,4	4,3	3,8	38,8	47,6	54,7	58,1
Spagna	9,3	8,5	6,4	6,3	61,2	68,5	80,9	87,0
Area euro	6,2	4,1	3,2	2,9	85,6	88,0	91,8	92,6

Fonte: Commissione europea, *Spring Forecast*, maggio 2012.

(1) Previsioni. – (2) Le previsioni del debito dei singoli paesi includono, coerentemente con quanto deciso dall'Eurostat il 27 gennaio 2012, la quota di pertinenza di ciascun paese dei prestiti effettuati dallo European Financial Stability Facility (EFSF), i prestiti bilaterali concessi ad altri paesi della UE e la quota di partecipazione al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

La riduzione del disavanzo primario di 2,4 punti percentuali del PIL, all'1,1 per cento, ha riflesso il notevole calo delle spese primarie (1,8 punti, al 46,3 per cento), dovuto alle misure di consolidamento dei conti pubblici; poco più della metà della diminuzione è riconducibile alla componente in conto capitale, passata dal 4,4 al 3,4 per cento del PIL. La spesa per interessi è cresciuta di 0,2 punti, al 3,1 per cento del prodotto, riflettendo l'aumento, nella quasi totalità dei paesi, sia del debito sia del suo costo medio.

*Nel 2011 in Italia l'indebitamento netto è sceso dal 4,6 al 3,9 per cento del PIL, in linea con gli obiettivi. Il miglioramento dei conti ha riflesso la contrazione delle spese in rapporto al PIL, nonostante l'aumento degli oneri per interessi (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica).*

Con riferimento alla spesa corrente, incisivi sono stati gli interventi nel comparto del pubblico impiego, soprattutto nei paesi caratterizzati da livelli retributivi particolarmente elevati rispetto al settore privato. I redditi da lavoro dipendente delle Amministrazioni pubbliche sono diminuiti nel 2011, per il secondo anno consecutivo, di 0,2 punti percentuali del PIL, al 10,6 per cento.

*Secondo i dati dell'indagine campionaria EU-SILC relativi a dieci paesi dell'area dell'euro e al quadriennio 2004-07, il differenziale salariale lordo orario tra i dipendenti maschi (per i quali il confronto è più omogeneo) del settore pubblico e quelli delle imprese private con più di 50 addetti è particolarmente elevato, in media circa il 25 per cento, in Irlanda, Portogallo e Spagna; è intorno al 20 per cento in Italia e Slovenia; si colloca tra il 12 e il 13 per cento in Austria e Grecia; è trascurabile in Belgio, Francia e Germania. Controllando per le caratteristiche dei lavoratori (in particolare il livello di istruzione e l'esperienza lavorativa, relativamente più elevate nel settore pubblico) il differenziale salariale scende a circa il 16 per cento in Spagna, si attesta tra il 6 e il 10 per cento in Irlanda, Italia e Portogallo, diventa trascurabile in Austria e Grecia e negativo nei restanti paesi (tra il 4 e l'11 per cento). Per l'Italia, un'analisi condotta sui dati relativi ai redditi netti del periodo 1998-2008 riportati*

*nell'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia, che consente di individuare anche imprese di maggiori dimensioni, mostra che il differenziale corretto per le caratteristiche dei lavoratori si annulla nel confronto con le imprese con oltre 100 addetti. Quest'ultimo risultato riflette i salari e la produttività relativamente più elevati nelle grandi imprese. In tutti i paesi il differenziale aumenta quando l'analisi è estesa anche alle imprese di piccole dimensioni, soprattutto in Grecia e Portogallo, mentre si riduce se il confronto con le imprese private si restringe a quelle finanziarie o manifatturiere. Tali risultati segnalano che il differenziale è influenzato dalle caratteristiche settoriali e dimensionali della struttura produttiva privata. Per i lavoratori con livelli salariali più bassi il differenziale è sempre maggiore, riflettendo sia più alti livelli di istruzione e di esperienza lavorativa sia una migliore remunerazione di tali caratteristiche nel settore pubblico. Per i lavoratori con livelli di salario più elevati, invece, la remunerazione dell'istruzione nel settore pubblico è inferiore a quella riconosciuta nel settore privato nella maggior parte dei paesi.*

Il saldo di bilancio è migliorato nel 2011 in tutti i paesi dell'area dell'euro con l'eccezione di Cipro e della Slovenia (dove l'indebitamento netto è aumentato, rispettivamente, di 1,0 e 0,4 punti percentuali del PIL). L'entità del miglioramento è stata molto diversa tra i paesi: è stata maggiore in Irlanda, Portogallo, Germania, Slovacchia, Finlandia, Francia e Austria.

*Tra i 14 paesi che nel 2010 avevano un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL, Austria, Germania e Malta hanno riportato il loro saldo al di sotto della soglia nel 2011: Malta ha rispettato esattamente i termini concordati con il Consiglio della UE nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi; Austria e Germania lo hanno fatto con due anni di anticipo (2011 anziché 2013). Relativamente agli altri 11 paesi per i quali è in corso la Procedura, il termine per ricondurre il disavanzo entro la soglia del 3 per cento è compreso tra il 2012 e il 2015.*

Nel 2011 il rapporto tra il debito e il PIL è aumentato di 2,4 punti nella media dell'area dell'euro, all'88,0 per cento del PIL. Esso è risultato superiore al 60 per cento in 12 paesi, al 100 per cento in 4. Alla Grecia e all'Italia, che già superavano tale soglia nel 2010, e il cui debito ha raggiunto, rispettivamente, il 165,3 e il 120,1 per cento del PIL, si sono aggiunti l'Irlanda e il Portogallo, con un debito pari, rispettivamente, al 108,2 e al 107,8 per cento.

*Complessivamente, il rapporto tra il debito pubblico e il PIL dell'area dell'euro è stato rivisto al rialzo tra la notifica di aprile 2011 e quella di aprile 2012 di 0,2 punti nel 2008, 0,6 nel 2009 e 0,2 nel 2010.*

*I valori del debito pubblico dell'area dell'euro riportati dalla Commissione europea per il 2010 e il 2011, pari alla somma dei debiti pubblici nazionali, sono superiori a quanto indicato dall'Eurostat per gli stessi anni (rispettivamente, 85,3 e 87,2 per cento del PIL). Le differenze sono attribuibili al consolidamento dei prestiti a sostegno dei paesi in difficoltà.*

*Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà.* – Nel 2011 è continuato il sostegno alla Grecia basato sul meccanismo dei prestiti bilaterali tra i paesi dell'area dell'euro. Nel maggio del 2010 i paesi dell'area si erano impegnati a sostenere la Grecia per un importo pari a 80,0 miliardi. Di questi, 21,0 miliardi sono stati erogati nel 2010 e 31,9 nel 2011 (tav. 6.2). Contestualmente, il Fondo monetario internazionale (FMI) si era impegnato a sostenere finanziariamente la Grecia per un importo pari a 30,0 miliardi, di cui 10,5 sono stati prestati nel 2010 e 9,6 nel 2011.

Nel corso del 2011 il sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà è stato attuato anche attraverso l'impiego di strumenti comuni: lo European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) e lo European Financial Stability Facility (EFSF).

*L'EFSM e l'EFSF sono due strumenti per l'assistenza finanziaria temporanea ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà istituiti, rispettivamente, con un regolamento e una decisione del Consiglio della UE nel maggio del 2010 (cfr. nel Glossario le voci: EFSF ed EFSM).*

Nel 2011 sono iniziate le emissioni obbligazionarie dell'EFSM garantite dal bilancio della UE per finanziare il programma di sostegno in favore dell'Irlanda concordato nel novembre del 2010 e quello del Portogallo definito nel maggio del 2011 (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio* nella Relazione sull'anno 2010). Nel 2011 le emissioni sono ammontate a 28,0 miliardi; tali risorse sono state destinate per 13,9 miliardi all'Irlanda e per 14,1 al Portogallo. Nel medesimo periodo gli stessi paesi hanno ricevuto, rispettivamente, 12,5 e 13,0 miliardi dall'FMI.

Tavola 6.2

Dettaglio del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (miliardi di euro)					
VOCI	2010	2011	2012 (gen. - mag.) (1)	Totale fino a maggio 2012	Totale del piano di sostegno
<b>IRLANDA</b>					
Prestiti bilaterali	0,0	0,5	1,1	1,6	4,8
EFSF	0,0	7,6	4,6	12,2	17,7
EFSM	0,0	13,9	4,5	18,4	22,5
FMI	0,0	12,5	3,6	16,1	22,5
<b>Totale</b>	<b>0,0</b>	<b>34,5</b>	<b>13,8</b>	<b>48,3</b>	<b>67,5 (2)</b>
<b>PORTOGALLO</b>					
EFSF	–	6,9	2,7	9,6	26,0
EFSM	–	14,1	6,0	20,1	26,0
FMI	–	13,0	5,6	18,6	26,0
<b>Totale</b>	<b>–</b>	<b>34,0</b>	<b>14,3</b>	<b>48,3</b>	<b>78,0</b>
<b>GRECIA</b>					
<b>Primo piano di sostegno</b>					
Prestiti bilaterali	21,0	31,9	–	52,9	52,9
FMI	10,5	9,6	–	20,1	20,1
<b>Totale</b>	<b>31,5</b>	<b>41,5</b>	<b>–</b>	<b>73,0</b>	<b>73,0 (3)</b>
<b>Secondo piano di sostegno</b>					
EFSF	–	–	72,9	72,9	144,6 (4)
FMI	–	–	1,7	1,7	28,0
<b>Totale</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>74,6</b>	<b>74,6</b>	<b>172,6</b>

Fonte: per i prestiti concessi dall'EFSF, dall'EFSM e dall'FMI, Commissione europea e EFSF; per i prestiti dell'FMI relativi al secondo piano di sostegno alla Grecia, FMI; per i prestiti bilaterali all'Irlanda, accordo del 21 marzo 2012 tra Danimarca e Irlanda e dichiarazioni del Financial Secretary allo UK Treasury del 31 gennaio 2012 e del 17 aprile 2012 per il prestito tra il Regno Unito e l'Irlanda. I dati relativi ai prestiti dell'FMI risentono del tasso di cambio utilizzato per trasformare in euro gli importi espressi in diritti speciali di prelievo.  
(1) I dati per i prestiti dell'EFSF e dell'EFSM si riferiscono alle operazioni effettuate entro il 16 maggio; quelli relativi ai prestiti dell'FMI riguardano operazioni realizzate fino al 30 aprile. – (2) Il dato non include i 17,5 miliardi a carico dell'Irlanda costituiti da fondi dell'Irish Treasury e del National Pensions Reserve Fund. – (3) Il primo piano di sostegno finanziario alla Grecia ammontava a 110 miliardi, di cui 30 a carico dell'FMI. L'ammontare qui riportato si riferisce a quanto effettivamente prestato fino alla fine del 2011. La parte non versata è stata inglobata nel secondo piano di sostegno. – (4) Tale ammontare non include i 35 miliardi di titoli emessi dall'EFSF per l'attivazione dello schema di riacquisto finalizzato a sostenere la qualità dei titoli emessi o pienamente garantiti dalla Grecia.

Nel 2011 l'EFSF ha emesso titoli per circa 18,0 miliardi e ha concesso prestiti all'Irlanda e al Portogallo, rispettivamente, per 7,6 e 6,9 miliardi.

Nel corso del 2011 sono state prese alcune decisioni volte a potenziare l'EFSF: (a) è stato aumentato il valore delle garanzie concesse dagli Stati dell'area dell'euro da 440 a 780 miliardi; (b) è stata ammessa la possibilità che l'EFSF intervenga con acquisti sul mercato primario e su quello secondario dei titoli di Stato dei paesi membri; (c) è stato consentito che l'EFSF agisca sulla base di programmi precauzionali e che finanzi la ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie; (d) è stato previsto lo sfruttamento di effetti di leva finanziaria mediante la concessione di garanzie parziali sulle nuove emissioni di titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro e/o attraverso la costituzione di una o più società veicolo che raccolgano fondi da investitori e istituzioni finanziarie (cfr. il riquadro:



*Le decisioni dei Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011, in Bollettino economico, n. 67, 2012).*

*Nel gennaio del 2012, a seguito della revisione al ribasso del merito creditizio di nove paesi dell'area dell'euro, l'agenzia Standard & Poor's ha abbassato la valutazione delle emissioni di debito a lungo termine dell'EFSF da AAA a AA+.*

Lo scorso 2 febbraio sono state decise alcune modifiche del Trattato che istituisce lo European Stability Mechanism (ESM): ne è stata anticipata di un anno, a luglio del 2012, l'entrata in vigore ed è stata inclusa tra le regole di voto la maggioranza qualificata dell'85 per cento. Il ricorso a tale maggioranza, in luogo dell'unanimità dei voti espressi, è possibile qualora la Commissione europea e la BCE ritengano necessario adottare, per la stabilità finanziaria ed economica dell'area dell'euro, decisioni urgenti in materia di assistenza finanziaria ai paesi. Inoltre, come per l'EFSF, sono stati ampliati gli strumenti a disposizione dell'ESM per intervenire a sostegno dei paesi in difficoltà attraverso la possibilità di: effettuare acquisti di titoli di Stato dei paesi membri anche sul mercato secondario e, con una maggiore flessibilità rispetto a quella già prevista, su quello primario; agire sulla base di programmi precauzionali; finanziare la ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie.

*L'ESM è un meccanismo permanente per la gestione delle crisi la cui costituzione è stata concordata dal Consiglio europeo del 28-29 ottobre 2010 ed è stata formalmente definita nel Trattato che lo istituisce sottoscritto da parte dei paesi dell'area dell'euro l'11 luglio del 2011. Il Trattato è stato modificato più volte nel corso del 2011 e, da ultimo, il 2 febbraio del 2012 (cfr. nel Glossario la voce: ESM).*

Per rafforzare la fiducia degli investitori nei nuovi assetti istituzionali, il 30 marzo del 2012 l'Eurogruppo ha stabilito che la dotazione iniziale di capitale dell'ESM verrà versata dai paesi entro il 2014, anziché il 2017 come originariamente previsto (sono programmate due rate nel 2012, due nel 2013 e l'ultima nella prima metà del 2014). È stato inoltre convenuto che dal prossimo luglio l'ESM costituirà il principale strumento per il finanziamento dei nuovi piani di sostegno ai paesi in difficoltà; l'EFSF rimarrà attivo per provvedere al compimento di quelli già in essere e, fino alla metà del 2013, potrà finanziare nuovi programmi. Dalla metà del 2014 la capacità di prestito complessiva dell'ESM sarà di 500 miliardi.

Tra febbraio e marzo del 2012 la Grecia ha raggiunto un accordo con la Commissione europea, la BCE e l'FMI per un secondo programma di aiuti che prevede l'erogazione di nuovi prestiti da parte dell'EFSF e dell'FMI per oltre 138 miliardi nel periodo 2012-16. Questi si aggiungono a quanto concordato nel maggio del 2010 e non ancora erogato dagli altri paesi dell'area dell'euro (24,4 miliardi, se non si considerano le quote non versate da Irlanda, Portogallo e Slovacchia) e dall'FMI.

*L'approvazione dei nuovi finanziamenti è stata accompagnata dall'impegno della Grecia ad attuare non solo misure correttive dei conti pubblici e riforme strutturali, ma anche una ristrutturazione del debito da realizzare mediante il coinvolgimento di un'ampia quota di creditori privati e volta a ridurre l'incidenza sul PIL dal 165 al 120 per cento entro il 2020. La revisione dei termini di rimborso ai creditori, concordata in marzo, ha previsto una riduzione del valore nominale degli strumenti di debito detenuti dagli investitori del 53,5 per cento: per ogni 100 euro di titoli di Stato greci, i creditori hanno ricevuto 15 euro in strumenti di debito emessi dall'EFSF e 31,50 euro in nuovo debito della Grecia. Anche gli interessi maturati sui vecchi titoli di Stato sono stati pagati con titoli dell'EFSF. Includendo l'effetto delle clausole di azione collettiva, l'adesione del settore privato all'accordo è stata pari a circa il 97 per cento (cfr. il riquadro: Il coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca, in Bollettino economico, n. 68, 2012).*

Nell'ambito del secondo piano di sostegno finanziario, fino alla metà di maggio la Grecia ha ricevuto in prestito dall'EFSF 72,9 miliardi: circa 30 come contributo alla ristrutturazione del debito; 4,8 per consentire il pagamento degli interessi sui titoli di Stato greci; 25,0 per la ricapitalizzazione delle banche greche e oltre 13 per il resto del programma. La Grecia ha inoltre ricevuto 1,7 miliardi dall'FMI.

Nei primi mesi del 2012 il programma di sostegno all'Irlanda è ammontato complessivamente a 13,8 miliardi, di cui 4,6 finanziati dall'EFSE, 4,5 dall'EFSM e circa 3,6 dall'FMI. Poco più di un miliardo è stato concesso all'Irlanda da Regno Unito e Danimarca sulla base di accordi bilaterali. Nello stesso periodo il Portogallo ha ricevuto 14,3 miliardi, di cui 6,0 dall'EFSM, circa 5,6 dall'FMI e 2,7 dall'EFSE.

Per finanziare i piani di sostegno del 2012 alla Grecia, all'Irlanda e al Portogallo, l'EFSF ha emesso nel corso di quest'anno (fino al 16 maggio) titoli a tasso fisso a lungo termine per oltre 43 miliardi e a breve termine per circa 20 miliardi. A questi, lo scorso aprile, si sono aggiunti 25,0 miliardi di titoli a tasso variabile trasferiti allo Hellenic Financial Stability Facility, serviti per la menzionata ricapitalizzazione delle banche greche.

In sintesi, nel 2011 sono stati erogati prestiti per 110,0 miliardi, di cui 74,9 da parte di paesi e istituzioni finanziarie europei e 35,1 da parte dell'FMI; di questi, 34,5 miliardi sono stati utilizzati per il sostegno finanziario dell'Irlanda, 34,0 per quello del Portogallo e 41,5 per quello della Grecia. Nella prima parte del 2012 sono stati concessi ulteriori prestiti per 102,7 miliardi, di cui 91,8 provenienti da paesi e istituzioni finanziarie europei e 10,9 dall'FMI. Il sostegno ha riguardato per 13,8 miliardi l'Irlanda, per 14,3 il Portogallo e per 74,6 la Grecia. Complessivamente sono stati pertanto erogati prestiti per poco più di 244 miliardi, a fronte di piani di sostegno che prevedono finanziamenti fino al 2016 per circa 391 miliardi (escludendo i 35,0 miliardi emessi in titoli dall'EFSF per l'attivazione dello schema di riacquisto finalizzato a sostenere la qualità dei titoli emessi o pienamente garantiti dalla Grecia e i 17,5 miliardi di risorse irlandesi che hanno finanziato il piano di sostegno dell'Irlanda).

*Le prospettive.* – In base alle previsioni pubblicate l'11 maggio dalla Commissione europea, nel 2012 l'indebitamento netto dell'area dell'euro diminuirebbe di ulteriori 0,9 punti percentuali, al 3,2 per cento del PIL.

*Riduzioni significative dell'indebitamento netto sono previste in Irlanda (4,8 punti, all'8,3 per cento del PIL), Cipro (2,9 punti, al 3,4 per cento), Slovenia (2,2 punti, al 4,3 per cento), Spagna (2,1 punti, al 6,4 per cento), Italia (1,9 punti, al 2,0 per cento) e Grecia (1,8 punti, al 7,3 per cento). Ampii peggioramenti del saldo si registrerebbero in Estonia (3,4 punti, da un avanzo dell'1,0 per cento del PIL a un disavanzo del 2,4) e Lussemburgo (1,2 punti, all'1,8 per cento). Il disavanzo si collocherebbe sul 3,0 per cento del PIL in Austria e in Belgio. Dei tre paesi sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dei quali il Consiglio della UE ha fissato il 2012 come termine per rientrare da tale condizione (Belgio, Cipro e Italia), solo Cipro continuerebbe ad avere un saldo superiore al 3 per cento del PIL.*

Per il 2013, a politiche di bilancio invariate, la Commissione europea stima un'ulteriore diminuzione del disavanzo dell'area, al 2,9 per cento. Nel biennio 2012-13 il saldo primario migliorerebbe di 1,4 punti, passando da un disavanzo dell'1,1 per cento del PIL a un avanzo dello 0,3. L'incidenza delle entrate sul PIL aumenterebbe di 0,8 punti; quella delle spese primarie correnti e delle spese in conto capitale diminuirebbe, rispettivamente, di 0,2 e 0,4 punti. Il debito continuerebbe a crescere, passando dall'88,0 per cento del PIL nel 2011 al 92,6 nel 2013.



## La riforma della governance europea

La crisi economica e finanziaria ha messo in evidenza alcuni aspetti problematici dell'assetto del governo economico della UE: le regole di bilancio europee non hanno garantito l'adozione di politiche prudenti nelle fasi favorevoli del ciclo economico per consolidare i conti pubblici; il sistema di sorveglianza multilaterale era privo di strumenti incisivi per la prevenzione e la correzione di squilibri macroeconomici; erano assenti meccanismi di intervento per situazioni di grave crisi finanziaria di uno Stato membro. Tali aspetti critici hanno portato a un ampio processo di riforma che è stato avviato nel marzo del 2010 e ha subito un'accelerazione tra la fine del 2011 e i primi mesi del 2012, soprattutto in conseguenza delle tensioni sul mercato dei titoli del debito sovrano di diversi paesi.

*Il semestre europeo.* – Nel 2011 ha trovato applicazione per la prima volta il semestre europeo, un nuovo ciclo di programmazione annuale dei bilanci pubblici comune a tutti i paesi della UE con l'obiettivo di rafforzare la coerenza delle politiche nazionali con gli indirizzi comunitari (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio* nella Relazione sull'anno 2010).

*Nel marzo del 2011 i Capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro, di Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania hanno sottoscritto il Patto euro plus volto a rafforzare il pilastro economico dell'Unione monetaria e a raggiungere un maggiore livello di coordinamento delle politiche economiche (cfr. il riquadro: Le decisioni del Consiglio europeo del 24 e 25 marzo 2011, in Bollettino economico, n. 64, 2011).*

*Le misure proposte nel novembre del 2011.* – Il 23 novembre 2011 la Commissione europea ha proposto due nuovi regolamenti, volti a rafforzare la sorveglianza economica sui paesi dell'area dell'euro, soprattutto quelli in situazione di disavanzo eccessivo o in gravi difficoltà finanziarie o che richiedono assistenza su base precauzionale. Le proposte, già esaminate dal Consiglio della UE del 24 gennaio 2012, sono ancora in fase di discussione.

*Il primo regolamento, contenente «disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro», definisce un calendario per la predisposizione dei documenti programmatici di bilancio a medio termine e prevede che la Commissione europea valuti i piani annuali per l'anno successivo. In presenza di una grave violazione del Patto di stabilità e crescita, la Commissione potrà richiedere la presentazione di un nuovo piano. Si prevede inoltre un più ampio monitoraggio per i paesi nei confronti dei quali è avviata una Procedura per i disavanzi eccessivi. A questi paesi vengono richiesti, a scadenze regolari, rapporti sullo stato di attuazione delle raccomandazioni del Consiglio.*

*Il secondo regolamento contiene disposizioni «sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria nella zona euro». In particolare, esso conferisce alla Commissione europea il potere di porre sotto sorveglianza rafforzata i paesi in difficoltà finanziaria, nonché di concertare con gli stessi e monitorare l'implementazione dei programmi macroeconomici di aggiustamento e la loro coerenza con la Procedura per i disavanzi eccessivi e con quella per gli squilibri macroeconomici eccessivi.*

*Le misure entrate in vigore nel dicembre del 2011 (six-pack).* – Il 13 dicembre scorso è entrato in vigore l'insieme di provvedimenti di riforma della governance europea proposto dalla Commissione europea nel settembre del 2010. Si tratta di cinque regolamenti e di una direttiva che rafforzano le regole di bilancio europee, introducono nuove procedure per la prevenzione, rilevazione e correzione di squilibri macroeconomici e stabiliscono requisiti minimi per il contesto istituzionale e le procedure di bilancio a livello nazionale.

Con la riforma dello scorso dicembre è stata rafforzata la parte del Patto di stabilità e crescita che riguarda la prevenzione degli squilibri di bilancio attraverso l'introduzione di un limite alla dinamica della spesa da considerare nell'ambito della valutazione relativa al conseguimento o al mantenimento dell'obiettivo di medio termine.

*Viene previsto che, per i paesi che hanno già raggiunto il proprio obiettivo di medio termine, il tasso di crescita annuale della spesa non debba superare quello di medio periodo del PIL potenziale, a meno che la maggior crescita della spesa non venga compensata da aumenti discrezionali delle entrate. Per gli altri paesi, la dinamica della spesa dovrà essere più bassa e tale da garantire un miglioramento del saldo strutturale di bilancio di almeno lo 0,5 per cento del PIL l'anno sino al raggiungimento dell'obiettivo di medio termine.*

*Per i paesi dell'area dell'euro che si discostino in maniera significativa e persistente dal sentiero di convergenza verso il proprio obiettivo di medio termine, viene introdotta una sanzione costituita da un deposito fruttifero pari allo 0,2 per cento del PIL.*

*Scostamenti temporanei sono ammessi in caso di eventi eccezionali al di fuori del controllo dei responsabili delle politiche economiche con rilevanti ripercussioni finanziarie, di severe recessioni economiche per l'intera area dell'euro e, sotto specifiche condizioni, qualora vengano realizzate importanti riforme strutturali con effetti di lungo periodo sulla sostenibilità dei conti pubblici.*

Nell'ambito delle procedure volte alla correzione degli squilibri di bilancio, il *six-pack* rende operativa la regola sul debito prevista dal Trattato di Maastricht, in base alla quale l'incidenza del debito sul prodotto deve essere inferiore al 60 per cento o, se superiore, deve diminuire a un ritmo adeguato.

*Per i paesi con un debito superiore al 60 per cento del prodotto, è stabilito che l'eccedenza del rapporto tra il debito e il PIL rispetto alla soglia diminuisca in media di un ventesimo all'anno nei tre anni che terminano con quello di valutazione oppure che, nelle previsioni della Commissione europea, tale riduzione sia attesa nel triennio che include l'anno di valutazione e i due successivi. Una riduzione inferiore non comporta l'avvio automatico della Procedura per disavanzi eccessivi in quanto si terrà conto dell'impatto del ciclo economico e di altri fattori rilevanti. Questi includono: (a) la struttura per scadenza e la denominazione in valuta del debito; (b) le garanzie pubbliche prestate, in particolare al settore finanziario; (c) le passività, sia esplicite sia implicite, derivanti dall'invecchiamento della popolazione; (d) il livello del debito privato e il rischio che questo possa tradursi in passività per le Amministrazioni pubbliche; (e) la composizione dell'attivo del bilancio pubblico; (f) l'entità e le componenti della differenza tra l'indebitamento netto e la variazione del debito.*

Nel caso di avvio della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dei paesi dell'area dell'euro viene introdotta una sanzione costituita da un deposito infruttifero. Sia nella parte preventiva sia in quella correttiva del Patto di stabilità e crescita l'imposizione delle sanzioni diviene più automatica: saranno adottate, su proposta della Commissione europea, a meno che una maggioranza qualificata del Consiglio esprima voto contrario (*reverse voting*); in precedenza era richiesta l'approvazione da parte di una maggioranza qualificata.

Riguardo agli squilibri macroeconomici, il *six-pack* ha introdotto una procedura di sorveglianza che prevede un meccanismo di allerta basato su un insieme di indicatori quantitativi (*scoreboard*) e relative soglie minime e massime di criticità. Gli indicatori sono analizzati in un Rapporto annuale della Commissione europea (*Alert Mechanism Report*).

*La Commissione può decidere di sottoporre un paese a un'analisi più approfondita dopo essersi consultata con il Consiglio della UE, il Parlamento europeo e lo European Systemic Risk Board. Qualora emergano rischi o eventuali squilibri, il Consiglio della UE rivolge al paese una raccomandazione.*

*Il 14 febbraio la Commissione europea ha pubblicato l'Alert Mechanism Report. Ogni paese è valutato sulla base di cinque indicatori di squilibri esterni e di competitività e cinque indicatori di squilibri interni (cfr. il capitolo 12: La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero); sono inoltre considerati ulteriori aspetti che riguardano, tra l'altro, la situazione macroeconomica dei paesi e quella dei mercati finanziari.*

*La Commissione ha rilevato due principali tendenze: in primo luogo, sebbene in alcuni paesi gli squilibri commerciali siano rimasti elevati, si è assistito durante la crisi a una loro generale riduzione*

attribuibile all'andamento del ciclo economico piuttosto che a motivi di tipo strutturale; in secondo luogo, molti paesi continuano a registrare elevati livelli di debito privato, nonostante si distinguano a seconda del settore responsabile dello squilibrio. La Commissione ha deciso di sottoporre ad analisi più approfondite sette paesi dell'area dell'euro (Belgio, Cipro, Finlandia, Francia, Italia, Slovenia e Spagna) e cinque paesi esterni all'area (Bulgaria, Danimarca, Regno Unito, Svezia e Ungheria). Sono emersi soprattutto problemi connessi con l'elevato debito complessivo e la perdita di competitività.

In caso di squilibri particolarmente gravi, tali da compromettere il corretto funzionamento della UEM, può essere avviata una Procedura per squilibrio macroeconomico. Quest'ultima può condurre all'imposizione di una sanzione sotto forma di deposito fruttifero, che viene convertito in multa in caso di inosservanza reiterata delle raccomandazioni del Consiglio. Entrambe le sanzioni sono adottate dal Consiglio su raccomandazione della Commissione in base alla regola del *reverse voting* con maggioranza qualificata.

*Il six-pack include infine una direttiva, a cui i paesi della UE devono conformarsi entro la fine del 2013, che stabilisce requisiti minimi per le procedure di bilancio nazionali. Essi riguardano la qualità, la completezza e la tempistica delle statistiche e della contabilità pubblica, delle previsioni, delle regole di bilancio numeriche e della programmazione di medio periodo. Viene sottolineata l'importanza di disporre di un quadro completo e trasparente dei conti pubblici.*

*Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria.* – Nel Consiglio europeo del 2 marzo 2012 è stato sottoscritto da tutti i paesi della UE, con l'eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca, il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria, che entrerà in vigore al più tardi il 1° gennaio 2013 se ratificato da almeno dodici paesi dell'area dell'euro.

Il Trattato, nella parte nota come *fiscal compact*, impegna i paesi firmatari a inserire nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale ed entro un anno dalla sua entrata in vigore, una norma che preveda il raggiungimento e mantenimento del pareggio o di un avanzo di bilancio in termini strutturali e un meccanismo automatico di correzione in caso di scostamento, elaborato sulla base di principi comuni proposti dalla Commissione. Il disavanzo in termini strutturali non può essere superiore allo 0,5 per cento del PIL; può raggiungere l'1,0 per cento solo se il rapporto tra il debito e il prodotto è ampiamente inferiore al 60 per cento e se i rischi per la sostenibilità di lungo periodo dei conti pubblici sono limitati.

*La Commissione europea è chiamata a verificare che i paesi inseriscano negli ordinamenti nazionali la norma sul saldo di bilancio e il relativo meccanismo di correzione e a redigere un apposito rapporto. Qualora un paese risultasse inadempiente, uno o più Stati membri potrebbero ricorrere alla Corte di giustizia europea per un parere vincolante. Nel caso in cui il paese inadempiente non prendesse le necessarie misure, la Corte di giustizia potrebbe imporre una multa non superiore allo 0,1 per cento del PIL. All'interno di ciascun paese, l'introduzione e l'applicazione della norma dovranno essere vigilate da una istituzione nazionale indipendente. In Italia, il principio del pareggio di bilancio è stato introdotto nella Costituzione lo scorso aprile ed entrerà in vigore dal 2014 (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica).*

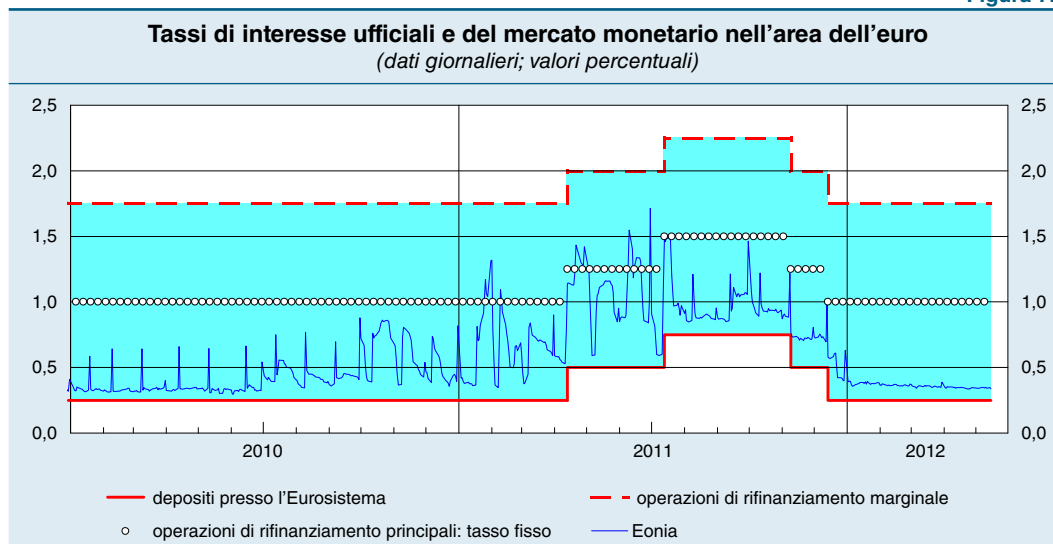
Il *fiscal compact* inoltre estende l'applicazione del meccanismo di *reverse voting* a tutte le fasi della Procedura per i disavanzi eccessivi per le quali tale meccanismo non era stato ancora introdotto dal *six-pack*, compreso l'avvio della stessa, nel caso non sia rispettato il criterio del disavanzo.

*Il Trattato prevede inoltre che i paesi che versano in una situazione di disavanzo eccessivo debbano presentare alla Commissione e al Consiglio un dettagliato programma di riforme strutturali volte a correggere rapidamente e in modo duraturo lo squilibrio. Infine, viene affidato un ruolo di rilievo agli incontri dei Capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro (Eurosummit) per il coordinamento delle politiche economiche e rafforzato il ruolo del Parlamento europeo e quello dei Parlamenti nazionali.*

## 7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nella prima parte del 2011, in un contesto di lieve miglioramento del quadro congiunturale dell'area e di aumento delle pressioni sui prezzi connesso con i forti rincari delle materie prime (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*), il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE), pur mantenendo condizioni monetarie estremamente accomodanti, ha aumentato, nelle riunioni di aprile e di luglio, i tassi ufficiali complessivamente di 50 punti base, rispetto al minimo storico raggiunto nella primavera del 2009. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è stato portato all'1,5 per cento (fig. 7.1).

Figura 7.1



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Nel corso dell'estate il brusco ridimensionamento delle prospettive di crescita dell'economia globale, il lento procedere delle politiche volte al contrasto della crisi nell'ambito dell'Unione europea e le incertezze associate all'annuncio del coinvolgimento del settore privato nella strategia di soluzione della crisi greca hanno dato l'avvio a nuove tensioni sui mercati finanziari, in particolare sui titoli del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro; tali tensioni hanno investito direttamente anche l'Italia e la Spagna (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Il peggioramento delle valutazioni sul merito di credito degli emittenti sovrani si è esteso anche alle banche dei rispettivi paesi, la cui raccolta sui mercati internazionali è divenuta più costosa e si è rapidamente inaridita.

In questo contesto, tra agosto e ottobre, il Consiglio direttivo della BCE, con l'obiettivo di sostenere la liquidità degli intermediari e salvaguardare la trasmissione della politica monetaria, ha annunciato che avrebbe continuato a fornire liquidità mediante aste con soddisfacimento illimitato della domanda almeno fino alla metà

del 2012; ha esteso la durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) fino a un anno; ha riavviato gli acquisti di titoli di Stato nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP); ha adottato un nuovo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (Covered Bond Purchase Programme 2, CBPP2).

In novembre la situazione dei mercati finanziari è peggiorata significativamente. Si è accentuata la disomogeneità delle condizioni monetarie nei paesi dell'area: l'intensificarsi dei deflussi di capitali dai paesi più colpiti dalla crisi e una più netta segmentazione dei mercati di raccolta lungo i confini nazionali hanno aumentato i rischi di una crisi di finanziamento delle banche di portata sistemica, che avrebbe determinato una forte restrizione del credito all'economia, con gravi conseguenze sul quadro macroeconomico e sulle prospettive per i prezzi nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

A novembre e a dicembre il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di interesse ufficiali per complessivi 50 punti base, portando quello fisso sulle ORP all'1,0 per cento. All'inizio di dicembre ha introdotto nuove misure per sostenere con decisione la liquidità: sono state annunciate due nuove ORLT con durata pari a tre anni e piena aggiudicazione degli importi richiesti; è stata ampliata la gamma di attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento; è stato ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2,0 all'1,0 per cento. Attraverso le due operazioni a tre anni, condotte nell'ultima parte di dicembre e a fine febbraio, l'Eurosistema ha immesso nel sistema bancario dell'area fondi per circa 1.000 miliardi di euro (oltre 500 al netto della minore domanda in altre operazioni a più breve termine) che hanno raggiunto direttamente un numero elevato di banche.

Queste misure hanno scongiurato il rischio di una crisi sistemica. Insieme ai provvedimenti presi in diversi paesi per stabilizzare le prospettive delle finanze pubbliche e avviare riforme favorevoli alla crescita – tra cui molto rilevanti sono quelli adottati dal Governo italiano – ai progressi nella governance europea e all'accordo sulla ristrutturazione del debito greco, gli interventi monetari hanno contribuito a innalzare la fiducia degli intermediari e a rianimare gli scambi (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012). La trasmissione della politica monetaria è tornata a essere più uniforme. La liquidità ha circolato all'interno dell'area, influenzando il funzionamento dei mercati, i rendimenti e, in prospettiva, rimuovendo gli ostacoli alla normalizzazione delle condizioni di offerta del credito.

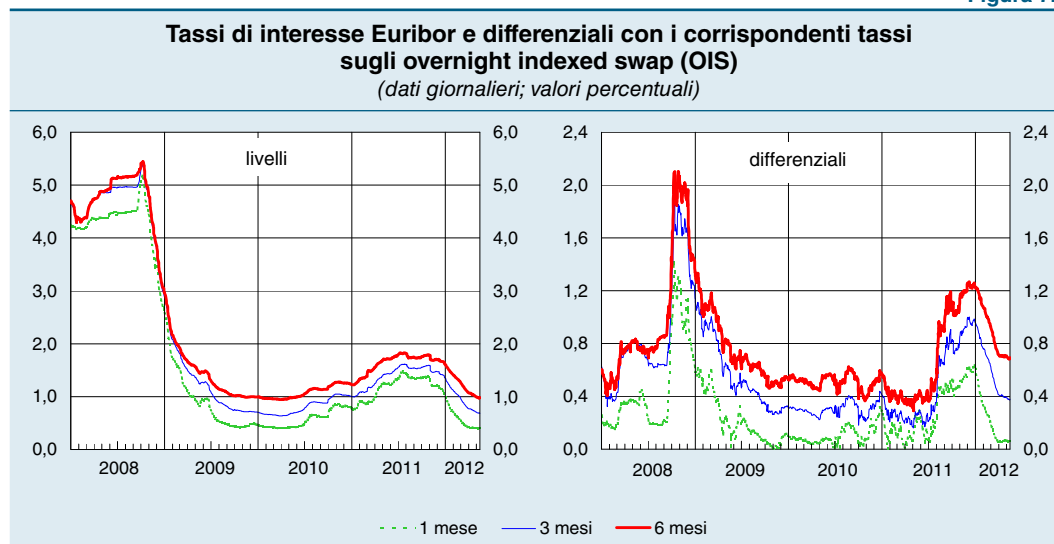
Nuove tensioni sono tuttavia emerse dalla metà di marzo di quest'anno; riflettono i timori di una spirale negativa tra bassa crescita, peggioramento dello stato delle finanze pubbliche e debolezza del settore bancario in alcuni paesi. In maggio sono state rafforzate dallo stallo politico in Grecia dopo le elezioni e dai rischi derivanti da tale situazione per l'area dell'euro nel suo insieme.

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

*I tassi di interesse a breve termine.* – Per tutto il 2011 i tassi di interesse a breve termine in euro sono rimasti molto bassi in termini nominali e negativi in termini reali. Nella prima metà dell'anno è proseguito il graduale aumento dei tassi di interesse del mercato monetario iniziato nella seconda parte del 2010; vi hanno contribuito il rialzo di 50 punti base dei tassi ufficiali attuato dal Consiglio direttivo tra aprile e luglio e il progressivo riassorbimento della liquidità in eccesso. Nella prima settimana di luglio

il tasso di interesse sui prestiti non garantiti (Euribor) a tre mesi ha raggiunto l'1,6 per cento (dall'1,0 nel dicembre 2010); il differenziale con l'overnight indexed swap (OIS) di pari scadenza, che fornisce una misura dei premi per il rischio sul mercato interbancario, è diminuito a 20 punti base (da 40; fig. 7.2).

Figura 7.2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Nella seconda metà dell'anno le tensioni sui mercati del debito sovrano si sono significativamente acuite estendendosi anche al mercato interbancario. Il calo della fiducia tra gli operatori si è rapidamente riflesso in un innalzamento dei premi per il rischio. Nonostante la riduzione di 50 punti base dei tassi ufficiali tra novembre e dicembre, alla fine del 2011 l'Euribor a tre mesi si situava sui valori prossimi a quelli di metà anno; il differenziale con l'OIS di pari durata era risalito a 100 punti base.

A seguito delle misure decise dal Consiglio direttivo nell'ultima parte dello scorso anno, e in particolare dell'abbondante immissione di liquidità attraverso le due operazioni di rifinanziamento a tre anni (cfr. il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*), nei primi mesi del 2012 le tensioni sul mercato interbancario si sono notevolmente attenuate. L'Euribor a tre mesi è diminuito allo 0,7 per cento; il differenziale con l'OIS di pari durata si è più che dimezzato, portandosi a circa 40 punti base; i divari tra i tassi overnight sui mercati nazionali e il tasso Eonia, che in alcuni paesi dell'area avevano raggiunto in novembre livelli superiori al punto percentuale, si sono annullati.

Nel primo trimestre del 2011 il tasso reale a breve termine aveva raggiunto il valore più basso dall'avvio della terza fase della UEM (-1,6 per cento); a marzo del 2012 si attestava al -1,4 per cento.

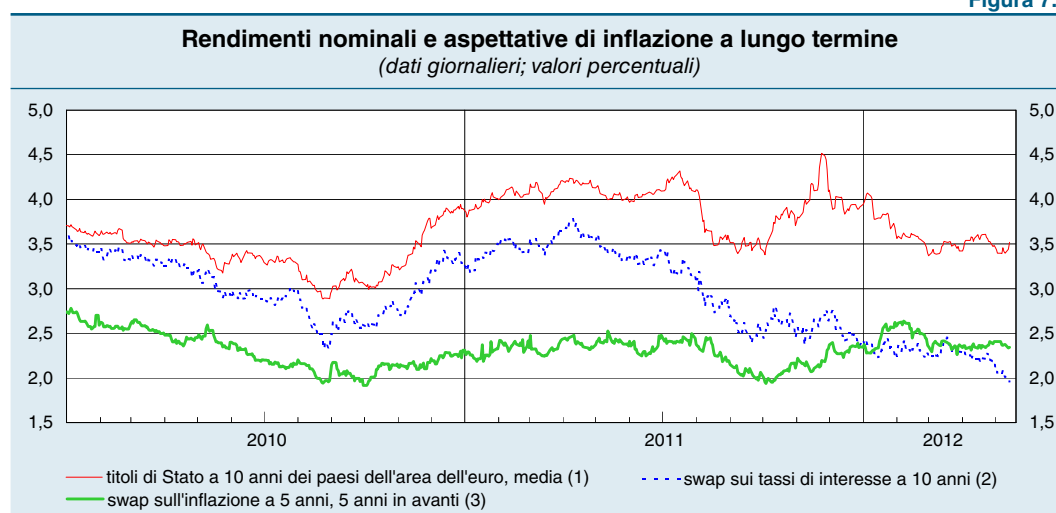
*I rendimenti a lungo termine.* – I tassi di interesse a lungo termine in euro, misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni, sono saliti al 3,7 per cento nella prima parte del 2011, per effetto del miglioramento delle prospettive di crescita e dell'aumento delle aspettative di inflazione nell'area; sono ridiscesi a partire dall'estate, riflettendo il peggioramento del quadro congiunturale, portandosi al 2,4 per cento alla fine dell'anno (fig. 7.3).

I rendimenti sui titoli di Stato hanno mostrato maggiori oscillazioni, connesse con il riemergere della sfiducia degli investitori sulle prospettive del debito sovrano. I diffe-



renziali tra i rendimenti sui titoli di alcuni paesi dell'area e quelli tedeschi sono significativamente aumentati nel corso dell'anno. A partire dall'estate le tensioni hanno investito, oltre ai mercati del debito sovrano della Grecia, dell'Irlanda e del Portogallo, anche quelli italiani e spagnoli (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*); in novembre i differenziali di rendimento tra i titoli di questi ultimi due paesi e quelli tedeschi hanno toccato i valori massimi dall'adozione della moneta unica (rispettivamente 550 e 470 punti base).

Figura 7.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2010. – (2) Rendimento fisso dei contratti swap di interesse a 10 anni. – (3) Rendimento fisso a 5 anni, 5 anni in avanti, implicito nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a 5 e 10 anni.

Nella media dell'area, queste tensioni si sono tradotte in un significativo aumento del rendimento sui titoli pubblici decennali. Con l'acuirsi della crisi il tasso medio sui titoli di Stato dell'area ha raggiunto un massimo alla fine di novembre. È poi diminuito tra l'ultima parte dell'anno e i primi mesi del 2012, quando le misure adottate dall'Eurosistema e dai governi dei paesi più esposti alla crisi, unitamente ai progressi nella governance europea e all'accordo sulla ristrutturazione del debito greco, hanno contribuito a ristabilire condizioni più distese in questi mercati (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*).

Dalla metà di marzo le tensioni sono tuttavia tornate ad aumentare. Alla metà di maggio il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi si collocava a circa 440 punti base; quello tra i titoli spagnoli e quelli tedeschi registrava un nuovo massimo a 490 punti base.

Nel 2011 le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. I rendimenti dei contratti swap sul tasso di inflazione dell'area tra i cinque e i dieci anni in avanti, che includono anche un premio per il rischio, hanno oscillato attorno al 2,3 per cento. Indicazioni analoghe emergono dai sondaggi effettuati da Consensus Economics e dalla *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE.

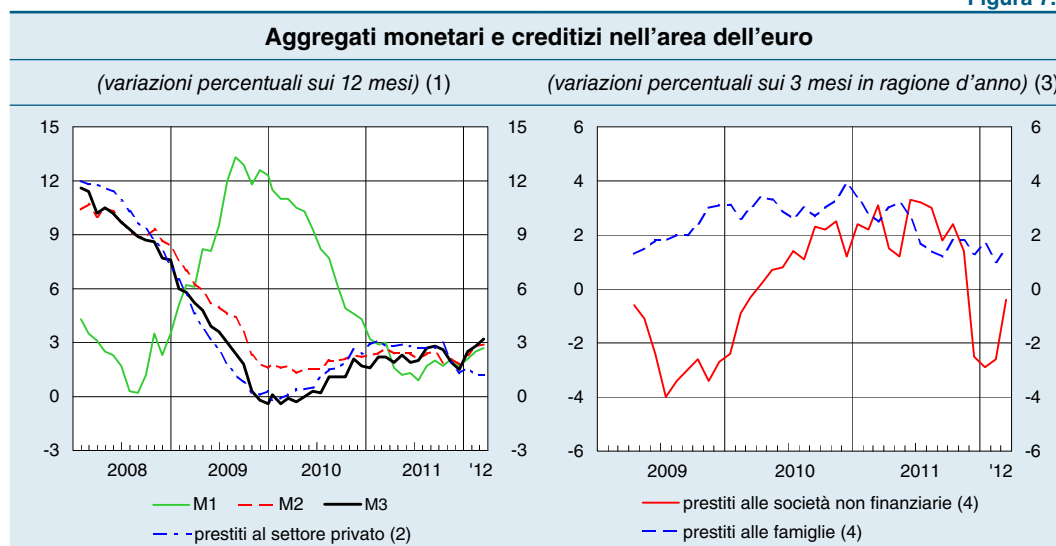
*Il cambio dell'euro.* – Fino alla primavera del 2011 la maggiore redditività delle attività a breve termine denominate in euro, unitamente alle attese di un diverso orientamento delle politiche monetarie dell'Eurosistema e della Riserva federale, avevano favorito un rafforzamento della valuta dell'area (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*); tra l'inizio dell'anno scorso e la fine di

aprile l'euro si è apprezzato dell'11,3 per cento nei confronti del dollaro statunitense e del 5,3 per cento in termini effettivi nominali. Questa tendenza si è interrotta in maggio e si è invertita dall'estate, quando il progressivo acuirsi delle tensioni nell'area si è accompagnato a un forte indebolimento dell'euro. A metà maggio del 2012 il cambio nei confronti del dollaro si era deprezzato del 3,9 per cento rispetto all'inizio del 2011; quello in termini effettivi nominali del 3,4 per cento.

### La moneta e il credito

*La moneta.* – Il ritmo di espansione della moneta M3 si è mantenuto molto contenuto per tutto il 2011; è sceso fino all'1,5 per cento sui dodici mesi in dicembre (fig. 7.4). Tali andamenti hanno riflesso la dinamica negativa registrata nei paesi più colpiti dalle tensioni finanziarie, che ha risentito della diminuzione dei depositi bancari delle imprese a fronte delle inasprite condizioni di accesso al credito, della riduzione del ricorso a operazioni interbancarie garantite condotte mediante controparti centrali (incluse dal punto di vista statistico nella M3) nonché, in alcuni paesi, dello spostamento di fondi da parte dei settori detentori di moneta verso attività finanziarie alternative. Il tasso di crescita della M3 è stato viceversa positivo nei paesi meno colpiti dalla crisi.

Figura 7.4



Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati di fine mese, corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. Il settore privato è costituito da famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. – (3) Variazioni calcolate sulla base di dati di fine mese, destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (4) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; dati disponibili da gennaio 2009.

*Il credito.* – La crescita dei prestiti bancari al settore privato, rimasta stabile su valori prossimi al 2,8 per cento sui dodici mesi fino a ottobre del 2011, è fortemente diminuita negli ultimi due mesi dell'anno, collocandosi in dicembre all'1,3 per cento; si è poi mantenuta su questo livello anche nel primo trimestre del 2012 (all'1,2 per cento a marzo del 2012).

Tali andamenti hanno riflesso sia la dinamica dei prestiti alle famiglie, sia, soprattutto, quella dei finanziamenti alle società non finanziarie. In termini congiunturali, il tasso di variazione sui tre mesi di questi ultimi è diminuito rapidamente dall'estate, è divenuto



negativo in dicembre (-2,5 per cento, al netto della stagionalità e in ragione d'anno; fig. 7.4) e si è ripreso in marzo. Per i prestiti alle famiglie il tasso di crescita sui tre mesi, pur riducendosi nel corso dell'anno, si è mantenuto positivo (1,3 per cento a dicembre).

Anche l'andamento del credito ha mostrato una forte eterogeneità tra i paesi dell'area. La crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese e alle famiglie è risultata negativa per tutto il 2011 in Grecia, Irlanda e Spagna e, nell'ultima parte dell'anno, in Portogallo. Nei restanti paesi la dinamica del credito a questi due settori dell'economia, pur mantenendosi positiva su base annua, si è bruscamente ridotta nello scorcio dell'anno, in particolar modo in Italia dove la crescita su base congiunturale dei prestiti alle società non finanziarie è diventata negativa (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

L'andamento del credito alle imprese e alle famiglie ha risentito sia di fattori di domanda – soprattutto la minore richiesta di finanziamento degli investimenti fissi e di mutui, in conseguenza della debolezza congiunturale e del mercato immobiliare – sia, soprattutto negli ultimi mesi dell'anno, di fattori di offerta. Nella seconda parte dell'anno l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) ha segnalato un significativo irrigidimento dei criteri adottati nell'erogazione dei prestiti. La restrizione, registrata in diversi paesi dell'area, ha riflesso sia il peggioramento della posizione di liquidità e le difficoltà di accesso delle banche al finanziamento sul mercato, sia il deterioramento delle aspettative sull'evoluzione economica. L'irrigidimento delle politiche creditizie si è tradotto in un aumento dei margini di interesse e, nell'ultimo trimestre dell'anno, anche in una riduzione della disponibilità di credito.

La stessa indagine ha segnalato che il grado di restrizione delle condizioni di offerta si è sensibilmente attenuato nel primo trimestre del 2012, grazie soprattutto al miglioramento della situazione di liquidità e della capacità di raccolta sul mercato delle banche a cui hanno contribuito le due ORLT a tre anni.

Il costo del credito è aumentato significativamente nel corso del 2011, riflettendo le tensioni sui mercati finanziari. Il tasso di interesse sui prestiti a breve termine alle imprese è aumentato di circa 80 punti base; quello sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni di 40 punti. La risalita dei tassi si è interrotta nei primi mesi del 2012; in marzo i due tassi si collocavano, rispettivamente, al 4,2 e al 3,6 per cento.

*Secondo nostre analisi econometriche, le tensioni sui mercati del debito sovrano – misurate dal differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni e quello dei contratti swap di interesse di pari scadenza in euro – avrebbero esercitato un impatto significativo sul costo dei nuovi prestiti a tasso variabile alle imprese e alle famiglie. Esercizi controfattuali indicano che, in assenza delle tensioni avviate nella primavera del 2010, a dicembre dello scorso anno nei paesi che sono stati maggiormente investiti dalla crisi il costo dei prestiti concessi alle imprese sarebbe stato in media inferiore di circa 130 punti base rispetto a quello osservato (in un intervallo compreso tra 50 e 190 punti base a seconda del paese); quello dei mutui a tasso variabile di circa 60 punti base.*

*Analisi più specifiche condotte sull'Italia, basate su un campione caratterizzato da maggiore profondità storica, confermano questi risultati. Esse segnalano che i tassi applicati in Italia sui prestiti alle imprese e alle famiglie nell'ultima parte del 2011 sono risultati superiori di oltre 1,5 punti percentuali e di circa un punto, rispettivamente, a quanto si sarebbe registrato in assenza delle tensioni osservate sul mercato dei titoli di Stato a partire dall'aprile del 2010.*

### ***Le operazioni di politica monetaria***

Nel corso del 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha continuato ad affiancare alla manovra dei tassi di interesse ufficiali il ricorso ad altri strumenti di politica

monetaria, la cui portata è stata ulteriormente rafforzata dalle decisioni adottate nella seconda parte dell'anno.

Le operazioni di rifinanziamento hanno continuato a essere effettuate con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Nella prima parte dell'anno il miglioramento delle condizioni del mercato monetario ha determinato una riduzione della domanda di finanziamenti. In questo periodo l'ammontare di fondi depositati dagli istituti di credito sulla deposit facility presso le banche centrali dell'Eurosistema, che fornisce una misura dell'eccesso di liquidità, è stato contenuto (circa 34 miliardi di euro, in media, nella prima metà dell'anno; tav. 7.1 e fig. 7.5); il tasso Eonia si è mantenuto in media circa 30 punti base al di sotto di quello sulle ORP, seppure con ampie oscillazioni.

**Tavola 7.1**

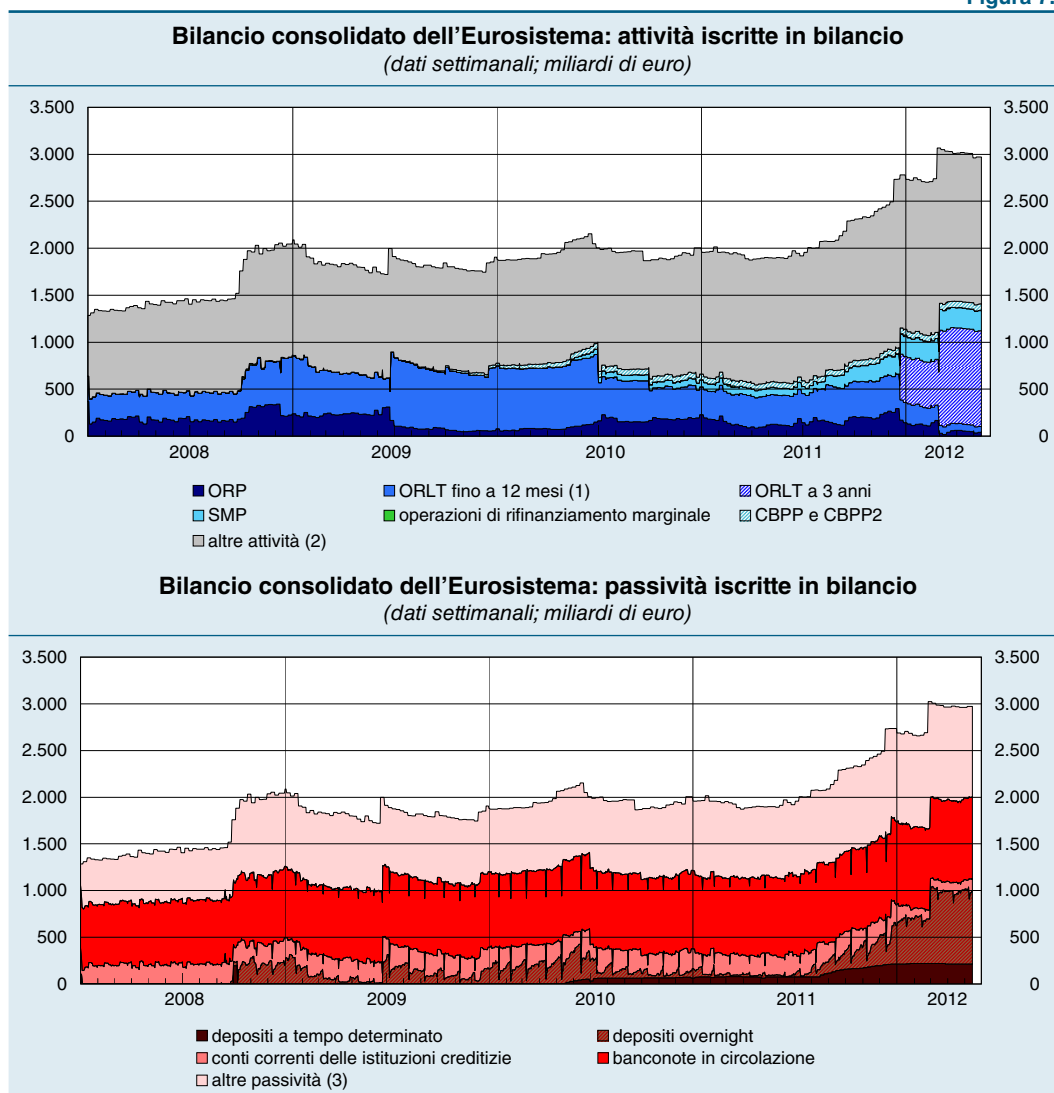
<b>Operazioni di politica monetaria e tassi di interesse del mercato monetario</b> (dati medi giornalieri per il periodo indicato)					
VOCI	8 dic. 2009 15 giu. 2010	16 giu. 2010 7 dic. 2010	8 dic. 2010 14 giu. 2011	15 giu. 2011 13 dic. 2011	14 dic. 2011 8 mag. 2012
<b>Operazioni di rifinanziamento principali</b>					
Volumi (1)					
Area dell'euro	78,0	171,9	139,7	180,6	99,9
Italia	1,8	6,7	8,5	36,1	27,8
Quota Italia (2)	2,3	3,9	6,1	20,0	27,8
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	85	137	203	181	117
Italia	5	17	26	34	28
<b>Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine</b>					
Volumi (3)					
Area dell'euro	662,5	417,0	321,6	364,4	859,4
Italia	25,1	24,9	29,7	54,5	201,8
Quota Italia (2)	3,8	6,0	9,2	15,0	23,5
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	34	83	131	110	141
Italia	3	12	24	25	25
<b>Operazioni su iniziativa delle controparti (4)</b>					
Rifinanziamento marginale					
Area dell'euro	0,5	0,7	1,5	1,6	3,0
Italia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Depositi overnight presso l'Eurosistema					
Area dell'euro	201,7	93,3	34,2	142,9	601,3
Italia	3,0	0,6	0,5	1,3	14,8
<b>Riserve in eccesso (5)</b>					
Area dell'euro	0,56	0,58	0,72	1,47	4,04
Italia	0,22	0,19	0,16	0,38	1,13
<b>Tassi di interesse del mercato monetario</b>					
Eonia	0,35	0,51	0,79	0,94	0,38
Differenziale Eonia-tasso ORP (6)	-65,4	-48,7	-29,1	-47,2	-62,0
Volatilità del differenziale					
Eonia-tasso ORP (7)	6,6	15,7	24,3	19,9	6,1

Fonte: BCE e Banca d'Italia

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) mediante operazioni di rifinanziamento principali; miliardi di euro. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine a 3, 6, 12 e 36 mesi e con scadenza pari alla durata del periodo di mantenimento; miliardi di euro. – (4) Consistenza media giornaliera; miliardi di euro. – (5) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso. – (6) Media giornaliera del differenziale fra tasso Eonia e tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali; punti base. – (7) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali; punti base.

A partire dall'estate il quadro è cambiato bruscamente a seguito dell'intensificarsi delle tensioni nel mercato del debito sovrano e della loro estensione anche all'Italia e alla Spagna. L'incertezza ha contagiato il settore bancario, provocando difficoltà nella raccolta e un rischio di restrizione creditizia. La trasmissione regolare e omogenea della politica monetaria era messa a repentaglio.

Figura 7.5



Fonte: BCE.

(1) Include le operazioni con durata speciale pari al periodo di mantenimento e le ORTL con scadenza pari a 3, 6 e 12 mesi. – (2) Include oro, attività in valuta estera e altre voci di entità minore. – (3) Include conti di rivalutazione, passività in valuta estera, capitale, riserve e altre voci di entità minore.

In agosto il Governo italiano e quello spagnolo hanno annunciato ulteriori misure sul fronte del consolidamento delle finanze pubbliche e sul versante delle riforme strutturali. Il Consiglio direttivo ha ripreso gli acquisti di titoli nell'ambito dell'SMP, rimasto inattivo da marzo del 2011. Tale programma era stato introdotto nel maggio del 2010 per sostenere la liquidità in segmenti di mercato particolarmente colpiti dalla crisi e salvaguardare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2010). Alla fine dell'anno l'ammontare dei titoli acquistati nell'ambito dell'SMP ha raggiunto

212 miliardi di euro (da 77 a fine marzo; fig. 7.5). La liquidità immessa nel mercato con tali operazioni è sterilizzata mediante la raccolta di depositi a tempo determinato della durata di sette giorni. La riattivazione del programma ha favorito una riduzione della volatilità dei rendimenti e dei differenziali denaro-lettera sul mercato dei titoli di Stato, pur non ripristinando le condizioni prevalenti prima dell'estate.

Il Consiglio direttivo ha inoltre annunciato, sempre in agosto, un'operazione a più lungo termine con durata pari a sei mesi e, in ottobre, due operazioni con durata pari a un anno (condotte con soddisfacimento integrale della domanda e a un tasso pari alla media di quello applicato alle ORP nell'arco della loro durata). Sempre in ottobre, è stato deciso l'avvio di un secondo programma di acquisti di obbligazioni bancarie garantite per un ammontare indicativo di 40 miliardi di euro (Covered Bond Purchase Programme 2, CBPP2). In questa fase sono inoltre state reintrodotte le operazioni in valuta a tre mesi (in aggiunta a quelle settimanali, condotte durante tutto l'anno) e, successivamente, sono state rese meno onerose le condizioni di accesso a tali fondi.

In novembre le tensioni finanziarie nell'area dell'euro si sono ulteriormente aggravate, con il rischio che prendesse avvio una crisi sistemica di raccolta per le banche e una conseguente grave restrizione del credito. Nella riunione tenutasi all'inizio di dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di: (a) effettuare due operazioni di rifinanziamento a lungo termine, con durata pari a tre anni (anch'esse condotte con pieno soddisfacimento della domanda, a un tasso pari a quello medio applicato alle ORP nell'arco della loro durata e con opzione di rimborso anticipato dopo un anno); (b) ampliare i requisiti di stanziabilità delle garanzie, per assicurare che la liquidità raggiungesse tutte le banche; (c) dimezzare il coefficiente di riserva obbligatoria, all'1,0 per cento.

Nella prima operazione a tre anni, condotta il 21 dicembre, l'Eurosistema ha fornito al sistema bancario dell'area finanziamenti per un totale di 489 miliardi di euro; tenuto conto della minore domanda alle altre operazioni a più breve termine, l'immissione netta di liquidità è stata pari a circa 210 miliardi (tav. 7.2). Il 29 febbraio è stata effettuata la seconda operazione nella quale sono stati assegnati fondi per 530 miliardi (circa 310 netti). I finanziamenti erogati dalla Banca d'Italia alle sue controparti nelle due operazioni sono stati pari, rispettivamente, a 116 e 139 miliardi (circa 60 e 80 netti). Alla metà di maggio la liquidità immessa attraverso queste due operazioni costituiva il 91 per cento del rifinanziamento totale fornito dall'Eurosistema (circa 1.100 miliardi di euro) contro il 6 delle altre ORLT, con durata fino a un anno, e il 3 delle ORP (fig. 7.5).

Tavola 7.2

Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a 3 anni (miliardi di euro)				
ORLT a 3 anni del	Area dell'euro		Italia (1)	
	Fondi erogati	Numero di partecipanti	Fondi erogati	Numero di partecipanti
21 dicembre 2011	489	523	116	74
29 febbraio 2012	530	800	139	112

Fonte: BCE e Banca d'Italia.  
(1) Rifinanziamento a 3 anni erogato dalla Banca d'Italia alle controparti bancarie operanti nel nostro Paese.

L'ampliamento delle attività stanziabili a garanzia presso l'Eurosistema ha mirato ad assicurare che le banche fossero dotate di sufficiente collaterale per far fronte agli ele-

vati impegni di rifinanziamento previsti per il 2012 e a facilitare l'accesso alla liquidità da parte degli istituti di credito di dimensioni minori, particolarmente rilevanti per il finanziamento delle piccole e medie imprese. A tale scopo sono stati ridotti i requisiti di rating per alcuni tipi di *asset-backed securities* ed è stato stabilito che le banche centrali nazionali (BCN) possano accettare, sotto la propria responsabilità e con l'approvazione dei criteri da parte del Consiglio direttivo, alcune tipologie aggiuntive di prestiti bancari come collaterale. La selezione delle nuove garanzie avviene sulla base di criteri di idoneità e misure di controllo dei rischi particolarmente severi, in grado di preservare la solidità del bilancio dell'Eurosistema.

*Un primo gruppo di schemi per i crediti aggiuntivi, presentati dalla Banca d'Italia e da altre sei BCN, è stato approvato dal Consiglio direttivo il 9 febbraio 2012. In seguito a tale decisione la Banca d'Italia ha stabilito che, in via temporanea, possono essere inseriti nel collateral pool prestiti delle banche italiane con probabilità di insolvenza del debitore non superiore all'1,0 per cento (rispetto allo 0,4 ammesso in via ordinaria). La valutazione del merito di credito può essere effettuata anche mediante il sistema di valutazione interno della Banca d'Italia (che si aggiunge alle fonti di valutazione ordinarie: agenzie di rating e sistemi di rating interni delle banche). Sono stati inoltre ammessi tra le attività stanziabili i prestiti sotto forma di leasing finanziario e factoring pro soluto, nonché i crediti garantiti dalla SACE. Le garanzie aggiuntive presentate ammontano a cinque miliardi alla fine di aprile; si prevede che il loro utilizzo possa diffondersi ulteriormente tra le controparti di politica monetaria.*

*A partire dal dicembre del 2011 il volume delle attività stanziabili dalle controparti italiane nelle operazioni di politica monetaria è aumentato anche a seguito della decisione del Governo di concedere, fino a giugno del 2012, la garanzia dello Stato su passività bancarie di nuova emissione, a fronte del pagamento di una commissione definita in funzione delle caratteristiche di ciascun emittente (cfr. il capitolo 19: L'azione di vigilanza). La garanzia è concessa sulla base di una valutazione, da parte della Banca d'Italia, dell'adeguatezza patrimoniale dell'emittente, nonché della sua capacità di far fronte agli obblighi assunti. Alla fine di aprile le obbligazioni bancarie garantite dallo Stato ammontavano a 87 miliardi ed erano contabilizzate nel collateral pool, al netto degli scarti di garanzia, per circa 77 miliardi. Il provvedimento è analogo a quelli adottati nell'ottobre del 2008 dai maggiori paesi dell'area dell'euro dopo il dissesto di Lehman Brothers. Esso è conforme alla disciplina delle garanzie pubbliche nazionali concesse a favore delle passività bancarie di nuova emissione entrata in vigore il 1° gennaio 2012 in tutti i paesi della UE nell'ambito di un piano di azione comune volto ad attenuare le difficoltà di raccolta di fondi delle banche europee.*

La riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria, attuata in gennaio, ha aumentato la disponibilità di riserve libere di circa 100 miliardi per il sistema bancario dell'area e di circa 12 per quello italiano.

Nell'aggregato la liquidità immessa nel sistema si è necessariamente tradotta in un pari aumento dei fondi detenuti dalle banche sulla deposit facility presso l'Eurosistema. La gran parte dei fondi sono tuttavia stati depositati da intermediari diversi da quelli a cui erano stati concessi. Ciò indica che la liquidità non è rimasta inattiva, ma è circolata all'interno dell'area dell'euro influenzando positivamente anche altri segmenti del mercato finanziario.

*In prospettiva, il miglioramento delle condizioni nel mercato monetario e in quello dei capitali, il rientro dei rischi di raccolta e la disponibilità di un ampio ammontare di liquidità si dovranno riflettere sulle condizioni di offerta del credito. Questo effetto è di valutazione non immediata, sia a causa dei tempi necessari alla trasmissione delle decisioni di politica monetaria, sia perché la dinamica del credito risente anche della debolezza della domanda e della valutazione del merito di credito dei prenditori, che resteranno molto rilevanti nel prossimo futuro. Con riferimento all'Italia, alcuni primi segnali favorevoli sulla disponibilità di credito provengono – oltre che dalle risposte delle banche italiane nella BLS (cfr. il capitolo 17: L'attività delle banche e degli intermediari finanziari) – dai sondaggi presso le imprese, secondo i quali nei primi mesi del 2012 la percentuale netta di società non finanziarie indicanti maggiori difficoltà di finanziamento ha registrato una marcata riduzione rispetto ai massimi raggiunti nello scorcio del 2011. Nel primo trimestre di quest'anno si è inoltre osservato un calo, anche se lieve, dei tassi di interesse sui prestiti alle imprese, dopo i forti aumenti registrati nella seconda parte del 2011.*

La dimensione dei bilanci delle principali banche centrali è ulteriormente aumentata nel 2011 e nella prima parte del 2012 (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Alla fine di aprile il totale delle attività dell'Eurosistema era pari a circa 3.000 miliardi di euro, il 31 per cento del prodotto nominale dell'area nel 2011 (dal 12 per cento all'inizio del 2007); alla stessa data i bilanci della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra erano pari a 2.900 miliardi di dollari e 350 miliardi di sterline, rispettivamente il 19 e il 23 per cento del prodotto nominale nei rispettivi paesi (dal 6 e 5 per cento, rispettivamente).

*Il livello e gli andamenti della dimensione del bilancio di una banca centrale sono influenzati da diversi fattori; solo alcuni di questi sono direttamente connessi con le decisioni di politica monetaria. L'ammontare di fondi detenuti dagli istituti di credito nei conti di riserva e in altre forme di deposito presso la banca centrale (al netto della riserva obbligatoria) forniscono una misura più precisa dell'impatto sulla dimensione del bilancio dell'adozione di strumenti di politica monetaria volti a contrastare gli effetti della crisi. Ad aprile del 2012 per l'Eurosistema e per la Riserva federale tali voci ammontavano a circa il 10 per cento del prodotto nominale dei rispettivi paesi nel 2011; per la Banca d'Inghilterra a circa il 14 per cento.*

L'aumento del ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema è avvenuto principalmente da parte delle banche dei paesi più colpiti dalla crisi. Alla metà di maggio l'ammontare complessivo di fondi erogati alle controparti greche, irlandesi, portoghesi, italiane e spagnole era pari a circa il 70 per cento dell'ammontare totale di rifinanziamento fornito al sistema bancario dell'area (era solo il 15 alla metà del 2007). A questo aumento è corrisposto un minore ricorso al rifinanziamento da parte degli intermediari degli altri paesi, ai quali è affluita più liquidità per effetto della riduzione della loro esposizione finanziaria a breve termine nei confronti dei paesi più esposti alle tensioni.

Nel complesso, questi andamenti si sono riflessi in un ampliamento dei saldi attivi o passivi delle diverse BCN nei confronti della BCE sul sistema di regolamento europeo (TARGET2) sul quale, con l'intermediazione delle BCN stesse, sono regolate le transazioni commerciali e finanziarie tra i paesi dell'area. Tali saldi sono diventati negativi negli Stati membri più colpiti dalle tensioni (tra cui la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo e, più recentemente, anche la Spagna e l'Italia) e positivi per quelli ritenuti più solidi (tra cui la Germania, i Paesi Bassi e il Lussemburgo).

*Il rifinanziamento fornito dall'Eurosistema alle banche dei paesi colpiti dalle tensioni ha controbilanciato i deflussi netti dei capitali privati da quei paesi. Nella loro bilancia dei pagamenti alle posizioni verso l'estero dei privati e del settore pubblico si sono sostituite le posizioni delle BCN nei confronti della BCE. Il saldo della Banca d'Italia, lievemente positivo a metà del 2011, è divenuto progressivamente negativo a partire dallo scorso luglio; a metà maggio del 2012 la posizione debitoria era pari a circa 280 miliardi. Ciò riflette soprattutto i deflussi di capitali privati di non residenti dal mercato dei titoli di Stato e il venir meno di provvista bancaria sull'estero.*

*L'ampliamento dei saldi delle BCN sul sistema di regolamento europeo non è di per sé una misura dell'esposizione al rischio finanziario delle banche centrali e non interferisce con la conduzione della politica monetaria né con il perseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi nell'area. La libera circolazione di liquidità attraverso il sistema di regolamento europeo è un elemento fondamentale della UEM, in quanto contribuisce alla stabilità del suo sistema finanziario e alla stessa trasmissione della politica monetaria unica. L'ampliarsi dei saldi è tuttavia un sintomo del persistere delle tensioni all'interno dell'area dell'euro; il finanziamento delle banche centrali non può sostituirsi indefinitamente ai flussi di capitali privati o alla provvista delle banche sui mercati all'ingrosso.*



# **L'ECONOMIA ITALIANA**





## 8. LA DOMANDA, L'OFFERTA E I PREZZI

Nel 2011 il PIL dell'Italia ha rallentato; la crescita è scesa, in media d'anno, allo 0,4 per cento, dall'1,8. Il peggioramento della fase ciclica è stato particolarmente intenso nella seconda metà dell'anno, quando è iniziata una contrazione dell'attività economica, proseguita all'inizio del 2012. Il livello del prodotto nei primi tre mesi dell'anno in corso era inferiore del 6 per cento rispetto al precedente picco ciclico, raggiunto nel primo trimestre del 2008.

La flessione del PIL dalla seconda metà del 2011 è in larga parte attribuibile alle conseguenze della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, che dall'estate ha investito il mercato italiano. L'aggravarsi delle tensioni finanziarie ha reso più difficile la provvista delle banche, ripercuotendosi sulle politiche di prestito al settore privato e, quindi, sulla domanda nazionale, in particolare per investimenti; questi ultimi hanno risentito inoltre del permanere di ampi margini inutilizzati di capacità produttiva e dell'andamento negativo del comparto delle costruzioni.

Nel 2011 anche la spesa per consumi delle famiglie si è indebolita, riflettendo la flessione del reddito disponibile in termini reali e il progressivo deterioramento della fiducia dei consumatori, conseguente alle crescenti preoccupazioni sulle condizioni del mercato del lavoro. Le esportazioni hanno continuato a fornire il principale stimolo all'attività economica, pur risentendo dell'indebolimento del ciclo economico internazionale. Il contributo dell'interscambio con l'estero alla crescita del prodotto è stato di 1,4 punti percentuali.

L'inflazione al consumo è salita di oltre un punto percentuale, al 2,8 per cento in media d'anno. L'aumento ha riflesso sia l'andamento dei prezzi dell'energia e degli alimentari, sospinti dai rincari delle quotazioni internazionali delle materie prime, sia, nella seconda parte dell'anno, l'effetto dei rialzi delle imposte indirette. All'inizio del 2012 la dinamica dei prezzi è rimasta sopra il 3 per cento; al netto della componente fiscale sarebbe inferiore di circa un punto percentuale, pressoché in linea con quella media dell'area.

### *I consumi delle famiglie*

Dopo la moderata ripresa nel 2010, lo scorso anno i consumi delle famiglie italiane hanno ristagnato (0,2 per cento in volume; tav. 8.1). Alla flessione degli acquisti di beni non durevoli e semidurevoli (-0,8 e -0,3 per cento, rispettivamente; tav. 8.2) si è aggiunta la contrazione degli acquisti di prodotti durevoli (-1,8 per cento, -12,9 nel complesso dell'ultimo quadriennio). A quest'ultima nel 2011 ha contribuito il calo di quasi dieci punti percentuali della spesa in mezzi di trasporto, solo parzialmente compensata dall'incremento di quella in mobili, elettrodomestici e beni a elevato contenuto

tecnologico. La spesa in servizi è cresciuta dell'1,6 per cento, soprattutto nelle componenti della ricreazione e della cultura.

Tavola 8.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia							
VOCI	Peso in % del PIL nel 2011 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2010			2011		
		Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenate)	Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenate)
		Quantità a prezzi concatenate	Deflatori		Quantità a prezzi concatenate	Deflatori	
<b>Risorse</b>							
PIL	–	1,8	0,4	–	0,4	1,3	–
Importazioni di beni fob e servizi (1)	28,5	12,7	6,7	-3,1	0,4	7,3	-0,1
di cui: <i>beni</i>	23,3	15,0	7,1	-2,9	1,4	8,2	-0,3
<b>Impieghi</b>							
Domanda nazionale	100,6	2,1	1,5	2,1	-0,9	2,2	-0,9
Spesa delle famiglie residenti	60,1	1,2	1,5	0,7	0,2	2,7	0,1
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	21,2	-0,6	1,5	-0,1	-0,9	-0,1	-0,2
Investimenti fissi lordi	19,2	2,1	1,2	0,4	-1,9	3,3	-0,4
macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	8,3	12,1	-0,3	0,9	-0,9	2,3	-0,1
beni immateriali	1,1	-0,1	3,1	..	-1,3	2,7	..
costruzioni	9,8	-4,8	2,1	-0,5	-2,8	4,1	-0,3
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	–	–	–	1,2	–	–	-0,5
Esportazioni di beni fob e servizi (3)	28,0	11,6	2,6	2,8	5,6	4,1	1,5
di cui: <i>beni</i>	23,1	12,4	2,8	2,4	7,0	4,4	1,5
Domanda estera netta	–	–	–	-0,3	–	–	1,4

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (2) Include le discrepanze statistiche. – (3) Includono la spesa in Italia dei non residenti.

Sulle decisioni di consumo delle famiglie continua a incidere la flessione del reddito disponibile reale, diminuito dello 0,6 per cento nel 2011 (tav. 8.3 e fig. 8.1) e del 4,9 per cento dal 2007. Lo scorso anno, nonostante l'aumento dei redditi nominali (del 2,0 per cento), il potere d'acquisto delle famiglie è stato ridotto dall'accelerazione dei prezzi. La flessione del reddito reale è stata più ampia (-1,8 per cento) se si considerano gli effetti dell'aumento dell'inflazione attesa sul valore reale delle attività finanziarie.

Il monte retributivo lordo è cresciuto del 2,2 per cento in termini nominali, riflettendo soprattutto un incremento dei redditi unitari medi. Quest'ultimo è in parte riconducibile ai mutamenti nella composizione dell'occupazione: le difficoltà del mercato del lavoro penalizzano soprattutto le posizioni caratterizzate da livelli salariali più bassi a favore di quelle con retribuzioni mediamente più elevate (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*). Anche i redditi da lavoro autonomo hanno mantenuto una dinamica positiva (1,4 per cento).

Tavola 8.2

<b>Spesa delle famiglie italiane</b> (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2011 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2008	2009	2010	2011
Beni non durevoli	29,7	-1,6	-2,7	1,3	-0,8
di cui: <i>alimentari e bevande</i>	14,3	-3,5	-2,2	0,7	-1,3
Beni semidurevoli	10,5	-1,1	-5,1	3,7	-0,3
di cui: <i>vestiario e calzature</i>	7,5	-0,6	-6,3	3,3	-0,4
Beni durevoli	8,3	-6,7	-3,4	-1,6	-1,8
di cui: <i>mobili e articoli di arredamento</i>	2,7	-3,6	-10,7	3,1	1,8
<i>elettrodomestici, inclusi accessori e riparazioni</i>	0,9	-4,7	-12,0	6,0	2,9
<i>articoli audiovisivi, fotografici, computer e accessori, incluse le riparazioni; telefoni ed equipaggiamento telefonico</i>	1,6	7,7	5,9	12,9	8,5
<i>acquisto mezzi di trasporto</i>	2,7	-14,5	4,1	-13,5	-9,6
Servizi	51,5	0,5	-0,3	1,1	1,6
di cui: <i>alberghi e ristoranti</i>	10,2	-0,3	-0,3	1,2	2,0
<i>servizi delle comunicazioni</i>	1,9	0,2	-1,9	-0,4	-1,9
<i>servizi ricreativi e culturali</i>	3,4	2,6	6,4	4,2	4,6
<i>servizi ambulatoriali e ospedalieri</i>	1,6	2,5	-2,6	1,3	3,2
<b>Totale spesa interna</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	6,0	-2,5	-3,3	-2,2
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	-3,3	-8,0	-0,2	2,9
<b>Totale spesa nazionale</b>	<b>-</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>
<i>Per memoria:</i>					
Deflatore della spesa nazionale	-	3,1	-0,1	1,5	2,7

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

(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2011 rispettivamente all'1,7 e al 3,2 per cento.

I redditi netti da proprietà sono aumentati, per la prima volta dal 2008. Vi hanno contribuito soprattutto l'accelerazione dei redditi da locazione dei fabbricati (inclusi nel risultato lordo di gestione) e l'aumento degli interessi netti su attività finanziarie affluiti alle famiglie, che ha però compensato il forte calo del biennio precedente (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Sono invece diminuiti gli utili e i dividendi distribuiti dalle società, a seguito delle difficoltà congiunturali.

Le imposte correnti sul reddito e sul patrimonio si sono mantenute sui livelli del 2010; l'incidenza sul reddito delle famiglie rimane elevata nel confronto storico (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). All'incremento dei contributi sociali si è affiancato quello più sostenuto delle prestazioni sociali (1,2 e 2,3 per cento, rispettivamente).

La propensione al risparmio delle famiglie consumatrici italiane è scesa lo scorso anno di quasi un punto percentuale, all'8,6 per cento (5,5 se misurata rispetto al reddito disponibile corretto per l'erosione monetaria attesa delle attività finanziarie detenute; tav. 8.3).

Tavola 8.3

<b>Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio in Italia</b> (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in % del reddito lordo dispo- nibile delle famiglie nel 2011	2009	2010	2011
<b>Variazioni percentuali</b>				
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	42,9	-0,9	1,4	2,2
<i>Redditi da lavoro dipendente per unità standard</i>	–	1,7	2,5	1,4
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	0,2	0,2	0,3
<i>Unità standard di lavoro dipendente</i>	–	-2,8	-1,3	0,4
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	19,8	-3,9	1,0	1,4
<i>Redditi da lavoro autonomo per unità standard</i>	–	-0,7	0,8	2,1
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	-0,3	..	..
<i>Unità standard di lavoro indipendente</i>	–	-3,0	0,2	-0,7
Redditi netti da proprietà (3)	24,3	-12,4	..	1,5
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti di cui: <i>prestazioni sociali nette</i>	30,8 –	5,1 4,8	2,3 2,5	1,5 2,3
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	17,8	-2,9	2,4	0,1
<b>Reddito lordo disponibile delle famiglie consumatrici</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>
in termini reali (4)	–	-2,5	-0,5	-0,6
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-0,5	-1,6	-1,8
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-0,3	-2,5	-1,7
<b>Reddito lordo disponibile del settore privato</b>	<b>–</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
in termini reali (4)	–	-0,8	0,2	-0,3
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	1,8	-1,5	-2,1
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	2,1	-2,6	-2,0
<b>Rapporti percentuali</b>				
<b>Propensione media al risparmio delle famiglie consumatrici (7)</b>	<b>–</b>	<b>10,9</b>	<b>9,4</b>	<b>8,6</b>
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	9,9	7,4	5,5
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	10,8	7,4	5,6
<b>Propensione media al risparmio del settore privato (7)</b>	<b>–</b>	<b>23,9</b>	<b>23,2</b>	<b>22,8</b>
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	24,2	23,9	23,9
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	23,9	23,9	23,9

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

(1) Contributo in punti percentuali degli oneri sociali alla variazione dei redditi netti; valori negativi corrispondono ad aumenti dell'incidenza degli oneri. – (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (essenzialmente affitti imputati), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie residenti. – (5) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette (stimate sulla base dei risultati dell'indagine condotta da Consensus Economics). – (6) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate ex post. – (7) Rapporto tra il risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, e il reddito lordo disponibile del settore.

La propensione al risparmio è diminuita, sia pur più lievemente, anche nel complesso del settore privato, che oltre alle famiglie include le imprese (al 18,4 per cento se misurata rispetto al reddito nazionale), e nell'intera economia (al 16,8; tav. 8.4); il contributo delle Amministrazioni pubbliche alla formazione del risparmio è rimasto negativo (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

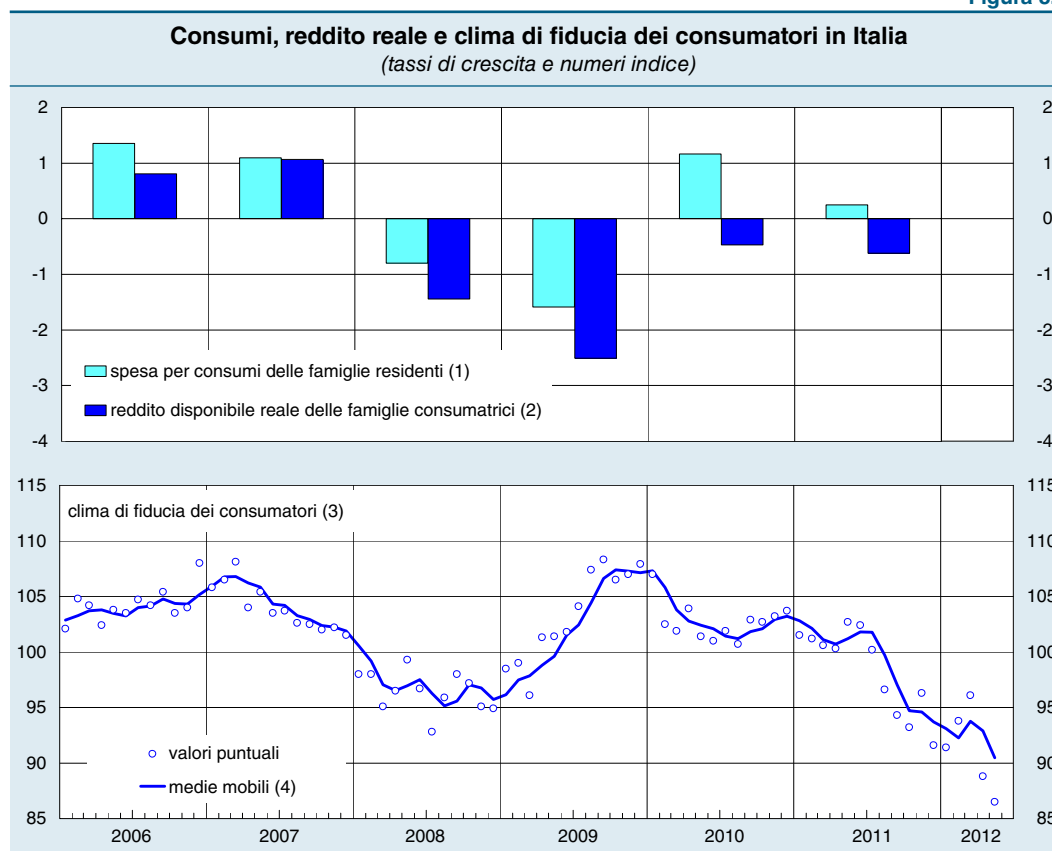
Tavola 8.4

Risparmio e investimenti lordi in Italia (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)							
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	2008	2009	2010	2011
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	-0,1	0,8	-2,1	-1,6	-1,6
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	20,0	18,3	19,2	18,6	18,4
di cui: famiglie consumatrici	20,0	13,0	8,2	7,9	7,4	6,3	5,8
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	19,9	19,2	17,1	17,0	16,8
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,2	22,1	19,1	20,6	20,0
<i>Per memoria:</i>							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,3	-2,9	-2,0	-3,6	-3,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nel corso del 2011 le crescenti preoccupazioni dei consumatori sulla situazione economica, sia generale sia personale, si sono tradotte in un peggioramento del clima di fiducia, sceso a livelli storicamente bassi nella primavera di quest'anno (fig. 8.1).

Figura 8.1

Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 1980=100; dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

## Gli investimenti

Nel 2011 gli investimenti fissi lordi sono diminuiti dell'1,9 per cento; la flessione ha compensato quasi per intero la ripresa osservata nell'anno precedente (tav. 8.5). Si è contratta sia la spesa in costruzioni (-2,8 per cento) sia quella in macchinari e attrezzature e in beni immateriali (-1,5 e -1,3 per cento, rispettivamente); solo gli acquisti di mezzi di trasporto sono aumentati (1,5 per cento). La propensione a investire è rimasta stabile al 19,2 per cento, confermandosi inferiore a quella media dell'ultimo decennio (20,7 per cento). In aggiunta ai margini ancora ampi di capacità inutilizzata hanno inciso le incerte prospettive della domanda e, dall'estate, l'aggravarsi delle tensioni finanziarie.

Tavola 8.5

Investimenti fissi in Italia (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2011 (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2009	2010	2011	2000	2011
Costruzioni	51,0	-8,8	-4,8	-2,8	9,5	9,8
abitazioni	24,3	-8,1	-2,1	-2,8	4,2	4,7
altre costruzioni	22,2	-9,1	-8,1	-2,9	4,5	4,3
costi per trasferimento di proprietà	4,5	-11,0	-1,5	-1,8	0,8	0,9
Macchine e attrezzature	34,5	-16,1	13,9	-1,5	7,4	6,6
Mezzi di trasporto	9,0	-18,9	4,4	1,5	2,2	1,7
Beni immateriali	5,5	-0,9	-0,1	-1,3	1,2	1,1
<b>Totale investimenti fissi lordi</b>	<b>100,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>20,3</b>	<b>19,2</b>
Totale escluse le abitazioni	–	-12,9	3,5	-1,5	16,1	14,5
Totale escluse le costruzioni	–	-15,0	10,4	-0,9	10,7	9,4
<b>Totale investimenti fissi netti (2)</b>	<b>–</b>	<b>-53,7</b>	<b>9,7</b>	<b>-18,1</b>	<b>5,9</b>	<b>2,0</b>

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Eventuali discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti. – (2) Al netto degli ammortamenti; le quote del PIL sono calcolate in quantità a prezzi concatenati.

Al netto degli ammortamenti, gli investimenti hanno segnato una riduzione più marcata (-18,1 per cento); in rapporto al PIL, nella media del triennio 2009-2011 si sono collocati su un livello poco superiore al 2 per cento, meno della metà rispetto al valore medio del quindicennio 1994-2008.

Nei primi mesi dell'anno è stata condotta dalle Filiali della Banca d'Italia l'usuale indagine annuale su 4.120 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari. La rilevazione indica che la diminuzione degli investimenti fissi lordi nel 2011 è risultata a consuntivo più accentuata rispetto ai piani formulati all'inizio dell'anno (tav. 8.6); vi ha contribuito il peggioramento delle condizioni di accesso al credito (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Per l'anno in corso le aziende prospettano una nuova, marcata flessione degli investimenti totali (-6,3 per cento), estesa sia all'industria sia, in misura più contenuta, ai servizi.

Tavola 8.6

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (variazioni percentuali a prezzi 2011, salvo diversa indicazione) (1)									
VOCI	Totale		Numero di addetti			Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
	da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	Alto	Basso	Alta	Bassa	
<b>Industria in senso stretto</b>									
di cui: <i>manifattura</i>									
Consuntivo per il 2011	-3,6	-6,3	-7,6	2,5	-1,6	1,9	-9,9	1,7	-11,6
Tasso di realizzo (4)	100,1	110,3	103,5	103,9	90,0	100,3	92,1	103,2	95,2
Programmi per il 2012	-9,8	-21,9	-14,4	-14,7	5,7	-5,4	-6,6	-8,4	-12,2
Consuntivo per il 2011	-2,8	-4,9	-5,3	..	-1,7	..	-6,3	0,3	-7,2
Tasso di realizzo (4)	98,3	108,6	102,7	100,6	91,9	98,7	92,1	100,6	95,0
Programmi per il 2012	-8,1	-21,1	-12,0	-11,1	0,9	-5,2	-5,1	-7,5	-8,8
<b>Servizi (5)</b>									
Consuntivo per il 2011	-2,4	-1,3	1,4	-4,2	-4,9	....	....	-2,3	-2,7
Programmi per il 2012	-4,6	-8,2	-9,1	-8,3	2,6	....	....	-4,1	-5,4
<b>Totale</b>									
Consuntivo per il 2011	-2,6	-2,6	-2,0	-1,7	-3,2	..	-6,3	-1,0	-5,0
Programmi per il 2012	-6,3	-12,8	-10,5	-10,0	1,7	-5,2	-5,1	-5,8	-7,0

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti. Il deflatore degli investimenti è stimato dalle stesse imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sopra (alto/alta) o al di sotto (basso/bassa) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi e con riferimento al 2011. – (3) Riferito alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2010 per il 2011. – (5) Servizi privati non finanziari.

Le attese di investimento sono particolarmente sfavorevoli per le imprese con meno di 500 addetti (che anticipano un calo della spesa di oltre il 10 per cento rispetto al 2011); le aziende più grandi programmano invece un modesto recupero. Nella manifattura le maggiori difficoltà continuano a riguardare le imprese che operano prevalentemente sul mercato interno. La flessione degli investimenti attesa per l'anno in corso è più marcata nei settori del "made in Italy" (tessile, abbigliamento e pelli, mobili e articoli di arredamento) e meno accentuata nelle regioni del Nord Ovest (cfr. L'economia delle regioni italiane, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione).

Il calo degli investimenti in costruzioni ha riguardato tutte le componenti. Il settore residenziale ha risentito della flessione della domanda: il numero delle compravendite si è ridotto del 2,2 per cento, proseguendo nella contrazione avviata dopo il picco del 2006. I prezzi delle case hanno continuato a crescere moderatamente in termini nominali; tra il 2007 e il 2011 le quotazioni sono calate del 5,3 per cento in termini reali.

Il contributo delle diverse determinanti all'andamento dei prezzi degli immobili in Italia può essere valutato utilizzando i modelli del mercato immobiliare sviluppati in Banca d'Italia. Nel corso dell'ultimo ventennio in Italia i prezzi delle case sono risultati positivamente correlati soprattutto con il reddito disponibile delle famiglie e con l'andamento della popolazione residente; anche il miglioramento delle condizioni di finanziamento ha fornito un impulso positivo alle quotazioni, prevalentemente per via del volume più che del costo dei prestiti erogati dalle banche per l'acquisto di abitazioni. Le variazioni dei tassi ufficiali hanno influenzato la disponibilità di credito per famiglie e imprese, esercitando nel com-



*plesso un impatto più forte sulla domanda piuttosto che sull'offerta di case. Dall'avvio della crisi finanziaria i processi di riduzione della leva finanziaria delle banche hanno tuttavia contrastato il supporto ai prezzi delle case derivante dall'allentamento delle condizioni monetarie. Nel complesso, le analisi suggeriscono che l'andamento dei prezzi delle abitazioni non si è significativamente disallineato da quello implicito nelle determinanti di fondo (reddito disponibile, variabili demografiche, condizioni di finanziamento) sia nelle fasi espansive sia in quelle recessive nei due cicli immobiliari individuabili in Italia dalla metà degli anni ottanta. Questa conclusione appare confermata anche dagli andamenti registrati nella fase di flessione congiunturale tuttora in corso.*

La diminuzione degli investimenti in costruzioni non residenziali ha risentito delle difficoltà del comparto delle opere pubbliche. In base alla rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia tra febbraio e aprile del 2012 su un campione di 397 imprese edili operanti nel settore, lo scorso anno il volume di nuove opere pubbliche sarebbe diminuito del 7,2 per cento. Nelle attese degli operatori il calo, che secondo l'inchiesta è in atto dal 2007, continuerebbe anche nel 2012.

### ***Le esportazioni e le importazioni***

*Le esportazioni.* – Nel 2011 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate del 5,6 per cento in volume (7,0 per cento per la sola componente dei beni, a fronte del ristagno di quella dei servizi), in forte decelerazione rispetto al deciso recupero nell'anno precedente. Le esportazioni italiane di soli beni hanno recuperato gran parte della caduta subita nel corso della recessione; alla fine dello scorso anno rimanevano inferiori di oltre il 5 per cento ai livelli precedenti l'avvio della crisi economica internazionale. In Francia il divario è di circa un punto percentuale; in Germania invece le vendite all'estero di beni si sono attestate nell'ultimo trimestre del 2011 su un valore di circa quattro punti percentuali superiore rispetto al livello massimo precedente la crisi.

Sulla base dei dati di commercio estero, nel 2011 l'espansione delle esportazioni di beni ha riflesso principalmente i flussi verso i paesi esterni all'Unione europea; le vendite nell'Unione sono state sostenute da quelle verso la Germania, che tuttavia hanno registrato un rallentamento in corso d'anno. A livello settoriale la crescita è stata sospinta soprattutto dai comparti dei macchinari e attrezzature e dei metalli (tav. 8.7; cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*); andamenti favorevoli hanno riguardato anche le esportazioni di prodotti tradizionali (tessile, abbigliamento e pelli), farmaceutici e apparecchi elettronici.

*Lo scorso ottobre l'Istat ha diffuso le serie riviste dei conti nazionali per gli anni 2000-2010, che recepiscono la nuova classificazione delle attività economiche (Ateco 2007) e dei prodotti (CPA 2008) in conformità con i regolamenti comunitari; sono state anche introdotte innovazioni nei dati di base e nei processi di stima. La più rilevante ha riguardato l'adozione, a partire dal 2002, dei nuovi deflatori all'esportazione, basati sui prezzi alla produzione dei beni venduti sui mercati esteri (anziché, come avveniva in precedenza, sui valori medi unitari). I deflatori delle importazioni, in mancanza di rilevazioni analoghe a quelle disponibili per le esportazioni, sono frutto di una stima basata sulle ragioni di scambio settoriali misurate dai valori medi unitari. La modifica ha comportato una revisione al rialzo della dinamica precedentemente stimata delle esportazioni e delle importazioni di beni in volume fra il 2000 e il 2010, rispettivamente per 1,6 e 1,3 punti percentuali in media d'anno.*

*Anche il quadro settoriale delle vendite all'estero relativo all'ultimo decennio è stato modificato, in particolare per i comparti caratterizzati da più intensi processi di ristrutturazione, nei quali la dinamica recente delle esportazioni in volume appare ora più favorevole di quanto valutato in precedenza. Il vecchio metodo di deflazione non teneva infatti pienamente conto della scomparsa di produzioni mar-*

ginali e del contestuale rafforzamento delle lavorazioni di maggiore qualità. Fra questi settori rientrano l'abbigliamento e le pelli: fra il 2000 e il 2010 la dinamica delle vendite all'estero di questi comparti è stata rivista al rialzo di circa 1,7 e 2,2 punti percentuali l'anno, rispettivamente.

Tavola 8.7

Esportazioni di beni cif-fob per settore di attività economica (variazioni percentuali sul periodo corrispondente e quote percentuali)								
SETTORI (1)	2010				2011			
	Variazioni				Variazioni			
	Com- posi- zione % valori (2)	Valori	Prezzi prodotti espor- tati	Quan- tità (4)	Com- posi- zione % valori (3)	Valori	Prezzi prodotti espor- tati	Quan- tità (4)
Prodotti delle attività manifatturiere	95,0	16,5	2,8	13,2	95,7	11,5	4,0	7,3
di cui: <i>prodotti tessili, abbigliamento, pelli e accessori</i>	11,3	12,8	0,7	12,0	11,1	12,3	2,9	9,1
<i>articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici</i>	4,2	15,0	0,7	14,2	4,1	9,6	0,9	8,6
<i>metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti</i>	11,1	21,9	4,4	16,6	11,7	22,9	5,6	16,5
<i>computer, apparecchi elettronici e ottici</i>	3,3	20,3	-1,2	21,7	3,4	11,0	1,3	9,7
<i>macchinari e apparecchi n.c.a.</i>	18,9	9,2	-0,1	9,2	17,8	13,9	1,4	12,3
<i>Per memoria:</i>								
Totale	100,0	15,6	2,7	12,5	100,0	11,4	4,0	7,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
 (1) I raggruppamenti di merci dell'interscambio commerciale sono definiti sulla base della classificazione Ateco 2007 utilizzata dall'Istat a partire da gennaio 2009. – (2) La composizione percentuale si riferisce al periodo gennaio-dicembre 2010. – (3) La composizione percentuale si riferisce al periodo gennaio-dicembre 2011. – (4) Stima ottenuta deflazionando i valori sulla base dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sui mercati esteri.

Nel primo trimestre dell'anno in corso si è registrata una sostanziale tenuta dei volumi esportati.

*Le importazioni.* – Le importazioni di beni e servizi in volume sono cresciute in misura molto modesta (0,4 per cento) nel complesso del 2011, frenate dalla debolezza della domanda nazionale: il rialzo della componente dei beni (1,4 per cento) è stato bilanciato dalla flessione di quella dei servizi (-3,5 per cento). Al ristagno degli acquisti dall'estero ha inoltre contribuito la riduzione delle agevolazioni fiscali a sostegno delle fonti energetiche rinnovabili, che nel 2010 avevano indotto un forte incremento di importazioni di prodotti del comparto fotovoltaico. Nel primo trimestre del 2012 le importazioni complessive si sono contratte.

### L'offerta produttiva

Come nel 2010, anche lo scorso anno l'incremento del PIL ha riflesso quello del valore aggiunto dell'industria in senso stretto (1,2 per cento) e dei servizi (0,8 per cento), a fronte dei cali registrati nel comparto dell'agricoltura (-0,5 per cento) e in quello delle costruzioni (-3,5 per cento).

*La revisione dei conti nazionali ha influenzato anche le stime sulla crescita dell'economia italiana nell'ultimo decennio. Sulla base delle nuove serie diffuse dall'Istat, fra il 2000 e il 2010 l'espansione media del PIL a valori concatenati è risultata superiore rispetto alla precedente stima di 0,2 punti percentuali all'anno, con un rialzo più accentuato per il valore aggiunto dell'industria in senso stretto (0,6 punti). Considerando che l'input di lavoro non è stato oggetto di revisione, in attesa di poter incorporare nelle valutazioni i nuovi dati del Censimento 2011, ne è disceso un quadro nettamente più favorevole per la produttività del lavoro, che tuttavia non annulla il divario registrato nel periodo con gli altri principali paesi europei.*

Nel 2011 la maggior parte dei settori industriali ha segnato progressi modesti o diminuzioni dell'attività; fanno eccezione i comparti della meccanica, della metallurgia e della fornitura di energia elettrica, che hanno registrato una crescita significativa.

Nei servizi, agli incrementi del valore aggiunto nei settori del commercio e, come riflesso dei fitti imputati, nelle attività immobiliari (nell'ordine dell'1,5 per cento in entrambi i casi) si è associata la lieve diminuzione nei servizi della Pubblica amministrazione, in particolare in quelli relativi all'istruzione e alla sanità (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*).

L'attività economica si è indebolita nel corso del 2011; negli ultimi due trimestri il PIL italiano è calato rispettivamente dello 0,2 e dello 0,7 per cento sul periodo precedente. La flessione è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso (-0,8 per cento), risentendo dell'ulteriore contrazione dell'attività industriale (a ritmi attorno al 2 per cento) e di quella nei servizi.

### *L'andamento dell'attività industriale nell'ultimo biennio*

La produzione industriale italiana, dopo aver recuperato circa un terzo della perdita di quasi il 25 per cento subita durante la recessione del 2008-09, è tornata a indebolirsi nella seconda metà dello scorso anno. Nella media dei primi tre mesi del 2012 rimaneva inferiore di oltre il 20 per cento rispetto al picco ciclico del primo trimestre del 2008. In Francia, dove l'intensità della ripresa è stata simile a quella registrata in Italia, ma la perdita subita durante la recessione largamente inferiore, il divario rispetto al picco era di circa dieci punti percentuali; in Germania, dove la flessione iniziale è risultata non discosta da quella italiana, il divario ammontava solo al 3 per cento, riflettendo gli effetti di una espansione diffusa a quasi tutti i settori industriali.

Nella manifattura italiana nessun comparto ha ripreso per intero le quantità prodotte prima della recessione. Il mancato recupero dei livelli complessivi di produzione è riconducibile soprattutto ai settori del tessile e dell'abbigliamento, dei minerali non metalliferi, delle produzioni in metallo e della fabbricazione di mezzi di trasporto.

In Italia le esportazioni hanno fornito il principale stimolo all'attività industriale nell'ultimo biennio, in linea con quanto osservato nel complesso dell'area dell'euro. In Germania il sostegno delle esportazioni è stato superiore rispetto a quanto registrato sia in media nell'area dell'euro, sia nel nostro paese. Vi ha contribuito l'elevato grado di apertura verso l'estero dell'economia tedesca, in particolare la crescente presenza sui mercati extraeuropei che hanno trainato la ripresa del commercio mondiale dal 2010.

Nell'ultimo decennio, la debole dinamica della produttività osservata in Italia si è riflessa in una minore capacità competitiva delle nostre imprese. Sui mercati esteri, nel decennio precedente la recessione del 2008-09, la quota di merci italiane si è ridotta, in volume, di circa un punto percentuale, al 3,6 per cento. Sul mercato interno la concorrenza più serrata da parte di produttori internazionali si è verificata nei settori degli autoveicoli e del "made in Italy" (tessile, abbigliamento e pelli, mobili e articoli di arredamento): in questi comparti, l'incidenza delle merci importate sui consumi è pressoché raddoppiata nello stesso arco di tempo.

*Il graduale cambiamento nei modelli di consumo delle famiglie italiane, che si sono progressivamente avvicinati a quelli prevalenti nelle altre principali economie europee, caratterizzati da un peso maggiore dei beni per il tempo libero, la cultura e la salute, non ha dato luogo a un adeguamento dell'offerta da parte della nostra manifattura. Fra il 1997 e il 2007 la struttura settoriale della produzione ha subito modifiche solo marginali: la riduzione del peso di alcuni dei comparti più tradizionali (tessile e abbigliamento, pelli) è avvenuta a favore di altri settori tipici della nostra specializzazione (macchinari e attrezzature, produzioni in metallo). In Germania le variazioni nella composizione della produzione sono state più ampie; è significativamente aumentato il peso dei comparti caratterizzati da un andamento più dinamico della domanda, come quelli produttori di beni a elevato contenuto tecnologico (la cui quota è salita di sei punti percentuali, fino all'8 per cento).*

## I prezzi e i costi

Nella media del 2011 l'inflazione al consumo, misurata sulla base dell'indice dei prezzi per l'intera collettività nazionale (Nic), è salita al 2,8 per cento dall'1,5 nel 2010 (tav. 8.8). L'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) ha registrato un incremento appena superiore (2,9 per cento) pur mostrando in corso d'anno una forte volatilità, connessa con il nuovo metodo di rilevazione dei prezzi dei prodotti stagionali introdotto in gennaio (cfr. *Bollettino economico*, n. 64, 2011).

Tavola 8.8

Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2010	2011	2011
<b>Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (Nic)</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>100,0</b>
<b>Beni e servizi a prezzo non regolamentato</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>	<b>88,9</b>
Alimentari freschi	-0,3	2,5	6,2
Alimentari trasformati	0,6	2,4	10,7
Energetici	11,2	14,6	4,8
Beni non alimentari e non energ.	1,1	1,4	26,5
Servizi	1,8	2,2	38,5
Tabacchi	3,3	4,1	2,2
<b>Beni e servizi a prezzo regolamentato</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,3</b>	<b>11,1</b>
<b>Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>73,0</b>
<b>Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>100,0</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'inflazione al consumo ha risentito dei forti rialzi dei corsi petroliferi, che si sono riflessi sia sulle tariffe energetiche (salite del 6,2 per cento, contro la diminuzione del 4,9 registrata nel 2010), sia sui prezzi dei carburanti (14,6 per cento, dall'11,2). Su questi ultimi hanno pesato anche gli aumenti delle imposte indirette: al netto della componente fiscale il loro incremento è stato di circa il 10 per cento. Di questi rincari hanno risentito in particolare le famiglie meno abbienti, per le quali l'incidenza dei consumi energetici sulla spesa complessiva è relativamente elevata.

Alle più forti pressioni di origine estera sui prezzi si è accompagnato un aumento solo modesto di quelle interne: il deflatore del PIL è cresciuto dell'1,3 per cento, dopo essere rimasto quasi stazionario nel 2010; vi ha contribuito anche una ripresa dei margini di profitto nel settore dei servizi privati. L'inflazione di fondo, misurata sulla base dell'indice al netto dei prodotti alimentari ed energetici, è salita all'1,9 per cento (1,5 nel 2010), risentendo in particolare dell'incremento delle tariffe aeree connesso con gli elevati costi dei carburanti e dell'aumento dell'IVA deliberato in settembre.

Il rialzo dell'aliquota ordinaria dell'IVA dal 20 al 21 per cento, entrato in vigore il 17 settembre 2011 (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*), secondo nostre valutazioni ha avuto un impatto sull'indice generale dei prezzi al consumo pari a circa 0,4 punti percentuali, che si è concentrato nel bimestre settembre-ottobre (cfr. *Bollettino economico*, n. 67, 2012); nel complesso dello scorso anno l'effetto è quantificabile in poco più di un decimo di punto.

Nella media del 2011 la dinamica dell'indice armonizzato in Italia è stata pressoché in linea con quella osservata nell'area dell'euro. Nei dieci anni trascorsi dall'introduzione del contante in euro, il differenziale di inflazione, che era superiore al punto percentuale negli anni novanta, si è fortemente ridotto: l'inflazione media annua è stata del 2,3 per cento in Italia a fronte del 2,1 registrato nel complesso dell'area. In particolare, il divario di crescita dei prezzi nel settore dei servizi si è quasi annullato.

*Lo scorso 24 marzo è stato convertito in legge il decreto legge 24 gennaio 2012, n.1, recante disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività (cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali). Il provvedimento interviene su alcuni settori dell'economia italiana (energia, trasporti, servizi professionali e assicurativi e distribuzione dei farmaci) caratterizzati, nel confronto internazionale, da una minore apertura alla concorrenza. Un'analisi degli indici armonizzati dei prezzi al consumo rivela che nel decennio 2002-2011 all'insufficiente grado di concorrenza in Italia nei settori oggetto del provvedimento (il cui peso complessivo nel paniere dell'IPCA è stimabile in circa il 10 per cento) si è associata una dinamica dei prezzi più elevata rispetto al resto dell'area dell'euro con l'eccezione del comparto energetico. Dalle informazioni sui livelli dei prezzi in quest'ultimo settore, emerge tuttavia che il costo dell'elettricità e dei carburanti rimane più elevato per i consumatori italiani, anche al netto della tassazione.*

Nel corso del 2011 le attese sull'inflazione media annua, censite da Consensus Economics, sono state progressivamente riviste al rialzo, dall'1,7 per cento in gennaio a poco sopra il 2,5 dalla metà dell'anno. Quelle per il complesso del 2012, stabili sul 2 per cento nei sondaggi mensili dello scorso anno, sono salite successivamente sino al 3,0 per cento in maggio. Il divario rispetto alle previsioni più moderate rilevate per il complesso dell'area rifletterebbe in larga misura l'impatto delle manovre sulle imposte indirette nel nostro paese.

Nei primi mesi del 2012 il ritmo di crescita sui dodici mesi del Nic è rimasto sul 3,3 per cento, sostenuto dai rincari dei prodotti energetici; quello dell'IPCA ha

registrato un andamento più volatile, salendo al 3,7 per cento in aprile. Escludendo le variazioni delle imposte indirette introdotte dalla metà del 2011, l'inflazione lo scorso aprile sarebbe stata di circa un punto percentuale inferiore; al divario contribuiscono in misura pressoché eguale gli aumenti delle accise e quelli dell'IVA.

*Il differenziale tra i tassi di crescita sui dodici mesi dell'IPCA e del Nic, sostanzialmente nullo nei primi mesi del 2012, è salito a 0,4 punti percentuali in aprile. Il divario è attribuibile per circa 0,3 punti percentuali all'aumento del ticket sulle spese sanitarie, che si riflette solo sull'IPCA (in questo indice viene rilevata solo la quota della prestazione direttamente sostenuta dalle famiglie, mentre nel Nic è inclusa anche quella a carico del Servizio sanitario nazionale). Circa 0,1 punti percentuali del divario sono attribuibili al maggior peso dei beni energetici nell'IPCA rispetto al Nic, in connessione con i forti rincari subiti da questi prodotti.*

*I prezzi e i costi alla produzione.* – Nella media del 2011 la crescita dell'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è risultata pari al 5,0 per cento. L'aumento rispetto all'anno precedente (3,1 per cento) è imputabile sia alle componenti più direttamente influenzate dall'andamento dei corsi internazionali delle materie prime – i prodotti alimentari, intermedi ed energetici – sia ai beni non alimentari destinati al consumo finale, rincarati del 2,0 per cento dopo un biennio di stagnazione. Nella seconda parte dell'anno le pressioni esercitate dai costi delle materie di base si sono attenuate; ne è discesa una progressiva decelerazione dell'indice dei prezzi alla produzione (3,2 per cento sui dodici mesi lo scorso febbraio).

Nelle valutazioni delle imprese intervistate nel marzo di quest'anno nell'ambito dell'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* i listini registrerebbero revisioni modeste nel 2012: le eventuali pressioni derivanti da aumenti dei costi sarebbero contrastate dalla debolezza della domanda interna.

Nel 2011 i prezzi alla produzione dei beni non energetici esportati sono aumentati del 2,8 per cento (4,0 sul mercato interno), in linea con gli incrementi praticati dalle imprese francesi e tedesche.

Nella media dello scorso anno la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso dell'economia ha segnato un aumento modesto (0,6 per cento), che ha annullato il calo del 2010 (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*). A una crescita moderata dei redditi orari (0,9 per cento) si è associata la sostanziale stagnazione della produttività, che ha riflesso la debolezza della fase congiunturale. Il CLUP è cresciuto a tassi più sostenuti nel comparto industriale (1,8 per cento), dove i redditi nominali per ora lavorata hanno segnato aumenti più consistenti (2,2 per cento).

## 9. IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo essere scesa per due anni consecutivi, l'occupazione è aumentata nei primi nove mesi del 2011; nell'ultima parte dell'anno il peggioramento del quadro congiunturale si è tuttavia riflesso in una nuova riduzione del numero di occupati. Nella media dell'anno l'occupazione ha registrato un incremento di entità modesta, associato a una ricomposizione verso posizioni a termine e a tempo parziale. La stentata crescita economica e il livello ancora basso di turnover hanno penalizzato i lavoratori più giovani rispetto a quelli più anziani. La domanda di lavoro si è ulteriormente indebolita nei primi mesi del 2012: in marzo il numero degli occupati residenti era di oltre 600.000 unità inferiore al picco dell'aprile del 2008; si è nuovamente intensificata la richiesta di ore di Cassa integrazione guadagni (CIG); il tasso di disoccupazione, la cui crescita si era arrestata nel 2011, ha ripreso ad aumentare. Secondo l'indagine Invind della Banca d'Italia, le imprese prevedono per il complesso del 2012 una riduzione del personale, la quarta consecutiva, più accentuata rispetto all'anno prima.

Le retribuzioni di fatto per unità di lavoro sono rimaste invariate nel settore pubblico e hanno decelerato nel settore privato; nell'intera economia sono cresciute dell'1,4 per cento, per due quinti per un effetto di ricomposizione verso segmenti a retribuzioni mediamente più elevate. In termini reali si sono contratte dell'1,3 per cento, per la prima volta dal 1995. Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è tuttavia tornato a crescere, seppure a un ritmo inferiore a quello registrato in media tra il 1996 e il 2010; come in passato, ciò è dipeso soprattutto da una brusca frenata della produttività del lavoro. Il quadro di moderazione salariale dovrebbe confermarsi anche nel 2012.

Con un disegno di legge presentato all'inizio di quest'anno, il Governo ha avviato un'estesa riforma dei principali istituti del mercato del lavoro che mira a ridurre la segmentazione e ad armonizzare e rendere più efficiente il sistema degli ammortizzatori sociali e delle politiche attive di reinserimento.

### *L'occupazione e la domanda di lavoro*

Dopo i cali registrati nel 2009 e nel 2010 (-1,6 e -0,7 per cento, rispettivamente), nella media del 2011 l'occupazione rilevata dai conti nazionali è aumentata dello 0,3 per cento in termini sia di occupati sia di ore lavorate (tav. 9.1 e fig. 9.1). La ripresa della domanda di lavoro nel complesso dell'economia nasconde significative differenze tra settori: l'occupazione si è contratta nell'agricoltura e nell'edilizia, ha sostanzialmente ristagnato nell'industria ed è salita nei settori privati del terziario. Nell'Amministrazione pubblica l'occupazione dipendente è diminuita per il quinto anno consecutivo.



Tavola 9.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (quote e variazioni percentuali)												
SETTORI	Occupati				Unità di lavoro				Ore lavorate			
	Quote		Variazioni percentuali		Quote		Variazioni percentuali		Quote		Variazioni percentuali	
	2001	2011	2001/ 2011	2010/ 2011	2001	2011	2001/ 2011	2010/ 2011	2001	2011	2001/ 2011	2010/ 2011
<b>Agricoltura, silvicoltura e pesca</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>-13,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>6,3</b>	<b>5,1</b>	<b>-18,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>6,4</b>	<b>5,2</b>	<b>-16,3</b>	<b>-2,4</b>
<b>Industria in senso stretto</b>	<b>22,0</b>	<b>19,4</b>	<b>-6,6</b>	<b>0,2</b>	<b>21,1</b>	<b>18,3</b>	<b>-12,3</b>	<b>0,8</b>	<b>21,0</b>	<b>18,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>0,9</b>
<b>Costruzioni</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>	<b>10,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>	<b>10,8</b>	<b>-2,4</b>
<b>Servizi</b>	<b>66,2</b>	<b>69,3</b>	<b>10,7</b>	<b>0,9</b>	<b>65,4</b>	<b>68,8</b>	<b>6,1</b>	<b>0,5</b>	<b>65,5</b>	<b>69,0</b>	<b>7,1</b>	<b>0,6</b>
Commercio e riparazioni di autoveicoli e motocicli	14,9	14,5	3,3	0,4	14,4	14,3	-0,3	..	16,6	15,6	-4,4	-0,5
Servizi di alloggio e ristorazione	4,5	5,2	22,7	1,8	5,7	6,4	12,4	1,5	6,0	6,9	18,0	2,4
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	7,1	6,9	3,3	1,2	8,1	8,5	5,7	1,1	8,0	8,0	2,3	0,4
Attività finanziarie e assicurative	2,5	2,6	8,3	0,4	2,5	2,6	8,2	0,6	2,2	2,3	6,7	0,8
Servizi vari a imprese e famiglie (1)	10,0	11,7	24,2	1,9	9,5	11,4	21,0	2,1	9,6	11,9	25,2	2,3
Pubblica amministrazione (2)	6,3	5,4	-8,9	-0,5	6,1	5,5	-9,5	-0,6	5,2	4,5	-11,2	-0,6
Istruzione	6,6	5,9	-5,1	-1,1	6,4	5,9	-6,7	-1,3	4,4	4,2	-2,8	-0,9
Sanità e assistenza sociale	6,2	6,7	14,3	1,2	6,0	6,5	9,9	0,8	5,4	6,0	13,5	1,3
Altri servizi pubblici, sociali e personali (3)	3,5	3,8	13,9	-0,9	3,4	3,7	8,5	-1,4	3,3	3,7	12,5	-1,1
Attività di famiglie e convivenze	4,6	6,5	48,7	3,8	3,2	3,9	24,8	0,5	4,9	5,9	22,7	0,6
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>5,8</b>	<b>0,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali* (Ateco 2007).

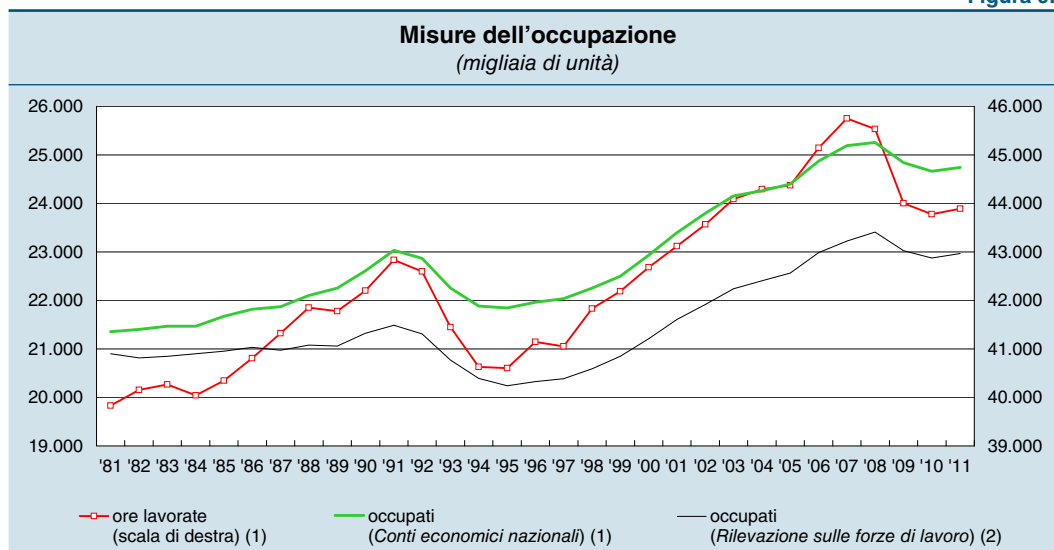
(1) Attività immobiliari, professionali, scientifiche e tecniche, amministrative e di supporto. – (2) Include difesa e assicurazione sociale obbligatoria. – (3) Attività artistiche, di intrattenimento e divertimento; altre attività di servizi.

Nella seconda metà dell'anno l'economia italiana è tornata in recessione (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Sulla base dei conti nazionali, la fase di ripresa dell'occupazione che aveva caratterizzato i primi tre trimestri si è arrestata nel quarto, quando il numero di occupati è sceso dello 0,2 per cento rispetto a un anno prima.

Il numero di ore di CIG di cui le imprese hanno beneficiato è diminuito nel 2011 di quasi il 17 per cento, portandosi al di sotto del livello registrato nel 2009. Come negli anni precedenti, il protrarsi dell'incertezza ha indotto le imprese a richiedere precauzionalmente più ore di quelle effettivamente utilizzate: le ore autorizzate dall'INPS, anch'esse in calo (-18,8 per cento), rimangono su valori superiori a quelli del 2009; di esse, lo scorso anno le imprese hanno utilizzato il 49 per cento (60 e 48 per cento rispettivamente nel 2009 e nel 2010). La richiesta di ore di CIG, in riduzione da novembre del 2010, è tornata a intensificarsi nei primi tre mesi del 2012 (2,2 per cento rispetto allo stesso periodo di un anno prima; fig. 9.2).

*Secondo nostre elaborazioni basate sull'indagine Invind e sul sondaggio congiunturale condotti dalla Banca d'Italia presso le imprese industriali e dei servizi non finanziari con almeno 20 addetti, nel 2011 la propensione a fare ricorso alla CIG, sia ordinaria sia straordinaria, era maggiore, a parità di altre caratteristiche, per le imprese esportatrici e aumentava al crescere dell'incidenza degli operai sul totale degli occupati.*

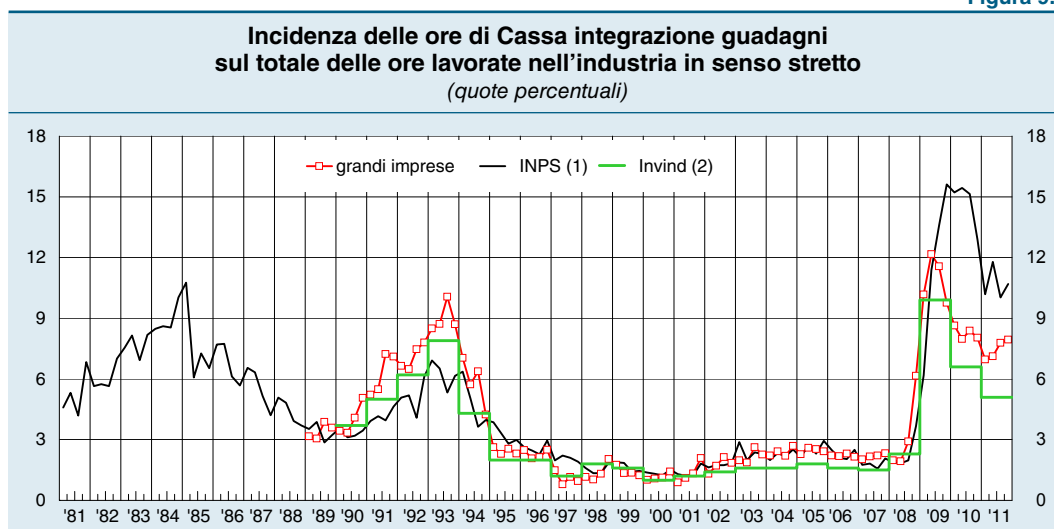
Figura 9.1



Fonte: Istat, *Conti economici nazionali* e *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
 (1) Si fa riferimento a lavoratori residenti e non residenti, regolari e non regolari, in imprese residenti. – (2) Occupati residenti iscritti nei registri anagrafici (esclusi quelli che vivono stabilmente in convivenze).

Si conferma basso il turnover, misurato come somma di assunzioni e cessazioni in rapporto all'occupazione media; è in ulteriore aumento, rispetto alle fasi iniziali della crisi, la propensione ad assumere lavoratori con forme contrattuali flessibili.

Figura 9.2



Fonte: elaborazioni su dati INPS, Istat, *Conti economici nazionali* (Ateco 2007) e Indagine sulle grandi imprese e Banca d'Italia, *Indagini sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
 (1) Ore autorizzate (INPS) in rapporto alle ore lavorate dai dipendenti. Fino al 1991 i dati di contabilità nazionale sono classificati secondo l'Ateco 2002. – (2) Imprese con almeno 50 addetti del settore manifatturiero.

Nel 2011 il tasso di turnover delle imprese rilevato dall'indagine Invind è risalito di 2,4 punti percentuali, al 31,1 per cento, più che compensando il calo dell'anno precedente, ma restando su valori storicamente esigui. Al recupero nei servizi si è contrapposta una lieve riduzione nell'industria. L'incremento del turnover riflette il contributo dei flussi da e verso posizioni a termine, solo in parte attenuato, nell'industria, dalla riduzione delle cessazioni per motivi diversi.

Sulla base della Rilevazione sulle forze di lavoro dell'Istat, nel settore privato il numero di nuove assunzioni, che in termini tendenziali aveva ripreso a crescere dalla fine del 2009, è tornato a flettere

nella seconda metà del 2011. In media d'anno solo tre assunzioni su dieci erano con contratto a tempo indeterminato (da 33,6 per cento nel 2010); anche considerando le trasformazioni da contratto a termine a contratto a tempo indeterminato, aumentate circa del 20 per cento rispetto al 2010, solo uno su due dei nuovi contratti stipulati risultava a tempo indeterminato.

La dinamica delle ore di lavoro in somministrazione tende ad anticipare quella dell'occupazione complessiva, per la possibilità che esse offrono di aggiustare rapidamente l'input di lavoro agli shock dal lato della domanda; nelle fasi di recessione il lavoro in somministrazione, dopo un'iniziale caduta, assume un ruolo sostitutivo rispetto a forme di lavoro più standard. Secondo Ebitemp, l'ente bilaterale per il lavoro temporaneo, nel 2011 il tasso di crescita delle ore lavorate si è bruscamente ridotto (8,5 per cento, da 23,8 nel 2010); nell'ultimo trimestre le ore si sono contratte del 6,9 per cento rispetto a un anno prima. Nei primi due mesi del 2012 è seguito un parziale recupero, ma il ricorso al lavoro in somministrazione resta sotto il livello massimo raggiunto nel luglio del 2011.

La domanda di lavoro si è ulteriormente indebolita nel primo trimestre del 2012, riflettendosi in una diminuzione degli occupati (-0,6 per cento rispetto a un anno prima); secondo le più recenti inchieste congiunturali condotte dall'Istat, le imprese che prevedono un calo dell'occupazione nei prossimi mesi restano più numerose di quelle che ne attendono un aumento. Secondo l'indagine Invind, le imprese prevedono una riduzione degli organici nel 2012, la quarta consecutiva, dell'1,1 per cento; il calo, superiore a quello registrato nel 2011 (-0,2 per cento), sarebbe più accentuato nell'industria in senso stretto e tra le imprese di minori dimensioni. Il 36,0 per cento delle imprese (32,6 nel 2011) prevede quest'anno un ridimensionamento del personale; di esse la metà aveva già ridotto gli organici nel 2011.

### *La composizione dell'occupazione residente*

A fronte di una sostanziale stabilità dell'occupazione maschile (-0,1 per cento), quella femminile è aumentata dell'1,2 per cento (tav. 9.2); per la prima volta dall'inizio della crisi, l'espansione ha interessato sia le donne straniere residenti sia le italiane.

In linea con l'andamento settoriale, si sono registrati incrementi dell'occupazione femminile nell'industria in senso stretto (1,3 per cento) e nei servizi (1,1 per cento), dove le donne incidono rispettivamente per quasi un quarto e per oltre la metà sul totale degli occupati, e soprattutto nel comparto dei servizi collettivi e personali (5,7 per cento), dove solo un occupato su tre è di sesso maschile. Nel settore delle costruzioni, dove gli uomini rappresentano oltre il 90 per cento della manodopera e la perdita di posti di lavoro è stata nel complesso più marcata (-5,3 per cento), le donne hanno aumentato la loro presenza (12,4 per cento). La concentrazione delle donne in settori meno colpiti dalla recessione avrebbe contribuito per circa un terzo all'incremento dell'occupazione femminile. Tra le donne non sposate, l'aumento dell'occupazione è attribuibile esclusivamente a una maggiore concentrazione in attività del terziario, in particolare nei servizi alla persona. L'espansione dell'occupazione tra quelle coniugate ha invece riflesso la maggiore presenza di donne straniere residenti e l'incremento del tasso di occupazione delle donne italiane, che potrebbero aver aumentato la loro partecipazione per compensare la perdita di reddito del coniuge (cosiddetto effetto del lavoratore aggiunto).

Nel 2011 il tasso di occupazione della popolazione tra i 15 e i 64 anni è rimasto stabile al 56,9 per cento. Seppure in riduzione, il divario occupazionale di genere resta significativo: il tasso di occupazione femminile, in crescita al 46,5 per cento (dal 46,1 nel 2010), è ancora lontano dal 67,5 per cento registrato tra gli uomini (67,7 del 2010; cfr. il capitolo 11: *Il ruolo delle donne nell'economia italiana*). L'incremento del tasso di occupazione femminile ha interessato soprattutto le regioni del Nord; la flessione di quello maschile si è concentrata al Centro, riflettendo una contrazione del settore delle costruzioni più marcata che nelle altre zone del Paese (cfr. *L'economia delle regioni italiane*, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione).

Offerta di lavoro nel 2011 (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro Nord		Sud e Isole		Italia	
	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2010-11 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2010-11 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2010-11 (2)
<b>Forze di lavoro</b>	<b>17.881</b>	<b>0,4</b>	<b>7.194</b>	<b>0,5</b>	<b>25.075</b>	<b>0,4</b>
femmine	7.731	1,0	2.611	1,5	10.342	1,1
maschi	10.151	-0,1	4.582	-0,1	14.733	-0,1
italiani	15.649	-0,6	6.864	-0,1	22.513	-0,5
stranieri	2.232	8,2	329	13,0	2.562	8,8
<b>Totale occupati</b>	<b>16.752</b>	<b>0,5</b>	<b>6.216</b>	<b>0,2</b>	<b>22.967</b>	<b>0,4</b>
femmine	7.159	1,2	2.189	1,1	9.349	1,2
maschi	9.592	-0,1	4.026	-0,2	13.619	-0,1
italiani	14.793	-0,4	5.922	-0,3	20.716	-0,4
stranieri	1.958	7,7	293	11,1	2.251	8,2
<b>In cerca di occupazione</b>	<b>1.130</b>	<b>-1,2</b>	<b>978</b>	<b>2,0</b>	<b>2.108</b>	<b>0,3</b>
femmine	572	-1,7	422	3,6	993	0,5
maschi	558	-0,8	556	0,9	1.114	0,1
italiani	856	-4,7	942	1,2	1.798	-1,7
stranieri	274	11,2	36	30,4	310	13,1
<b>Tasso di partecipazione (15-64 anni)</b>	<b>68,4</b>	<b>..</b>	<b>51,0</b>	<b>0,2</b>	<b>62,2</b>	<b>0,1</b>
femmine	59,6	0,2	36,8	0,5	51,5	0,4
maschi	77,2	-0,3	65,5	-0,1	73,1	-0,2
italiani	67,9	..	50,5	0,2	61,4	..
stranieri	72,1	-0,4	63,7	-0,6	70,9	-0,5
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	<b>64,0</b>	<b>..</b>	<b>44,0</b>	<b>0,1</b>	<b>56,9</b>	<b>0,1</b>
femmine	55,1	0,3	30,8	0,3	46,5	0,4
maschi	72,8	-0,3	57,4	-0,2	67,5	-0,2
italiani	64,1	0,1	43,5	0,1	56,4	0,1
stranieri	63,2	-0,6	56,7	-1,5	62,3	-0,8
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>6,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>13,6</b>	<b>0,2</b>	<b>8,4</b>	<b>..</b>
femmine	7,4	-0,2	16,2	0,3	9,6	-0,1
maschi	5,5	..	12,1	0,1	7,6	..
italiani	5,5	-0,2	13,7	0,2	8,0	-0,1
stranieri	12,3	0,3	10,9	1,5	12,1	0,5
<b>Tasso di disoccupazione giovanile (16-24 anni)</b>	<b>23,3</b>	<b>1,2</b>	<b>40,4</b>	<b>1,6</b>	<b>29,1</b>	<b>1,3</b>
femmine	26,0	1,9	44,6	4,0	32,0	2,6
maschi	21,4	0,7	37,7	..	27,1	0,3
italiani	22,6	1,2	41,3	1,8	29,6	1,4
stranieri	26,7	1,0	21,4	-0,9	26,1	0,8

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

(1) Per i tassi, valori percentuali. Il tasso di disoccupazione è calcolato come rapporto tra le persone in cerca in età 16-74 e le forze di lavoro di età 16 e oltre. L'eventuale mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti. - (2) Per i tassi, differenze percentuali.

La crescita dell'occupazione straniera tra 15 e 64 anni (8,0 per cento) è risultata inferiore a quella degli anni precedenti la crisi e all'aumento della popolazione corrispondente: ne è discesa una diminuzione di otto decimi di punto percentuale del tasso di occupazione, al 62,3 per cento. Il tasso di occupazione della componente italiana è invece salito di un decimo di punto, al 56,4. L'andamento dell'occupazione è stato difforme lungo il ciclo di vita. La diminuzione di circa 200.000 occupati tra le persone di età compresa tra i 15 e i 34 anni è riconducibile in larga misura alle dinamiche demografiche (-193.000 persone) e marginalmente alla maggiore permanenza in percorsi scolastici e formativi (16.000 persone); il tasso di occupazione in quella fascia di età è diminuito di otto decimi di punto percentuale, al 44,7 per cento. Per contro, all'incremento di 143.000 occupati tra i 55 e i 64 anni hanno contribuito sia l'aumento della popolazione corrispondente (116.000 persone), sia i maggiori tassi di occupazione (dal 36,6 al 37,9 per cento), determinati in parte dal progressivo innalzamento dell'età pensionabile. Nelle classi centrali d'età il tasso di occupazione è rimasto costante, al 73,4 per cento.

La progressiva elevazione dei requisiti per il pensionamento dei lavoratori dipendenti ha comportato dal 2007 a oggi un graduale rallentamento del tasso di uscita dal mercato del lavoro; se per i nati tra il 1951 e il 1953 il tasso di pensionamento fosse rimasto lo stesso osservato nelle coorti precedenti (i nati tra il 1948 e il 1950), il numero dei lavoratori dipendenti andati in pensione sarebbe stato più elevato di 100.000 unità.

Il miglioramento dell'occupazione riflette un aumento dello 0,8 per cento dei lavoratori alle dipendenze (-1,0 nel 2010; tav. 9.3) solo in parte compensato dalla contrazione degli autonomi (-0,6 per cento; 0,2 nel 2010). È proseguita la crescita dei contratti di natura dipendente a orario ridotto (4,1 per cento; 6,4 nel Mezzogiorno) e a termine (5,5 per cento; 7,3 nel Centro Nord). La quota dei contratti a tempo parziale sul totale dei dipendenti è cresciuta di cinque decimi di punto, al 16,4 per cento; quella dei contratti a termine di sei decimi, al 13,3 (di 1,7 punti al 25,8 per cento per i giovani tra 15 e 34 anni). La quota dei contratti a tempo indeterminato e a tempo pieno è scesa dal 74,6 al 73,7 per cento.

Tavola 9.3

Struttura dell'occupazione nel 2011 (1) (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro Nord		Sud e Isole		Italia	
	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2010-11	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2010-11	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2010-11
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>12.693</b>	<b>1,0</b>	<b>4.547</b>	<b>0,2</b>	<b>17.240</b>	<b>0,8</b>
Permanenti	11.174	0,2	3.763	-0,3	14.937	0,1
a tempo pieno	9.412	-0,3	3.295	-1,0	12.707	-0,5
a tempo parziale	1.762	2,7	468	5,5	2.230	3,3
Temporanei	1.519	7,3	784	2,2	2.303	5,5
a tempo pieno	1.129	7,6	579	0,2	1.708	4,9
a tempo parziale	390	6,6	205	8,6	595	7,3
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>4.058</b>	<b>-1,0</b>	<b>1.668</b>	<b>0,4</b>	<b>5.727</b>	<b>-0,6</b>
Imprenditori, liberi professionisti e lavoratori in proprio	3.452	-1,2	1.455	-0,3	4.906	-0,9
Coadiuvanti in imprese familiari	267	-3,4	94	1,2	361	-2,2
Soci di cooperative	32	7,3	12	16,5	44	9,6
Collaboratori coordinati	229	-1,5	80	9,9	309	1,2
Prestatori d'opera occasionali	79	14,8	28	6,5	107	12,5
A tempo pieno	3.517	-1,3	1.484	0,4	5.001	-0,8
A tempo parziale	541	0,5	184	0,6	726	0,5
<b>Totale occupati</b>	<b>16.752</b>	<b>0,5</b>	<b>6.216</b>	<b>0,2</b>	<b>22.967</b>	<b>0,4</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) L'eventuale mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti.

## L'offerta di lavoro e la disoccupazione

Dopo aver ristagnato nel 2010, nel 2011 l'offerta di lavoro (che include gli occupati e i disoccupati) ha ripreso a crescere in linea con l'aumento della popolazione (0,4 per cento); ne è discesa un'invarianza del tasso di partecipazione (pari al rapporto tra offerta di lavoro e popolazione) al 62,2 per cento (tav. 9.2).

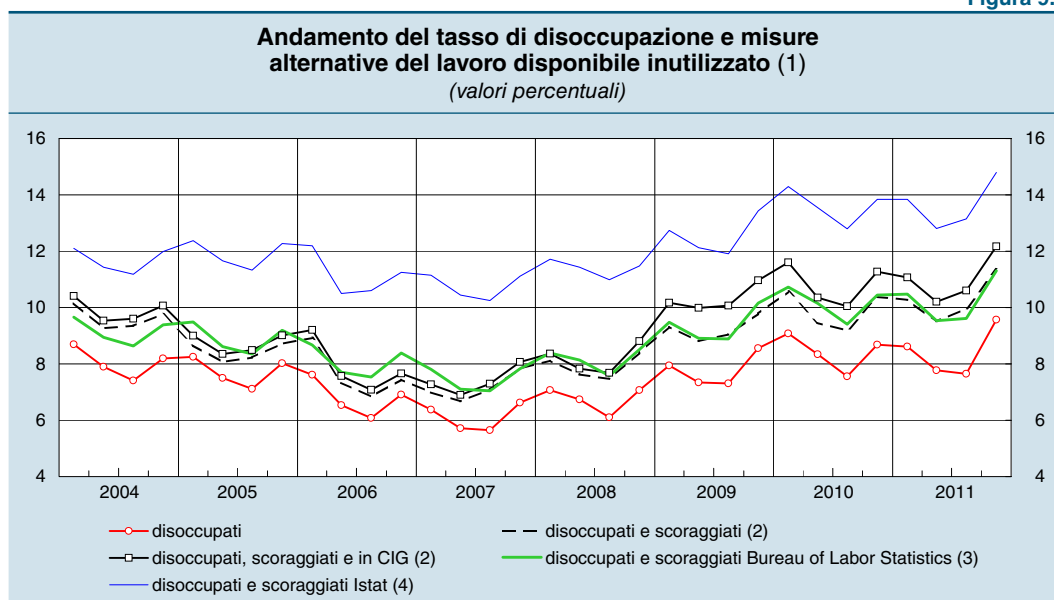
Il numero dei disoccupati (2.108.000 persone) è lievemente aumentato (0,3 per cento): al calo registrato al Nord (-2,0 per cento) si è contrapposto un aumento di pari intensità nel Mezzogiorno; al Centro il numero delle persone in cerca di occupazione è rimasto stazionario (cfr. *L'economia delle regioni italiane*, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione). Il 51,2 per cento dei disoccupati è alla ricerca di

un impiego da almeno un anno, un valore storicamente elevato e superiore di 3,2 punti percentuali rispetto all'anno prima.

Secondo i dati dell'INPS, nella media dei primi 11 mesi del 2011 487.000 persone hanno beneficiato dell'indennità di disoccupazione ordinaria non agricola o di quella speciale edile, 149.000 dell'indennità di mobilità e 496.000 dell'indennità di disoccupazione con requisiti ridotti, che si riferisce a episodi di disoccupazione relativi all'anno precedente. L'indennità di disoccupazione viene erogata al più per un anno, con differenze in base all'età del lavoratore e alla sua anzianità assicurativa e contributiva, e per importi che nel caso del trattamento ordinario non superano il 60 per cento della retribuzione.

Nel 2011 il tasso di disoccupazione si è attestato all'8,4 per cento, come l'anno prima (fig. 9.3). È invece salito in misura significativa tra i giovani nella fascia 15-24 anni, di 1,3 punti percentuali (al 29,1 per cento), in larga parte per il forte aumento tra le giovani donne del Centro e del Sud (di 4,8 e 4,0 punti, rispettivamente). Il tasso di disoccupazione è aumentato anche tra gli stranieri, dall'11,6 al 12,1 per cento, e tra coloro che hanno conseguito al massimo la licenza media (di tre decimi, al 10,6 per cento). È diminuito tra le persone in possesso della laurea (di tre decimi, al 5,4 per cento).

Figura 9.3



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

(1) Il tasso di disoccupazione è dato dal rapporto tra il numero di persone in cerca di occupazione e le forze di lavoro; le misure del lavoro inutilizzato sono calcolate aggiungendo sia al numeratore sia al denominatore i lavoratori scoraggiati, secondo le varie definizioni, e, ove rilevante, degli occupati equivalenti in CIG. – (2) Gli scoraggiati sono coloro che, tra gli inattivi, hanno compiuto l'ultima azione di ricerca oltre un mese prima dell'intervista, sono immediatamente disponibili a lavorare e hanno probabilità di trovare un lavoro non statisticamente distinguibili da quelle dei disoccupati; cfr. anche *Bollettino economico*, n. 59, 2010. – (3) Gli scoraggiati sono definiti come le persone immediatamente disponibili a lavorare, che hanno compiuto un'azione di ricerca negli ultimi 12 mesi ma non sono attualmente alla ricerca di un impiego perché ritengono di non riuscire a trovarlo. – (4) Gli scoraggiati sono coloro che sono immediatamente disponibili a lavorare ma non cercano un impiego perché ritengono di non riuscire a trovarlo.

Nell'ultimo trimestre dell'anno, a fronte del nuovo indebolimento della domanda di lavoro, il tasso di disoccupazione è salito al 9,6 per cento, dall'8,7 di un anno prima. Sulla base di dati preliminari il tasso sarebbe ulteriormente aumentato nel primo trimestre del 2012 al 10,8 per cento, 2,2 punti in più rispetto allo stesso periodo del 2011.

Quasi 15 milioni di persone tra 15 e 64 anni risultano inattive nella media del 2011. Tra esse, è aumentato il numero di chi non cerca lavoro ma sarebbe disponibile a lavorare e di chi lo cerca ma non sarebbe subito disponibile a lavorare; queste componenti, che co-



stituiscono le cosiddette forze di lavoro potenziali, sono pari al 12,1 per cento delle forze di lavoro (4,6 per cento nella media della Unione europea). Tra i motivi della mancata ricerca di lavoro continuano a essere rilevanti quelli familiari, di studio e legati allo scoraggiamento per la difficoltà di trovare un impiego; è invece diminuito il numero di chi non cerca lavoro perché in pensione, o perché non desidera lavorare, anche per motivi legati all'età.

Per cogliere appieno il sottoutilizzo delle forze di lavoro, soprattutto nel corso di una recessione, è necessario tenere conto, oltre che dei disoccupati così come definiti dagli standard internazionali, delle ore non lavorate dai dipendenti in CIG e dell'offerta potenziale di lavoro delle persone scoraggiate. Utilizzando criteri prudenti (cfr. il riquadro: *Stime del lavoro disponibile inutilizzato*, in *Bollettino economico*, n. 59, 2010), si stima che tra il 2010 e il 2011 il tasso di inutilizzo dell'offerta potenziale di lavoro sia ulteriormente aumentato all'11,0 per cento, un livello di quasi tre punti percentuali superiore a quello precedente la crisi e al corrispondente valore del tasso di disoccupazione (fig. 9.3).

### *La regolamentazione del mercato del lavoro*

La crisi ha reso più evidenti alcuni problemi strutturali del mercato del lavoro italiano: la bassa partecipazione femminile e giovanile, i forti divari territoriali, l'elevato dualismo fra occupati stabili e precari, le carenze del sistema di ammortizzatori sociali. Nel 2011 sono state introdotte alcune misure volte a incentivare la partecipazione delle donne e dei giovani, soprattutto se residenti in aree svantaggiate.

*La legge 12 novembre 2011, n. 183 (legge di stabilità 2012) ha previsto l'accesso ai contratti di inserimento per le donne di qualsiasi età prive di impiego regolarmente retribuito da almeno sei mesi e residenti in aree in cui i tassi di occupazione o disoccupazione maschile e femminile siano molto diversi. La legge 22 dicembre 2011, n. 214 (di conversione del cosiddetto decreto "salva Italia"), ha aumentato, dal 2012, le deduzioni dalla base imponibile IRAP spettanti per i dipendenti di sesso femminile o con meno di 35 anni, con maggiorazioni se attivi nel Mezzogiorno.*

Il Governo ha presentato all'inizio del 2012 un disegno di legge per il riassetto dei principali istituti del mercato del lavoro, la cui entrata a regime è prevista per il 2017. Il provvedimento mira a riequilibrare le tutele tra i vari tipi di impiego, riducendo la segmentazione del mercato, pur salvaguardando i necessari margini di flessibilità nell'uso del lavoro. Persegue un assetto più equo ed efficiente del sistema degli ammortizzatori sociali e delle politiche attive. La riforma interviene sulle forme contrattuali "atipiche" limitandone gli usi impropri o tesi a eludere gli obblighi fiscali e contributivi previsti per i rapporti di lavoro dipendente. Prevede inoltre per larga parte dei contratti a termine una maggiorazione dei contributi sociali (pari all'1,4 per cento della retribuzione) destinata al finanziamento degli ammortizzatori sociali: ciò riflette, come in ogni strumento assicurativo, la maggiore probabilità che i lavoratori temporanei fruiscono dei trattamenti di disoccupazione. Tale aggravio di costo, che modifica la convenienza relativa dei contratti a termine rispetto a quelli a tempo indeterminato, è in parte restituito in caso di stabilizzazione del rapporto di lavoro.

*La disciplina del contratto di apprendistato era già stata rivista all'interno di un Testo unico (decreto legislativo 14 settembre 2011, n. 167), con l'obiettivo di rilanciarlo quale canale privilegiato di accesso al mercato del lavoro da parte dei giovani. Successivamente la legge di stabilità aveva temporaneamente azzerato per gli apprendisti i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro con meno di dieci addetti per i primi tre anni dopo l'assunzione; il disegno di legge di riforma introduce una durata minima del contratto di sei mesi. Per i contratti di collaborazione a progetto si definisce un graduale allineamento delle aliquote contributive a quelle per il lavoro subordinato.*



Per quanto riguarda la cosiddetta flessibilità in uscita, l'intervento principale riguarda l'art. 18 dello Statuto dei lavoratori (legge 20 maggio 1970, n. 300), che disciplina gli effetti dei licenziamenti individuali dichiarati illegittimi o ingiustificati dal giudice eventualmente adito dal lavoratore. Si prevede di limitare sia i casi in cui il giudice può disporre il reintegro nel posto di lavoro sia l'entità delle indennità risarcitorie; si introduce inoltre una procedura conciliativa preventiva e un iter giudiziario più celere.

*Sebbene sia opinione diffusa che la disciplina dei licenziamenti illegittimi possa sfavorire la crescita dimensionale di impresa, le evidenze empiriche disponibili rilevano un effetto complessivamente contenuto delle disposizioni dell'art. 18 dello Statuto dei lavoratori. Per contro, vi è evidenza che l'eccessiva durata dei processi civili possa, attraverso numerosi canali, scoraggiare o limitare l'attività di impresa. La riforma proposta dal Governo agisce, con riferimento ai temi del lavoro, su entrambi i fronti. Da un lato, essa definisce in maniera più stringente le situazioni in cui il giudice può disporre il reintegro del lavoratore in caso di illegittimità del licenziamento, con il risultato di contenere le conseguenze organizzative di un giudizio sfavorevole all'impresa. Il reintegro nel posto di lavoro è preservato solo per i licenziamenti ritenuti discriminatori, per i licenziamenti disciplinari nel caso di insussistenza dei fatti contestati, o quando per essi siano previste sanzioni di minore entità dalle disposizioni di legge o dai contratti collettivi, e per i licenziamenti economici la cui motivazione sia manifestamente insussistente. Dall'altro lato, il disegno di legge in discussione, oltre a prevedere un rito più snello per le controversie in tema di licenziamenti, fissa un tetto alle indennità risarcitorie ed elimina alcune sanzioni amministrative collegate, riducendo l'onere economico atteso dall'impresa per ogni possibile risultato a essa sfavorevole dell'eventuale procedimento giudiziario. Ne dovrebbe conseguire un allentamento dello stretto legame tra lunghezza del procedimento e costi per il datore di lavoro.*

La riforma degli ammortizzatori sociali in caso di perdita del posto di lavoro e in costanza di impiego va nella direzione di una razionalizzazione degli istituti esistenti e di una maggiore universalità; essa si impernia sulla nuova Assicurazione sociale per l'impiego (ASpI) e sull'estensione della CIG a settori finora esclusi. La platea dei potenziali beneficiari della nuova indennità includerebbe gli apprendisti e le persone con minore esperienza lavorativa. Si prevede anche un miglior coordinamento delle politiche passive con quelle attive e con i servizi per l'impiego, la cui competenza è prevalentemente regionale.

*L'ASpI sostituirebbe le attuali indennità di disoccupazione ordinarie non agricole ed edili, quelle a requisiti ridotti e l'indennità di mobilità. Si prevede un trattamento pieno (per 12 mesi, che salgono a 18 per i beneficiari con almeno 55 anni) per chi ha versato contributi per 52 settimane nei due anni precedenti la cessazione del rapporto di lavoro, e uno ridotto (cosiddetta mini-ASpI, di durata pari a metà delle settimane di contribuzione nei 12 mesi precedenti il licenziamento) per chi non abbia maturato i requisiti per il trattamento pieno ma abbia lavorato per almeno 13 settimane. Verrebbe resa permanente l'indennità a favore dei collaboratori a progetto introdotta dal precedente Governo. Si prevede inoltre la modifica dell'istituto della CIG straordinaria, escludendo la possibilità di ricorrervi in caso di procedure fallimentari, e l'estensione della CIG a settori finora esclusi attraverso la costituzione di fondi bilaterali o, in loro assenza, l'adesione a un fondo residuale istituito presso l'INPS.*

*Sulla base del campione degli individui presenti negli archivi dell'INPS (Work Histories Italian Panel) si stima che, nel 2002 (ultimo anno disponibile), la quota di lavoratori dipendenti che in caso di perdita del posto di lavoro avrebbero potenzialmente avuto diritto all'indennità di disoccupazione con requisiti pieni sarebbe stata pari all'82 per cento, più un 3 per cento di beneficiari dell'indennità a requisiti ridotti, che viene tuttavia erogata nell'anno successivo indipendentemente dalla sussistenza della condizione di disoccupazione. L'introduzione dell'ASpI e della mini-ASpI avrebbe elevato la copertura al 98 per cento. Tra coloro che nel 2002 avevano effettivamente perso il lavoro, il 46 per cento aveva titolo ad accedere all'indennità di disoccupazione con requisiti pieni, il 17 con requisiti ridotti. Con la nuova assicurazione la copertura sarebbe più elevata di 16 punti percentuali; tale incremento riflette per metà l'estensione agli apprendisti, per la parte rimanente l'assenza del requisito dei due anni di assicurazione per l'accesso al trattamento ridotto.*

*In termini di durata l'ASpI sarebbe meno favorevole rispetto all'indennità di mobilità, che viene riconosciuta per un periodo compreso tra uno e quattro anni a seconda dell'età del lavoratore e della localizzazione aziendale, ma a fronte di requisiti più stringenti (spetta a lavoratori a tempo indeterminato con un'anzianità aziendale di almeno un anno, impiegati in imprese di specifici settori e classi*

dimensionali). Sulla base delle caratteristiche dei beneficiari dell'indennità di mobilità alla fine del 2010, si stima che la sostituzione con l'ASpl ridurrebbe il periodo di indennizzo in media di 18 mesi.

### Le retribuzioni, il costo del lavoro e le relazioni industriali

Nel 2011 le retribuzioni di fatto per unità di lavoro (Ula) dipendente sono cresciute, nell'intera economia e in termini nominali, dell'1,4 per cento, quasi un punto percentuale in meno dell'anno prima (tav. 9.4). Al rallentamento hanno contribuito la decelerazione osservata nel settore privato, più pronunciata nell'industria in senso stretto, e la sostanziale stabilità nel pubblico impiego (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

Tavola 9.4

Costo del lavoro e produttività in Italia (variazioni percentuali annue, salvo diversa indicazione)									
ANNI	Valore aggiunto (1)	Ula totali	Valore aggiunto per Ula (1)	Retribuzione per Ula dipendente	Costo del lavoro per Ula dipendente (2)	CLUP (2) (3)	Quota del lavoro sul valore aggiunto (2) (4)	Costo del lavoro reale per Ula dipendente (2) (5)	Retribuzione reale per Ula dipendente (6)
<i>Industria in senso stretto</i>									
1996-2000	0,9	-0,2	1,1	3,5	2,6	1,5	63,9	2,6	1,0
2001-2005	-0,2	-0,4	0,2	3,0	3,0	2,8	64,6	1,2	0,6
2006-2010	-1,2	-2,5	1,3	3,5	3,3	2,0	67,0	1,9	1,5
2008	-3,0	-1,4	-1,6	3,9	4,5	6,2	66,7	2,0	0,6
2009	-15,1	-9,5	-6,2	2,9	2,7	9,5	70,1	-1,4	2,1
2010	7,0	-3,1	10,4	3,7	3,5	-6,2	67,9	6,9	2,2
2011	1,2	0,8	0,5	2,6	2,5	2,0	70,3	4,2	-0,1
<i>Costruzioni</i>									
1996-2000	1,1	1,1	..	3,4	2,2	2,2	72,8	2,2	0,9
2001-2005	2,9	3,3	-0,3	2,6	2,8	3,2	68,6	-1,9	0,2
2006-2010	-2,3	0,1	-2,4	3,4	3,4	6,0	70,2	-0,1	1,4
2008	-2,7	0,1	-2,8	4,2	4,8	7,8	68,8	-0,4	0,9
2009	-8,4	-1,4	-7,1	4,0	3,7	11,6	73,2	-1,2	3,2
2010	-3,0	-2,2	-0,8	3,1	2,7	3,5	75,4	2,2	1,5
2011	-3,5	-3,1	-0,4	2,7	2,2	2,7	74,5	-1,5	-0,1
<i>Servizi privati (7)</i>									
1996-2000	2,6	2,2	0,5	2,8	1,7	1,2	54,2	1,7	0,4
2001-2005	1,2	1,6	-0,3	2,5	2,5	2,8	51,5	-0,5	..
2006-2010	0,2	0,3	-0,1	2,3	2,3	2,4	53,4	0,7	0,4
2008	-0,9	..	-0,9	2,6	3,3	4,2	53,3	0,3	-0,8
2009	-3,9	-1,5	-2,4	0,9	0,7	3,1	54,0	-1,1	0,1
2010	1,7	-0,1	1,8	2,0	2,0	0,2	54,1	2,1	0,5
2011	1,1	1,0	0,1	1,5	1,3	1,2	53,8	-0,5	-1,3
<i>Settore privato</i>									
1996-2000	2,0	0,9	1,1	3,2	2,2	1,1	60,5	2,2	0,8
2001-2005	0,9	0,9	..	2,7	2,7	2,7	58,2	..	0,2
2006-2010	-0,4	-0,5	0,2	2,8	2,7	2,5	60,1	1,1	0,9
2008	-1,5	-0,5	-1,0	3,2	3,8	4,9	59,8	0,9	-0,2
2009	-7,0	-3,7	-3,5	1,9	1,6	5,2	61,5	-0,8	1,1
2010	2,5	-1,0	3,6	2,6	2,5	-1,0	61,3	3,3	1,1
2011	0,8	0,3	0,5	2,1	1,9	1,4	61,4	0,7	-0,7
<i>Totale economia</i>									
1996-2000	1,8	0,8	1,0	3,4	2,7	1,6	64,9	2,7	1,0
2001-2005	1,0	0,8	0,2	3,2	3,1	3,0	63,2	0,3	0,7
2006-2010	-0,2	-0,3	0,2	2,6	2,6	2,4	64,9	0,9	0,7
2008	-1,1	-0,4	-0,8	3,4	3,8	4,6	64,6	0,8	..
2009	-5,6	-2,9	-2,8	1,8	1,7	4,7	66,1	-0,5	1,1
2010	2,1	-0,9	3,0	2,3	2,3	-0,7	65,9	2,7	0,7
2011	0,6	0,1	0,5	1,4	1,4	0,9	65,8	0,3	-1,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali* (Ateco 2007); cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Valore aggiunto a prezzi base in quantità a prezzi concatenati, anno di riferimento 2005. – (2) Nel 1998 l'introduzione dell'IRAP e la contestuale eliminazione di alcuni contributi a carico delle imprese hanno determinato una forte discontinuità nei dati. – (3) Rapporto tra il reddito da lavoro per Ula dipendente e il valore aggiunto per Ula a prezzi base in quantità a prezzi concatenati, anno di riferimento 2005. – (4) Valori percentuali; valore aggiunto a prezzi base. – (5) Reddito da lavoro per Ula dipendente deflazionato con il deflatore del valore aggiunto a prezzi base. – (6) Retribuzione per Ula dipendente deflazionata con l'indice dei prezzi al consumo. – (7) Includono commercio e riparazioni, alloggio e ristorazione, trasporti e magazzinaggio, informazione e comunicazioni, attività finanziarie e assicurative, immobiliari, professionali, scientifiche e tecniche, amministrative e di supporto.

*La crescita delle retribuzioni definite dai contratti collettivi di categoria è diminuita rispetto al 2010 di tre decimi di punto, all'1,8 per cento. I contratti nazionali siglati di recente nel settore privato (tra i più rilevanti, quello del commercio nel 2011 e quelli del credito e delle assicurazioni all'inizio del 2012) hanno nella sostanza recepito i principali contenuti della riforma degli assetti contrattuali del 2009 (durata triennale, riconoscimento di aumenti in linea con le previsioni dell'indice dei prezzi al consumo al netto della componente energetica importata, corresponsione di elementi di garanzia retributiva in favore dei lavoratori che non beneficiano della contrattazione di secondo livello).*

Nel corso del 2011 sono stati ulteriormente estesi i margini di manovra della contrattazione decentrata, ancora poco diffusa in Italia (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro* nella Relazione sull'anno 2010).

*L'Accordo quadro di riforma degli assetti contrattuali del 2009 introduceva la possibilità per i contratti di secondo livello di derogare alle disposizioni dei contratti nazionali in situazioni di crisi o per favorire lo sviluppo economico e occupazionale (cosiddette clausole di apertura). In base all'Accordo interconfederale del 28 giugno 2011, definitivamente siglato da tutte le parti sociali il 21 settembre 2011, i contratti di secondo livello possono modificare i contratti nazionali, nei limiti e secondo le procedure previste dagli stessi contratti nazionali; in attesa che i rinnovi recepiscano tali indicazioni, i contratti di secondo livello possono definire intese modificative rispetto alla disciplina della prestazione lavorativa, degli orari e dell'organizzazione del lavoro per fronteggiare situazioni critiche o per favorire la crescita. L'art. 8 della legge 14 settembre 2011, n. 148, ha stabilito che i contratti di secondo livello possano realizzare specifiche intese in deroga sia alle previsioni del contratto collettivo nazionale sia alle disposizioni di legge con efficacia nei confronti di tutti i lavoratori interessati. Tali intese possono riguardare le mansioni e l'inquadramento del lavoratore, la disciplina di turni e orario di lavoro, le modalità di assunzione e le conseguenze del recesso dal rapporto di lavoro.*

*Secondo i dati del sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre del 2011, solo una impresa su cinque sarebbe interessata entro il 2012 all'esercizio delle deroghe previste dal citato art. 8: più a quelle relative a turni e organizzazione del lavoro che a quelle relative al recesso dal rapporto di impiego. Tra le restanti quattro, una dichiara di non essere soddisfatta degli attuali assetti contrattuali, ma di non prevedere un utilizzo delle deroghe per i costi legati all'elevata incertezza normativa o alla negoziazione con il personale.*

Pur in una fase ciclica non favorevole, nel 2011 la dinamica retributiva nel settore privato (2,1 per cento) è stata sospinta, per tre decimi di punto percentuale, dallo slittamento salariale (*wage drift*, pari alla differenza tra crescita delle retribuzioni e contributo degli aumenti definiti dai contratti nazionali); il contributo è stato maggiore nell'industria in senso stretto (sette decimi). Come nel 2010, vi avrebbe influito in misura rilevante una ricomposizione dell'occupazione dovuta alla riduzione dell'incidenza delle posizioni lavorative con retribuzione più bassa (cfr. il riquadro: *Gli effetti della ricomposizione dell'occupazione sul recente andamento delle retribuzioni medie nel settore privato*, in *Bollettino economico*, n. 64, 2011).

*Stime basate sulla Rilevazione sulle forze di lavoro dell'Istat mostrano che le retribuzioni nette mensili rese equivalenti a tempo pieno, al netto delle componenti percepite saltuariamente come gratifiche e premi aziendali, sono cresciute nell'intera economia dell'1,4 per cento nel 2011: il 10 per cento di questo incremento è dipeso da una ricomposizione dei dipendenti verso settori caratterizzati da retribuzioni medie più alte e il 30 per cento da una ricomposizione verso livelli di anzianità e qualifiche più elevati.*

A fronte di un incremento dei prezzi al consumo che riflette soprattutto il rincaro dei prodotti energetici e l'aumento delle imposte indirette (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*), nella media del 2011 le retribuzioni di fatto per unità di lavoro dipendente si sono contratte in termini reali dell'1,3 per cento, per la prima volta dal 1995. Nel settore privato il calo ha interessato essenzialmente i servizi, a fronte di una sostanziale stagnazione nell'industria (tav. 9.4).

*Sulla base dei principali contratti nazionali vigenti (che coprono il 95 per cento del monte retributivo nel 2012), si stima che anche quest'anno la crescita delle retribuzioni pro capite del settore privato rimanga in media inferiore a quella dei prezzi; nel pubblico impiego le retribuzioni resterebbero invariate per effetto del blocco della contrattazione disposto fino al 2014 e del congelamento delle progressioni stipendiali.*

Nonostante l'aumento contenuto delle retribuzioni per unità di lavoro, nel 2011 il CLUP nell'intera economia è cresciuto dello 0,9 per cento, dopo essere diminuito dello 0,7 per cento nel 2010 (tav. 9.4). L'incremento è imputabile al rallentamento della produttività del lavoro rispetto all'espansione registrata nel 2010 (rispettivamente 0,5 e 3,0 per cento). Nell'industria in senso stretto il CLUP è salito del 2,0 per cento; la produttività, dopo il recupero del 2010, è risultata poco più che stagnante, come nel resto dell'economia (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*).

*Nel 2011 il CLUP ha ripreso a crescere anche in Germania (da -1,9 per cento nel 2010 a 1,3) dove a redditi orari di nuovo in aumento per l'intera economia (2,5 per cento) si è sommato l'effetto del rallentamento della produttività, che è stato particolarmente accentuato nell'industria in senso stretto (da 6,3 a 2,4 per cento). Il CLUP ha continuato a diminuire in Spagna, pur a un ritmo inferiore (da -2,6 a -1,9 per cento), mentre ha accelerato in Francia (da 0,8 a 1,5 per cento).*

### ***La distribuzione delle retribuzioni e del reddito familiare***

Secondo l'Indagine condotta con cadenza biennale dalla Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, tra il 2008 e il 2010 le retribuzioni reali mensili pro capite dei lavoratori dipendenti a tempo pieno, al netto di imposte e contributi sociali, erano cresciute dello 0,8 per cento; l'aumento era stato più pronunciato per le donne (2,0 per cento). La quota di lavoratori a bassa retribuzione era salita di tre decimi di punto percentuale, al 9,4 per cento (tav. 9.5). Per effetto dell'espansione del part-time, le retribuzioni nette medie per il totale dei lavoratori dipendenti erano diminuite dello 0,2 per cento, riflettendo esclusivamente il calo nel Mezzogiorno (-1,0 per cento).

Tra il 2008 e il 2010 il reddito disponibile equivalente familiare reale era diminuito dello 0,7 per cento, meno che nel biennio precedente (-3,6 per cento, tav. 9.6). Nelle unità familiari con un lavoratore dipendente come capofamiglia, la contrazione era stata dello 0,5 per cento (-4,9 per cento nel biennio precedente); nelle famiglie di lavoratori indipendenti si registrava un aumento dell'1,6 per cento, che permetteva un parziale recupero del calo osservato tra il 2006 e il 2008 (-10,4 per cento).

Nel complesso delle famiglie, il reddito da lavoro dipendente rappresentava il 39,5 per cento del reddito totale e la sua quota era diminuita di 1,2 punti tra il 2006 e il 2010. Nello stesso periodo, il reddito da lavoro autonomo subiva una flessione pari a 2,3 punti, attestandosi al 12,8 per cento nel 2010. Aumentavano le quote relative ai redditi da pensione e da trasferimenti (1,9 punti, al 25,4 per cento) e da capitale (1,5 punti, al 22,2 per cento).

La disuguaglianza complessiva nella distribuzione dei redditi familiari misurata dall'indice di Gini rimaneva sostanzialmente stabile tra il 2008 e il 2010, come nel decennio precedente.

Tavola 9.5

<b>Retribuzioni reali nette mensili (1)</b>						
<i>(valori in euro a prezzi 2010; valori assoluti e valori percentuali)</i>						
VOCI	2000	2002	2004	2006	2008	2010
<b>Totale lavoratori dipendenti</b>						
Retribuzioni medie	1.410	1.440	1.468	1.489	1.442	1.439
<i>Maschi</i>	1.539	1.562	1.592	1.622	1.590	1.586
<i>Femmine</i>	1.220	1.266	1.291	1.311	1.251	1.253
<i>Centro Nord</i>	1.466	1.494	1.527	1.549	1.503	1.503
<i>Sud e Isole</i>	1.267	1.305	1.307	1.332	1.289	1.276
Indice di Gini (2)	0,240	0,251	0,242	0,233	0,237	0,237
Rapporto interdecilico (3)	3,1	2,9	3,0	2,8	2,8	2,9
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	16,9	17,8	15,4	16,3	16,5	18,4
<i>Maschi</i>	11,2	10,7	9,7	10,0	9,2	10,4
<i>Femmine</i>	25,4	28,0	23,4	24,7	26,0	28,5
<i>Centro Nord</i>	13,3	15,0	13,2	13,8	13,0	15,6
<i>Sud e Isole</i>	26,5	24,9	21,2	22,8	25,3	25,4
<b>Lavoratori dipendenti a tempo pieno</b>						
Retribuzioni medie	1.483	1.518	1.531	1.564	1.530	1.543
<i>Maschi</i>	1.569	1.594	1.613	1.646	1.622	1.625
<i>Femmine</i>	1.330	1.390	1.393	1.432	1.384	1.412
<i>Centro Nord</i>	1.531	1.569	1.596	1.630	1.590	1.606
<i>Sud e Isole</i>	1.351	1.386	1.357	1.392	1.377	1.380
Indice di Gini (2)	0,217	0,228	0,225	0,212	0,212	0,206
Rapporto interdecilico (3)	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	10,6	11,4	10,0	10,0	9,1	9,4
<i>Maschi</i>	9,0	8,1	8,2	8,2	6,7	7,1
<i>Femmine</i>	13,4	16,9	13,0	12,7	12,8	13,2
<i>Centro Nord</i>	7,4	8,6	7,5	7,2	5,9	7,0
<i>Sud e Isole</i>	19,3	18,4	16,7	17,1	17,1	15,7

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (Versione 7.0, gennaio 2012); cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Attività lavorative dipendenti principali. Le retribuzioni sono deflazionate con l'indice del costo della vita e al netto delle imposte e dei contributi previdenziali e assistenziali. I valori in lire fino al 2000 sono convertiti in euro sulla base della parità di 1936,27 lire per euro. – (2) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 (massima disuguaglianza). – (3) Rapporto tra la retribuzione corrispondente al 9° decile più elevato e quella corrispondente al 1° decile più basso. – (4) Quote percentuali. Secondo la definizione OCSE, "bassa retribuzione" è quella inferiore ai 2/3 del valore mediano della distribuzione delle retribuzioni dei lavoratori a tempo pieno.

Tavola 9.6

<b>Reddito reale familiare equivalente disponibile (1)</b>						
<i>(valori in euro a prezzi 2010; valori assoluti)</i>						
VOCI (2)	2000	2002	2004	2006	2008	2010
Reddito equivalente medio	18.358	18.789	19.613	20.375	19.634	19.495
<i>Centro Nord</i>	21.408	22.133	23.181	23.820	22.930	22.758
<i>Sud e Isole</i>	12.980	12.838	13.178	14.054	13.478	13.321
<i>Operaio, apprendista, commesso</i>	13.691	13.857	13.781	14.485	13.659	13.249
<i>Impiegato, quadro, insegnante</i>	20.308	20.576	21.091	21.344	21.104	21.311
<i>Dirigente</i>	35.229	41.058	38.625	43.825	40.879	38.065
<i>Lavoratore autonomo</i>	22.589	23.521	27.436	28.721	25.724	26.136
<i>Pensionato</i>	17.482	17.424	17.667	18.579	19.577	19.194
<i>Inoccupato non pensionato</i>	7.374	6.724	10.055	7.922	7.191	7.513
Indice di Gini (3)	0,335	0,330	0,343	0,337	0,330	0,336
<i>Centro Nord</i>	0,293	0,292	0,306	0,304	0,295	0,302
<i>Sud e Isole</i>	0,357	0,329	0,334	0,324	0,326	0,331
Rapporto interdecilico (4)	4,6	4,4	4,5	4,4	4,5	4,6

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (Versione 7.0, gennaio 2012); cfr. nell'Appendice le sezioni: *Note metodologiche* e la voce del *Glossario*: Reddito equivalente.

(1) Redditi familiari complessivi (inclusivi degli affitti imputati sulle abitazioni utilizzate dai proprietari) al netto delle imposte dirette, divisi per il deflatore dei consumi nazionali delle famiglie di contabilità nazionale e resi comparabili con la scala di equivalenza dell'OCSE modificata. Le osservazioni sono pesate per il numero di persone, tranne che nel calcolo delle quote delle famiglie a basso reddito che sono pesate per famiglia. I valori in lire fino al 2000 sono convertiti in euro sulla base della parità di 1936,27 lire per euro. – (2) La condizione occupazionale è quella del capofamiglia, identificato con il maggior percettore di reddito da lavoro o pensione. – (3) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 (massima disuguaglianza). – (4) Rapporto tra il reddito disponibile equivalente corrispondente al 9° decile più elevato e quello corrispondente al 1° decile più basso.

## 10. LA STRUTTURA PRODUTTIVA E LE POLITICHE STRUTTURALI

Come accade da oltre un decennio, anche lo scorso anno la crescita della produttività dell'economia italiana è stata inferiore a quella delle principali economie europee. La performance di valore aggiunto e produttività è stata tuttavia molto differenziata tra settori e, al loro interno, tra imprese: all'andamento negativo di alcune produzioni più tradizionali si è contrapposto quello, più favorevole, dei settori a intensità tecnologica medio-alta; le imprese che già erano orientate all'innovazione e all'internazionalizzazione sono state quelle che meglio hanno fronteggiato l'indebolimento congiunturale.

Dalla seconda metà del 2011 è stato avviato un vasto programma di riforme finalizzato a creare condizioni di contesto più favorevoli alla crescita. Sono stati varati interventi per ridurre il peso degli oneri burocratici e semplificare i procedimenti amministrativi, per rendere più efficiente la giustizia civile, per accrescere il livello di concorrenza in particolare nel settore dei servizi, per favorire lo sviluppo infrastrutturale e l'utilizzo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Molte delle misure adottate richiedono la definizione di provvedimenti attuativi dai quali dipenderà l'efficacia complessiva degli interventi. Vari studi indicano che riforme strutturali di questa natura sono in grado di produrre, nel medio periodo, effetti significativi sulla crescita.

### *Le dinamiche settoriali*

Risentendo dell'indebolimento del ciclo economico internazionale, il rallentamento produttivo, in termini di valore aggiunto, è stato più forte nell'industria in senso stretto (all'1,2 per cento, dal 7 del 2010) che nei servizi (allo 0,8 per cento, dall'1,4); si è ulteriormente aggravata la contrazione nel settore delle costruzioni (-3,5 per cento, -5,6 per cento all'anno nel biennio precedente; tav. 10.1).

*L'industria in senso stretto ha fortemente rallentato in tutti i paesi europei, ma la dinamica del valore aggiunto è stata in Italia pari a un terzo di quella media dell'area dell'euro (3,6 per cento) e a un quinto di quella tedesca (5,9 per cento).*

Contrariamente a quanto accaduto nel triennio 2008-2010, quando la recessione, prima, e la ripresa, poi, avevano interessato quasi tutti i comparti, nel 2011 la dinamica del valore aggiunto è stata molto differenziata a livello settoriale. Tra le produzioni manifatturiere, i comparti della metallurgia, delle macchine e apparecchi meccanici e, in misura minore, dei prodotti farmaceutici e alimentari hanno confermato la tendenza espansiva avviata nel 2010; la crescita dei servizi è stata sostenuta dall'espansione nel commercio e dall'accelerazione nei comparti degli alberghi e della ristorazione e nelle attività professionali e immobiliari. Una forte contrazione del valore aggiunto



si è invece verificata nelle imprese che producono apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto, prodotti tessili e petrolchimici e in quelle che offrono servizi nel campo dell'informazione e comunicazione e in quello della finanza.

Nell'ultimo decennio la riduzione del peso dei settori tradizionali (in particolare del settore tessile, abbigliamento e pelle) è avvenuta a favore di altre produzioni con contenuto tecnologico medio-alto; in Germania la produzione si è spostata in misura significativa verso comparti ad alto contenuto tecnologico (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

Tavola 10.1

Valore aggiunto e produttività del lavoro per settore di attività economica (valori percentuali medi annui)										
SETTORI	Quota sul valore aggiunto totale (1)		Valore aggiunto (2)				Produttività (3)			
	2007	2011	2000-2007	2008-2009	2010	2011	2000-2007	2008-2009	2010	2011
<b>INDUSTRIA</b>	<b>27,7</b>	<b>25,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,4</b>	<b>7,5</b>	<b>0,5</b>
Industria in senso stretto	21,3	19,0	0,8	-9,2	7,0	1,2	0,8	-3,9	10,4	0,5
Industria estrattiva	0,4	0,4	-1,2	-8,8	7,2	2,2	-1,0	-5,5	10,2	1,5
Industria manifatturiera	18,7	16,2	0,8	-10,3	7,0	0,6	0,8	-4,7	10,8	-0,2
Alimentare	1,8	1,8	-0,6	-4,4	5,4	1,3	-0,9	-2,9	7,4	-1,1
Tessile, abbigliamento e pelle	2,0	1,5	-2,0	-9,4	6,5	-3,4	0,8	-2,1	12,9	-1,6
Legno, carta, editoria	1,3	1,1	-0,3	-8,9	3,0	-2,3	0,7	-4,9	4,9	1,6
Coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio	0,4	0,1	-4,0	-14,0	21,7	-3,4	-4,2	-11,7	19,7	-4,9
Prodotti chimici	0,7	0,6	-0,9	-10,6	8,2	-3,4	-0,6	-6,8	7,6	-5,4
Prodotti farmaceutici	0,5	0,4	2,7	-1,6	1,7	2,8	2,8	1,7	5,8	0,8
Gomma, plastica e lavorazione minerali non metalliferi	1,8	1,5	0,9	-11,3	2,6	0,6	1,4	-4,8	6,0	0,3
Metallurgia e prodotti in metallo	3,3	2,9	2,7	-13,4	9,3	4,1	1,0	-6,7	14,6	0,1
Computer e prodotti di elettronica e ottica	0,7	0,6	1,2	-9,8	9,5	-2,7	0,8	-4,3	12,9	-0,4
Apparecchiature elettriche	0,9	0,8	2,4	-9,0	9,6	-5,7	1,8	-3,0	11,0	-8,8
Macchinari e apparecchiature	2,4	2,2	2,5	-11,7	13,1	7,9	1,0	-6,6	14,4	2,8
Mezzi di trasporto	1,2	0,9	0,5	-13,0	4,2	-3,9	0,8	-3,5	8,7	-5,2
Mobili, altre industrie, riparazioni e installazioni	1,8	1,7	1,0	-10,9	4,6	-0,7	0,2	-6,0	10,0	2,3
Energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	1,5	1,6	1,8	-0,6	6,9	3,8	4,3	1,6	8,6	5,6
Acque, reti fognarie, rifiuti	0,7	0,9	0,0	-1,9	5,4	7,2	-2,5	-3,5	3,1	6,5
Costruzioni	6,5	6,1	2,5	-5,6	-3,0	-3,5	-0,4	-4,9	-0,8	-0,4
<b>SERVIZI</b>	<b>72,3</b>	<b>74,9</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,3</b>
di cui:										
Commercio e riparazioni	11,2	11,1	0,5	-6,9	5,1	1,9	-0,2	-5,8	6,3	1,9
Trasporti e magazzinaggio	5,6	5,8	1,4	-4,3	1,2	0,1	0,3	-3,7	1,7	-0,3
Alberghi e ristoranti	4,2	4,2	0,4	-0,9	1,3	2,7	-1,5	-0,1	0,5	1,1
Informazione e comunicazione	4,6	4,4	4,4	1,5	2,4	-1,3	2,9	0,4	5,4	-3,8
Attività finanziarie	5,4	5,5	3,2	1,7	3,3	-0,7	1,6	1,9	5,4	-1,3
Attività immobiliari	12,8	14,1	1,0	-0,1	-1,1	1,5	-1,5	0,8	-3,8	-0,4
Attività professionali, ammin. e servizi di supporto	8,6	8,7	1,4	-4,1	1,0	1,8	-1,6	-3,3	-1,0	-0,3
<b>TOTALE</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>1,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*.  
(1) Ai prezzi base; valori a prezzi correnti. – (2) Ai prezzi base; quantità a prezzi concatenati; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (3) Valore aggiunto ai prezzi base per unità di lavoro; quantità a prezzi concatenati; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.



*In Italia il peso dei settori manifatturieri a più alta tecnologia (prodotti farmaceutici, computer, prodotti di elettronica e ottica) è basso e sostanzialmente invariato dal 1992 (1,1 per cento). Secondo i dati Eurostat, nel 2009 la quota del valore aggiunto italiano attribuibile a questi settori era inferiore a quella della Germania (1,9), in linea con la Francia e superiore a quella della Spagna (0,9 per cento). I servizi a più alta intensità di conoscenza (servizi di informazione e comunicazione, attività editoriali, telecomunicazioni e servizi di ricerca e sviluppo) generano in Italia l'8,9 per cento del valore aggiunto totale, in linea con i principali paesi europei.*

Dopo la forte ripresa registrata nel 2010 (6,9 per cento), lo scorso anno il valore aggiunto del comparto energetico è cresciuto del 3,8 per cento. Secondo valutazioni del Gestore dei servizi energetici la generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili avrebbe raggiunto nel corso del 2011 gli 84,2 TWh, un valore superiore di oltre il 9 per cento a quello dell'anno precedente e vicino all'obiettivo previsto per il 2020 dal Piano di azione nazionale per le energie rinnovabili.

*Il crescente ruolo delle fonti rinnovabili all'interno del sistema energetico italiano contribuisce a ridurre la dipendenza energetica e l'impatto sull'ambiente; può inoltre fornire uno stimolo ai settori domestici che realizzano gli impianti o parte della componentistica, anche se, in particolare per il fotovoltaico, negli scorsi anni ha portato a un aumento delle importazioni. Il sistema di incentivazione che ha determinato tale sviluppo comporta tuttavia costi crescenti per il Paese: nel 2011, secondo le valutazioni dell'Autorità dell'energia elettrica e del gas, gli incentivi alla produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili e assimilate finanziati attraverso le bollette sono stati pari a circa 7,9 miliardi di euro (oltre un quinto del costo della bolletta, escluse le imposte); nel 2012 supereranno i 10 miliardi contribuendo a far crescere i prezzi dell'energia elettrica, già tra i più alti d'Europa. I recenti decreti ministeriali che rivedono gli incentivi alle fonti rinnovabili ne limiteranno la crescita sia ponendo un limite annuo alla potenza installata, sia riducendo il loro valore unitario al livello medio europeo.*

La dinamica del valore aggiunto nel complesso dell'economia si è riflessa in gran parte in quella della produttività del lavoro. Misurata dal valore aggiunto reale per unità di lavoro, nel 2011 la produttività si è espansa dello 0,4 per cento (3,1 nel 2010), per effetto di una contrazione nell'industria manifatturiera (-0,2 per cento) e nelle costruzioni (-0,3 per cento) compensata dagli aumenti nei comparti energetici e dell'industria estrattiva (5,6 e 1,5 per cento rispettivamente) e nei servizi (0,3 per cento). Nei settori industriali tradizionali, ad eccezione di quello alimentare, la dinamica della produttività è stata migliore di quella del valore aggiunto, come conseguenza della riduzione dell'input di lavoro. Negli altri settori manifatturieri sono invece probabilmente prevalsi fenomeni di *labour hoarding*.

L'andamento della produttività del lavoro – che riflette in larga misura quello della produttività totale dei fattori – è da oltre un decennio insoddisfacente. Dopo essere cresciuto dal 1992 al 2000 più che negli altri principali paesi europei (1,7 per cento in media d'anno, contro 1,3 della Germania e 1,1 della Francia), il valore aggiunto per occupato in termini reali, nell'intera economia, ha bruscamente frenato nel decennio successivo; tra il 2001 e il 2007 ha ristagnato, a fronte di incrementi medi annui dell'1,5 per cento in Germania e dell'1,1 in Francia. L'incapacità del sistema produttivo di espandere la propria efficienza a ritmi comparabili a quelli dei concorrenti europei ha riguardato tutti i principali settori di attività economica e le differenti fasi cicliche, anche se è stata più accentuata nell'industria.

*Questo quadro recepisce le revisioni apportate dall'Istat alle statistiche di contabilità nazionale, pubblicate nell'ottobre del 2011. Oltre a utilizzare le nuove classificazioni delle attività economiche (Ateco 2007) e dei prodotti (CPA 2008), in conformità agli accordi comunitari, l'Istat ha introdotto alcune innovazioni nei dati di base e nei processi di stima (cfr. il capitolo 8: La domanda, l'offerta e i prezzi).*

## Le imprese e la crescita

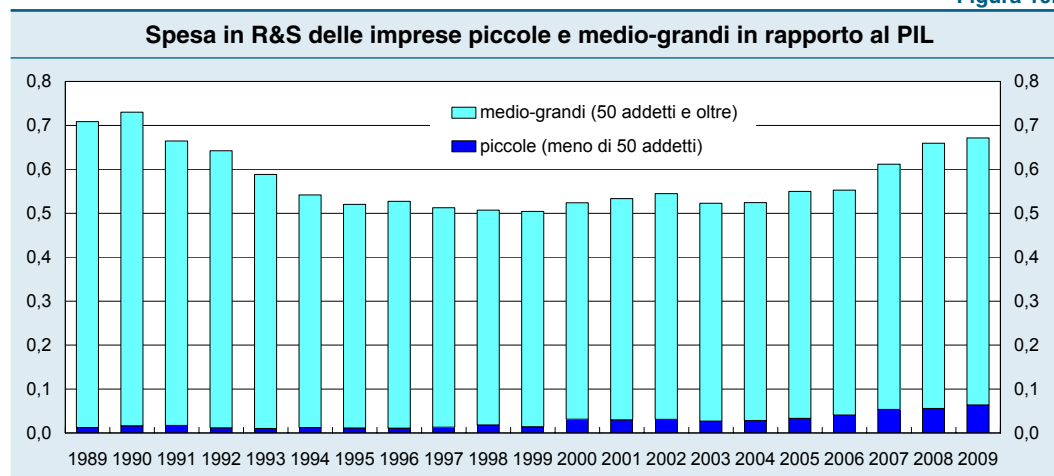
Nel 2011 il tasso netto di natalità delle imprese è sceso allo 0,8 per cento, poco al di sopra dei valori osservati nel biennio 2008-09, per effetto di una marcata riduzione delle nascite e, in misura minore, di un aumento delle cessazioni. Il numero dei fallimenti aziendali avviati è salito a oltre 12.000, il 7,4 per cento in più rispetto al 2010 che già era risultato superiore del 19,8 per cento a quello dell'anno precedente. L'aumento dei fallimenti ha interessato quasi tutti i principali settori produttivi; nella manifattura, dove si è concentrato oltre un quinto dei fallimenti complessivi, si è registrato un lieve calo rispetto al picco di ingressi in procedura fallimentare toccato nel corso del 2010. La dinamica demografica ha continuato a essere positiva per le società di capitali, in particolare nei settori manifatturieri ad alta tecnologia, confermando la transizione del sistema produttivo italiano verso forme organizzative più articolate.

I dati del primo trimestre 2012 mostrano un saldo negativo di 26.000 imprese, dovuto al forte aumento delle cessazioni (8,5 per cento rispetto al trimestre corrispondente) e alla contemporanea, seppur lieve, riduzione delle iscrizioni. La dinamica demografica è stata particolarmente negativa per le imprese artigiane. Nel primo trimestre 2012 gli ingressi in procedura fallimentare (oltre 3.000) sono aumentati rispetto al trimestre corrispondente (4,2 per cento).

Analisi condotte sui dati dell'indagine della Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti (Invind) mostrano come in tutte le recenti fasi cicliche (il periodo 2000-07 di forte sviluppo dell'economia mondiale, la recessione del 2008-09, la breve ripresa del 2010) la dinamica del valore delle vendite e le previsioni di espansione futura siano migliori per le imprese caratterizzate da un maggior orientamento ai mercati esteri, da una spiccata capacità innovativa e da cospicui investimenti in ricerca e sviluppo (R&S).

*A conferma della rilevanza dell'attività innovativa come fattore strategico di competitività, la spesa totale in R&S delle imprese italiane, in aumento dalla metà del decennio scorso, ha registrato un incremento significativo nel biennio 2008-09, portandosi allo 0,7 per cento del PIL anche grazie all'accelerazione impressa dalle imprese con meno di 50 addetti, il cui contributo è salito dallo 0,04 per cento nel 2006 allo 0,06 nel 2009 (fig. 10.1). Durante la recessione del 1992-93 e nella successiva ripresa, la spesa totale delle imprese italiane in R&S aveva invece registrato una contrazione, dallo 0,7 per cento del PIL nel 1990 allo 0,5 nel 1995.*

Figura 10.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Secondo i dati dell'indagine Invind relativi alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti, nel 2011 il fatturato a prezzi costanti è aumentato del 2,2 per cento tra le aziende che nel triennio 2009-2011 hanno effettuato spese in R&S, è rimasto sostanzialmente stabile tra le altre; l'andamento del fatturato è stato significativamente migliore anche per le imprese che hanno realizzato all'estero almeno il 30 per cento dei loro ricavi (3,3 per cento, contro 0,4 per le altre). Questi differenziali di crescita riflettono, per oltre la metà, caratteristiche di impresa diverse dalla specializzazione settoriale, dalla localizzazione geografica e dalla dimensione aziendale, e sono riconducibili quindi a fattori non osservabili tra i quali quelli connessi con la qualità della forza lavoro e del capitale e con le capacità manageriali.

*A complemento dell'indagine Invind, tra aprile e maggio del 2012, sono state realizzate numerose interviste dirette con imprese rappresentative di comparti sia della manifattura sia del terziario che confermano la netta divaricazione tra l'andamento delle imprese esportatrici e quello delle imprese prevalentemente rivolte al mercato nazionale; si conferma inoltre che quelle maggiormente orientate all'innovazione e all'internazionalizzazione nel periodo pre-crisi sono state meglio in grado di superare le attuali difficoltà congiunturali e le condizioni sempre più competitive sui mercati mondiali.*

Nonostante la recente attenzione da parte delle imprese verso l'attività di ricerca e di innovazione, la spesa complessiva in R&S dell'Italia rimane bassa nel confronto internazionale, pari all'1,3 per cento del PIL nel 2010 contro l'1,9 della media dell'Unione europea (UE), il 2,3 della Francia e il 2,8 della Germania. Il ritardo riflette in gran parte la componente privata, a causa di una distribuzione dimensionale delle imprese fortemente asimmetrica, caratterizzata da una presenza preponderante di imprese di piccola e media dimensione con strutture organizzative inadeguate, che non sono in grado di avviare e finanziare attività di R&S, nonché da un numero ridotto di grandi imprese. Ne consegue una distribuzione delle spese in R&S molto più sbilanciata in Italia che in altri paesi: nel 2009 le prime tre aziende per livello di spesa hanno generato il 43 per cento della spesa privata totale, contro il 36 in Francia, il 31 in Germania e il 24 in Spagna.

*I dati dell'indagine Invind confermano che i principali ostacoli all'attività innovativa sono gli elevati costi iniziali (per oltre il 43 per cento delle imprese), la mancanza di personale qualificato (40 per cento) e le difficoltà di finanziamento (indicate da oltre un quarto delle imprese), sia esterno (banche ed altri intermediari finanziari) sia interno all'impresa o al gruppo, in particolare per le imprese di minori dimensioni. Gli ostacoli segnalati dalle imprese hanno effetti diversificati sulla tipologia di innovazione delle imprese. Alle difficoltà di reperire finanziamenti esterni si associa una minor probabilità di registrare brevetti, disegni industriali o marchi; le difficoltà di autofinanziamento inducono una minor produzione di innovazione di processo. Queste tendenze sono più accentuate per le imprese con meno di 100 addetti.*

Il ricorso a un indicatore quale la spesa in R&S comporta una sottostima dello sforzo innovativo delle imprese italiane, che per la dimensione ridotta non di rado innovano senza registrare ufficialmente spese in ricerca e sviluppo. Lo confermano i dati della *Community Innovation Survey* dell'Eurostat, secondo i quali nel 2008 svolgeva un'attività innovativa di prodotto o di processo il 40 per cento delle imprese italiane (64 per cento in Germania e 35 in Francia). Le innovazioni realizzate dalle imprese italiane sono però caratterizzate da un contenuto innovativo più basso. Per gran parte delle imprese le innovazioni di prodotto sono per lo più di natura incrementale, quelle di processo si sostanziano soprattutto nell'acquisizione di macchinari: in entrambi i casi si tratta di innovazioni che richiedono un minor impegno organizzativo e finanziario.

Il commercio internazionale tende a concentrarsi su un numero ridotto di imprese più grandi. In Francia e in Germania le grandi imprese (250 e più addetti) realizzano circa tre quarti delle esportazioni complessive del settore industriale; l'80 per cento delle esportazioni è attribuibile a un migliaio di imprese; le prime dieci imprese esportatrici vendono

beni all'estero per un valore pari al 37 per cento del totale in Germania e al 21 in Francia. La distribuzione è più dispersa in Italia: la quota di esportazioni delle grandi imprese è pari al 50 per cento, quella dei primi 1.000 esportatori al 57,7 per cento. Una struttura produttiva costituita in prevalenza da piccole e medie imprese, come quella italiana, fatica a diversificare le vendite su più mercati esteri e, quando vi riesce, a espanderle significativamente.

*La rilevanza delle grandi imprese esportatrici aumenta per i flussi di esportazione sui mercati più distanti e in cui la presenza è meno consolidata. Le prime 1.000 imprese per livello delle vendite nei paesi extra UE generano intorno all'85 per cento delle esportazioni totali extra UE in Francia, Germania e Spagna, il 62 per cento in Italia. Sul mercato cinese, dove la Germania ha esportato nel 2009 per 18,9 miliardi di euro contro 5,5 dell'Italia, 5,2 della Francia e 1,3 della Spagna, vendono i propri prodotti 8.600 imprese italiane, a fronte di 6.300 imprese tedesche e 4.200 francesi. Le imprese italiane si caratterizzano quindi per flussi di esportazione pro capite ridotti, pari in media a 640.000 euro per impresa contro 1,2 milioni delle imprese francesi e 3 milioni di quelle tedesche (0,4 milioni per la Spagna).*

Il contratto di rete (legge 30 luglio 2010, n. 122) mira a contribuire al superamento del limite dimensionale delle imprese, preservandone l'autonomia nelle decisioni strategiche. Propedeutico alla stipula di accordi con i quali le imprese si impegnano a collaborare in diversi ambiti, il contratto di rete mira a favorire la crescita dimensionale delle imprese per "vie esterne", rafforzandone la competitività, la capacità innovativa e quella di affermarsi sui mercati internazionali.

*Secondo i dati di Infocamere, nell'aprile del 2012 erano attivi 312 contratti di rete che riguardavano oltre 1.600 imprese, il 70 per cento delle quali sono società di capitale. Oltre la metà delle imprese opera nel settore dell'industria e circa un terzo nei servizi. La dimensione dei contratti di rete è piuttosto eterogenea e varia da un minimo di 2 a un massimo di 13 aziende; le imprese che vi partecipano hanno un numero mediano di addetti pari a 9. Vi è una forte eterogeneità anche negli obiettivi dichiarati: lo sfruttamento di economie di scala nella logistica, la cooperazione per l'innovazione e per la competitività e, in qualche caso, anche attività di produzione.*

Con il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, cosiddetto "salva Italia", convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, per rafforzare la capitalizzazione delle imprese e quindi favorirne una crescita dimensionale "per vie interne", il Governo ha previsto la deducibilità dal reddito imponibile del rendimento normale del nuovo capitale di rischio secondo il modello dell'*allowance for corporate equity* (ACE), la totale deducibilità, ai fini delle imposte sui redditi, dell'IRAP relativa alle spese per il personale dipendente e un aumento dell'importo della deduzione dalla base imponibile dell'IRAP prevista per l'assunzione a tempo indeterminato di specifiche categorie di lavoratori.

### ***Il contesto istituzionale per l'attività d'impresa***

Dalla seconda metà del 2011 sono state adottate numerose misure che perseguono l'obiettivo di creare un contesto istituzionale più favorevole all'attività d'impresa. Gli interventi di maggiore rilievo hanno riguardato le procedure amministrative e la giustizia civile, settori nei quali sono possibili significativi guadagni di efficienza.

*Secondo i dati dell'indagine Inwind presso le imprese industriali con almeno 20 addetti, i costi annuali sostenuti per consulenti esterni per l'espletamento di adempimenti amministrativi in materia di ambiente, lavoro e previdenza, fisco, salute, edilizia e urbanistica sono pari in media all'1 per cento del fatturato. La durata dei processi civili ordinari rimane elevata (nel 2010 è stata pari a 1.066 giorni), con ripercussioni negative sul funzionamento dell'economia. Nostre analisi econometriche mostrano che l'elevata lunghezza dei processi civili ha un effetto negativo sulle dimensioni delle imprese manifatturiere: sulla base delle stime effettuate, al dimezzamento della durata dei processi sarebbe associato un incremento delle dimensioni medie di circa il 10 per cento.*

Gli interventi realizzati nel campo del diritto fallimentare e societario mirano ad ampliare gli strumenti giuridici a disposizione degli attori economici. Benefici importanti potrebbero derivare dall'adozione di efficaci misure di contrasto alla corruzione, tali da ridurre le distorsioni che questa comporta nell'allocazione delle risorse. Secondo l'indicatore CPI (Corruption Perception Index) elaborato da Transparency International, nel 2011 la percezione del livello di corruzione avvertita dai cittadini italiani era superiore a quella dei paesi della UE, con l'eccezione di Bulgaria, Grecia e Romania.

*Semplificazione amministrativa.* – Il processo di riforma da tempo in corso per la riduzione degli oneri burocratici sulle imprese e la semplificazione dei procedimenti ha avuto un importante avanzamento con il decreto legge 9 febbraio 2012, n. 5, cosiddetto “semplifica Italia”, convertito con modificazioni dalla legge 4 aprile 2012, n. 35. Il provvedimento contiene disposizioni di carattere generale finalizzate alla riduzione della durata effettiva dei procedimenti amministrativi e al miglioramento della qualità della regolazione dell'attività d'impresa e un'ampia serie di misure puntuali di riduzione degli oneri. Alcune tra le principali disposizioni adottate richiedono l'emanazione di regolamenti di attuazione. Secondo le stime fornite nel *Programma nazionale di riforma* (PNR) del 2012, le misure di riduzione degli oneri amministrativi determinerebbero un incremento cumulato del PIL pari a 0,5 punti percentuali in un arco temporale di nove anni.

*È stato previsto che, in caso di mancato rispetto dei termini previsti per la conclusione di un procedimento, i privati potranno rivolgersi a un dirigente incaricato di esercitare i poteri sostitutivi per ottenere il rilascio del provvedimento. È stata disciplinata l'attuazione del “principio di compensazione”, in base al quale l'introduzione di nuovi oneri a carico dei privati è possibile solo se contestualmente si provveda all'eliminazione di oneri equivalenti contenuti nella regolamentazione vigente. È stata prevista la razionalizzazione dei controlli pubblici sulle attività economiche: l'attività di controllo dovrà tenere conto delle certificazioni in possesso delle imprese rilasciate da organismi accreditati. I principali interventi puntuali di riduzione degli oneri si sono avuti in materia di lavoro, appalti, tutela della riservatezza e dell'ambiente.*

*Giustizia civile.* – Le misure recentemente approvate mirano ad accrescere l'efficienza della giustizia civile, attraverso interventi di natura organizzativa, e a ridurre il contenzioso. La manovra finanziaria del luglio del 2011 (legge 15 luglio 2011, n. 111, di conversione del decreto legge 6 luglio 2011, n. 98) ha introdotto meccanismi incentivanti per aumentare la produttività degli uffici giudiziari. Con la seconda manovra estiva (legge 14 settembre 2011, n. 148, di conversione del decreto legge 13 agosto 2011, n. 138) il Governo è stato delegato a riorganizzare la distribuzione sul territorio degli uffici giudiziari. L'intervento, da lungo tempo auspicato, dovrebbe consentire lo sfruttamento di economie di scala e di specializzazione attraverso l'accorpamento degli uffici di minori dimensioni. Nella direzione di una maggiore specializzazione va l'istituzione dei “tribunali per le imprese” ai quali è riservata la trattazione di controversie in materie di elevata complessità (legge 24 marzo 2012, n. 27, di conversione del decreto cosiddetto “cresci Italia”).

*La legge 111/2011 ha introdotto l'obbligo a carico dei capi degli uffici giudiziari di redigere un programma per la gestione dei procedimenti pendenti, prevedendo che il raggiungimento degli obiettivi di efficienza definiti rilevi ai fini della conferma nell'incarico; la medesima legge ha previsto incentivi monetari per gli uffici che conseguono riduzioni dell'arretrato pari al 10 per cento l'anno. La delega per la riorganizzazione territoriale degli uffici riguarda i tribunali (e le relative sezioni distaccate) e gli uffici del giudice di pace e deve essere esercitata entro il 17 settembre 2012. Lo schema di decreto legislativo per la riorganizzazione degli uffici del giudice di pace, già presentato, prevede la soppressione, per accorpamento, di 674 delle attuali 846 sedi. I tribunali per le imprese, 20 sul territorio nazionale, avranno competenza in materia di diritto societario, proprietà industriale e intellettuale, azioni individuali relative a violazioni di norme antitrust e, in alcuni casi, contratti pubblici di appalto di rilevanza comunitaria.*



*Nell'ambito del Piano di azione coesione del Governo, sono previsti, in 23 uffici giudiziari del Mezzogiorno, interventi finalizzati a diffondere l'utilizzo di procedure telematiche per la consegna delle notifiche e la gestione dei ricorsi per decreto ingiuntivo (cfr. L'economia delle regioni italiane, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione).*

Con l'obiettivo di ridurre il carico di lavoro degli uffici giudiziari, nell'estate del 2011 è stato aumentato il contributo unificato per l'accesso alla giustizia e sono state introdotte misure specifiche in materia previdenziale (legge 111/2011). Il 21 marzo 2012 è entrata pienamente in vigore la disciplina della media-conciliazione, con l'estensione del tentativo obbligatorio di conciliazione alle cause condominiali e di risarcimento dei danni da sinistri stradali. Le misure di riduzione del contenzioso adottate nel recente passato hanno sinora prodotto risultati limitati.

*La media-conciliazione è in vigore dal 21 marzo 2011 per alcune tipologie di cause, tra cui quelle in materia di diritti reali, successioni, locazioni, contratti assicurativi, bancari e finanziari. Fino al 31 dicembre 2011 erano stati avviati circa 60.000 tentativi di conciliazione; nel 19 per cento dei casi si è giunti a un accordo. Nonostante l'introduzione nel 2009 di un meccanismo di filtro, il numero di ricorsi in Cassazione risulta in aumento: nel 2011 sono stati iscritti 30.889 procedimenti, contro i 28.418 del 2009. Diversamente, l'introduzione del contributo unificato per le opposizioni alle sanzioni amministrative di fronte ai giudici di pace ha determinato una significativa riduzione del contenzioso (nel 2010 di circa il 60 per cento rispetto all'anno precedente).*

**Diritto fallimentare.** – Con la legge 27 gennaio 2012, n. 3, è stata introdotta una disciplina in materia di composizione delle crisi per le imprese che, per dimensione e livello di indebitamento, non siano assoggettabili alle vigenti procedure concorsuali. A tale scopo è stato predisposto un procedimento fondato su un accordo di ristrutturazione dei debiti.

*Secondo nostre elaborazioni su dati di bilancio di Cerved, il 19 per cento delle società di capitali potrebbe beneficiare della nuova legge. Pur non essendo possibile stimare, per mancanza dei dati necessari, la corrispondente quota per le società di persone e gli imprenditori individuali, è plausibile che la platea potenziale sia molto vasta.*

**Diritto societario.** – La legge 27/2012 (di conversione del decreto “cresci Italia”) ha introdotto la possibilità, per le persone di età inferiore a 35 anni, di costituire una società a responsabilità limitata semplificata. La nuova figura societaria si caratterizza per il sostanziale venir meno del requisito di capitale sociale minimo, analogamente a quanto previsto nei principali ordinamenti europei (tra cui Regno Unito, Francia e Germania) seppur senza vincoli rispetto all'età. Per la redazione dell'atto costitutivo, che rimane sotto forma di atto pubblico, non è richiesto ai soci il pagamento di onorari notarili.

La disciplina dei poteri speciali esercitabili dal Governo sulle società privatizzate operanti in settori strategici e di interesse nazionale (cosiddetta *golden share*) è stata profondamente modificata dalla legge 11 maggio 2012, n. 56, di conversione del decreto legge 15 marzo 2012, n. 21. Al fine di rendere la normativa nazionale compatibile con l'ordinamento comunitario, le nuove norme riducono i margini di discrezionalità nell'esercizio dei poteri speciali.

**Il contrasto alla corruzione.** – È da lungo tempo all'esame del Parlamento un disegno di legge che prevede misure di contrasto alla corruzione di natura preventiva e repressiva. Nel dicembre del 2011 è stata istituita dal Ministro per la Pubblica amministrazione e la semplificazione una Commissione di studio incaricata di formulare proposte per rafforzare le misure di prevenzione dei fenomeni corruttivi nella Pubblica amministrazione.

*La Commissione ha suggerito: di estendere a livello territoriale l'obbligo per le Amministrazioni pubbliche di adottare piani di prevenzione volti a individuare, misurare e gestire il "rischio corruzione"; di innalzare ulteriormente il livello di trasparenza dell'azione amministrativa; di rafforzare la disciplina delle incompatibilità e quella della responsabilità disciplinare del dipendente pubblico; di introdurre misure volte a tutelare e premiare il dipendente pubblico che segnali illeciti.*

Al fine di rafforzare l'impianto repressivo, il Governo ha recentemente presentato degli emendamenti al disegno di legge che inaspriscono le pene previste per alcuni illeciti e introducono nuovi reati, quali il traffico di influenze illecite. Tali interventi appaiono in linea con le indicazioni da tempo formulate dall'OCSE, dal Fondo monetario internazionale e dal Consiglio d'Europa.

### **Regolamentazione e concorrenza nel settore dei servizi**

Tra le misure volte ad accrescere il grado di concorrenza nel settore dei servizi adottate dall'estate del 2011, l'intervento di più ampia portata è rappresentato dalla legge 24 marzo 2012, n. 27, di conversione del decreto "cresci Italia". Le misure coprono un'ampia gamma di comparti e, nel complesso, costituiscono un importante avanzamento in direzione di una maggiore concorrenza nei settori protetti. Secondo le stime fornite nel PNR del 2012, gli interventi di stimolo alla concorrenza e riduzione delle barriere all'entrata determinerebbero un incremento cumulato del PIL pari a 1,9 punti percentuali nell'arco di nove anni.

Nei servizi di pubblica utilità (trasporti e servizi pubblici locali) gli interventi hanno prodotto un significativo miglioramento del quadro regolamentare. È stata istituita l'Autorità di regolazione dei trasporti con competenze sui comparti ferroviario, autostradale, portuale, aeroportuale e sul servizio taxi. All'Autorità sono stati attribuiti poteri di natura regolatoria e sanzionatoria finalizzati ad assicurare condizioni di accesso equo e non discriminatorio alle infrastrutture, a favorire l'efficienza delle gestioni e il contenimento dei costi per gli utenti e a garantire livelli minimi di qualità del servizio. Nei servizi pubblici locali, con la citata legge 148/2011 è stato riavviato il processo di liberalizzazione; a seguito del referendum del giugno del 2011 ne resta escluso il servizio idrico integrato. Le norme approvate prevedono l'affidamento dei servizi, in linea generale, attraverso il ricorso a procedure a evidenza pubblica e la loro organizzazione in bacini territoriali ottimali che consentano lo sfruttamento di economie di scala e di differenziazione.

Nel settore del gas è stata imposta la separazione proprietaria tra le società Eni e Snam (la società del gruppo Eni alla quale fanno capo le attività di trasporto, distribuzione, stoccaggio e rigassificazione) che dovrà essere attuata entro il 24 settembre 2013. La separazione proprietaria, così come già avvenuto per il sistema elettrico, dovrebbe stimolare gli investimenti per lo sviluppo delle infrastrutture (di trasporto, stoccaggio e dei terminali di rigassificazione) rafforzando la sicurezza degli approvvigionamenti.

*Gli effetti della separazione proprietaria sul costo complessivo del gas per gli utenti sono difficili da valutare. Maggiori volumi scambiati nei mercati all'ingrosso, unitamente all'aumento del numero di operatori, potrebbero portare benefici per gli utenti finali in termini di riduzione dei prezzi; tuttavia, nel medio termine, ciò potrebbe non essere sufficiente a ridurre i costi, influenzati sia dagli oneri in bolletta, che andrebbero a remunerare gli ulteriori investimenti infrastrutturali, sia dai contratti di lungo termine.*

*La maggioranza delle importazioni di gas naturale avviene sulla base di contratti pluriennali (cosiddetti take or pay) che utilizzano formule di prezzo ancorate alle quotazioni del greggio o di suoi derivati, rendendo i costi di approvvigionamento poco sensibili alle effettive condizioni di scarsità della materia negoziata. Una rivisitazione dei contratti di lungo termine, che abbandoni il riferimento alle quotazioni del greggio, e un aumento dell'incidenza delle transazioni sui mercati a pronti aiuterebbero a ripristinare il valore segnale dei prezzi.*



La regolamentazione dei servizi professionali è stata oggetto di vari interventi finalizzati a ridurre le restrizioni all'esercizio delle attività: abrogazione delle tariffe; facoltà di utilizzo della pubblicità informativa; ampliamento della possibilità di esercitare l'attività in forma societaria (anche attraverso società di capitali aperte, entro predeterminati parametri, alla partecipazione di soci non professionisti). Per facilitare l'accesso alle professioni è stato posto un limite di 18 mesi alla durata del tirocinio, consentendone il parziale svolgimento in concomitanza con il percorso di studi. Sono stati previsti obblighi di natura informativa nei confronti dei clienti, sebbene attenuati rispetto alla manovra di agosto del 2011 (legge 148/2011) che prevedeva la pattuizione per iscritto dei compensi.

Nei settori in cui il numero di operatori è contingentato (notai e farmacie) si è cercato di accrescere la concorrenza interna attraverso l'ampliamento della pianta organica e l'eliminazione di alcuni vincoli nello svolgimento delle attività. Sono stati tuttavia mantenuti limiti stringenti alla contendibilità.

*Il numero di sedi notarili è stato aumentato di 500 posti (9 per cento); è stata ampliata l'area geografica all'interno della quale il singolo notaio può operare e sono state fissate scadenze temporali ravvicinate per l'effettuazione dei concorsi a copertura dei posti vacanti. Tra il 1914 e il 2008 il numero delle sedi notarili era aumentato di poco più del 40 per cento, a fronte di una crescita della popolazione del 55 per cento e del PIL a prezzi costanti di circa 12 volte. Riguardo alle farmacie, sono state definite nuove regole per la determinazione della pianta organica che, secondo nostre stime, produrranno un incremento di poco più del 20 per cento del loro numero. Sono state, inoltre, introdotte misure di liberalizzazione degli orari e dei giorni di apertura; è stata prevista la possibilità di praticare sconti sui farmaci e sui prodotti pagati direttamente dai clienti.*

Con l'obiettivo di facilitare l'iniziativa imprenditoriale sono state introdotte previsioni di carattere generale che mirano a rimuovere le disposizioni contenute nella normativa statale, regionale e degli enti locali minori che pongono restrizioni ingiustificate o non proporzionali all'accesso e allo svolgimento di attività economiche. L'efficacia delle misure introdotte dipenderà dal contenuto delle norme di attuazione che il Governo e gli Enti locali dovranno emanare entro il 31 dicembre 2012. Con riferimento agli esercizi commerciali, è stata prevista la liberalizzazione degli orari e dei giorni di apertura. Per garantire una maggiore coerenza tra le disposizioni statali e la normativa emanata dagli Enti locali, l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) è stata legittimata ad agire in giudizio contro gli atti amministrativi generali, i regolamenti e i provvedimenti emanati dalle Amministrazioni pubbliche per violazione delle norme a tutela della concorrenza.

Allo scopo di eliminare possibili ostacoli al pieno sviluppo di dinamiche concorrenziali nei mercati creditizio, assicurativo e finanziario, derivanti dai legami determinati dal cumulo di incarichi, è stato introdotto il divieto per i componenti degli organi amministrativi e di controllo e per i funzionari di vertice di esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti. Il settore delle assicurazioni è stato, inoltre, interessato da interventi relativi al segmento della responsabilità civile automobilistica con l'obiettivo principale di ridurre le frodi.

### ***Le infrastrutture fisiche e tecnologiche***

*Infrastrutture.* – A partire dall'estate del 2011 sono state adottate numerose misure volte a favorire la realizzazione di infrastrutture in Italia, in particolare con la legge

12 luglio 2011, n. 106, e le leggi di conversione dei decreti “salva Italia” e “cresci Italia”. Sono state introdotte modifiche normative tese a razionalizzare e semplificare l’iter procedurale di affidamento dei lavori e disposizioni finalizzate ad accrescerne la trasparenza. Nonostante il miglioramento del quadro normativo, permangono numerose criticità relative, in particolare, alle modalità di selezione dei contraenti privati e alla frammentarietà della regolamentazione nel settore.

*Sono state previste la possibilità di accorpate in parte i livelli di progettazione e una maggiore centralizzazione della committenza pubblica; con riferimento alle infrastrutture strategiche, sono stati specificati i criteri e le modalità di identificazione delle opere e snellito l’iter di approvazione. Sono stati disposti l’istituzione dell’anagrafe nazionale delle opere pubbliche incompiute e un maggiore accentrato delle informazioni relative alle commesse pubbliche presso la Banca dati nazionale sui contratti pubblici; la concreta operatività di queste misure è tuttavia rimessa a successivi provvedimenti di attuazione. Risulta, invece, problematica l’estensione a tutti gli appalti sotto la soglia comunitaria dei meccanismi automatici di selezione delle offerte, vulnerabili a fenomeni di collusione tra le imprese in fase di aggiudicazione. Il sistema potrebbe beneficiare di un più efficace controllo sulla normativa emanata da Regioni ed Enti locali spesso orientata in senso anticompetitivo; tali soggetti, sulla base delle informazioni comunicate all’Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici nel periodo 2000-08, aggiudicano il 54 per cento dei lavori. Secondo nostre analisi le difformità esistenti tra la regolamentazione nazionale e quella locale possono comportare cali nella partecipazione alle gare stimati in almeno un terzo dei partecipanti e aumenti dei prezzi di aggiudicazione anche del 20 per cento.*

Specificata attenzione è stata dedicata al ruolo dei capitali privati, introducendo numerosi incentivi al loro coinvolgimento. Tuttavia, vi sono significativi margini di miglioramento per garantire un’allocazione chiara ed efficiente dei rischi e un attento monitoraggio della gestione delle opere.

*Sono stati introdotti incentivi di carattere fiscale, il ricorso a formule alternative di contributo pubblico, la valorizzazione dei project bonds. Tali misure, seppure potenzialmente in grado di ridurre l’elevato tasso di mortalità dei progetti in partenariato pubblico-privato (nel periodo 2002-2011 meno della metà delle iniziative è giunta all’aggiudicazione), richiederebbero presidi maggiormente incisivi per assicurare l’effettiva traslazione di una parte dei rischi in capo al contraente privato, anche attraverso una più attenta predisposizione dei documenti di gara e una più accurata redazione dei contratti, valorizzando strumenti quali contratti tipo e linee guida, e il monitoraggio sia della realizzazione, sia della gestione delle opere.*

*L’Agenda digitale italiana.* – Lo sviluppo e la diffusione delle reti di telecomunicazione integrate (*next generation networks*, NGN) e il contestuale azzeramento del *digital divide* rappresentano un tassello essenziale delle politiche per la crescita e l’innovazione, sia per il loro carattere anticiclico, sia per l’effetto moltiplicativo che ne deriverebbe, stimato – per un gruppo di paesi dell’OCSE nel periodo 1996-2007 – in un punto percentuale di PIL pro capite per ogni aumento di dieci punti percentuali del tasso di penetrazione della banda larga. Negli ultimi mesi il Governo si è impegnato a realizzare politiche volte a modernizzare i rapporti tra la Pubblica amministrazione, i cittadini e le imprese, a favorire lo sviluppo di domanda e offerta di servizi digitali innovativi e a potenziare l’offerta di connessioni a banda larga.

*L’art. 47 del citato DL 5/2012 prevede la costituzione di una “cabina di regia” con compiti di coordinamento degli interventi pubblici degli enti territoriali per l’attuazione dell’Agenda digitale italiana. La “cabina di regia” ha il compito di predisporre i necessari interventi normativi entro l’estate del 2012. In coerenza con gli obiettivi dell’Agenda, nel recente Piano di azione coesione il Governo ha previsto il finanziamento di interventi nelle regioni meridionali sull’infrastruttura di telecomunicazione a banda larga (cfr. L’economia delle regioni italiane, Banca d’Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione).*

## 11. IL RUOLO DELLE DONNE NELL'ECONOMIA ITALIANA

In Italia restano ampi i divari nella partecipazione di donne e uomini alla vita economica, nonostante i progressi negli ultimi decenni. Nel 2011 il Paese continua a collocarsi tra i più arretrati nella graduatoria dell'indice Global Gender Gap (al 74° posto su 145 paesi; 21° posto tra quelli dell'Unione europea), penalizzato soprattutto dalla componente "partecipazione e opportunità economiche" (90° posto), mentre è più contenuto il divario in termini di "risultati scolastici" (48° posto). I ritardi riguardano l'accesso al mercato del lavoro, il livello delle retribuzioni, la carriera, il raggiungimento di posizioni apicali e l'iniziativa imprenditoriale.

Le cause della bassa partecipazione sono di varia natura. La carenza dei servizi volti a conciliare vita professionale e familiare continua a essere un freno alla partecipazione al mercato del lavoro nei primi anni di vita dei figli. All'interno della famiglia, anche tra le coppie in cui entrambi i coniugi lavorano, i carichi domestici e di cura gravano in misura sproporzionata sulle donne. Differenze nelle attitudini tra donne e uomini, quando non riconosciute, possono indurre discriminazioni involontarie.

Evidenze internazionali mostrano i possibili benefici di una maggiore partecipazione femminile al mercato del lavoro, nelle posizioni di vertice, nelle amministrazioni. A una più elevata presenza di donne tra gli amministratori pubblici corrispondono livelli di corruzione più bassi e un'allocazione delle risorse orientata alla spesa sanitaria e ai servizi di cura e di istruzione. Una maggiore occupazione femminile si associa all'acquisto di beni e servizi, specie quelli di cura, altrimenti prodotti all'interno della famiglia, stimolando l'espansione di un mercato in Italia poco sviluppato; può determinare un aumento del numero di famiglie con redditi da lavoro e una riduzione del rischio di povertà, con una crescita complessiva del PIL. Nel segmento più giovane della forza lavoro la maggiore partecipazione femminile non avviene a scapito di quella maschile.

La molteplicità delle cause e dei potenziali benefici economici suggerisce la necessità di interventi ad ampio raggio per ridurre i divari; le esperienze sviluppate in alcuni paesi – sul piano normativo, fiscale, dei servizi – possono fornire utili indicazioni.

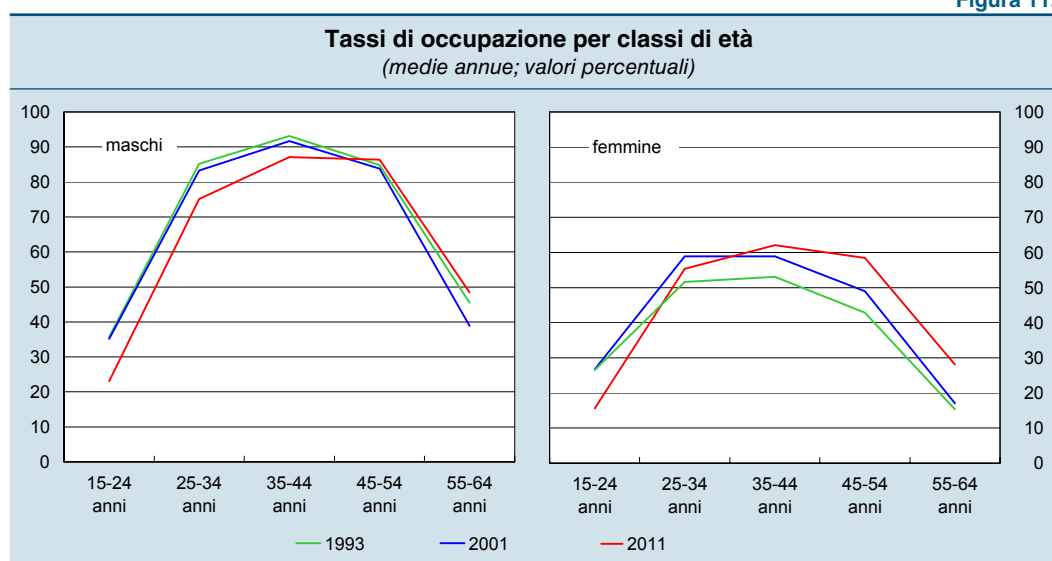
### *I divari nel mercato del lavoro e nelle imprese*

*L'occupazione e le retribuzioni.* – In Italia il tasso di occupazione femminile nella fascia di età 15-64 è nel 2011 pari al 46,5 per cento, 21 punti percentuali più basso di quello maschile. Il divario sfiorava i 31 punti nel 1993 e ha continuato a ridursi anche durante la crisi, con un calo dell'occupazione più accentuato tra i maschi. Il tasso di occupazione femminile è pari al 55,1 per cento al Centro Nord e al 30,8 nel Mezzogiorno; il divario territoriale si è gradualmente ampliato dal 1993 a oggi in conseguenza di una

dinamica occupazionale più sostenuta nel Centro Nord. Il differenziale di genere è più elevato nel Sud, di quasi nove punti percentuali rispetto al Centro Nord; è massimo nella fascia di età 35-54 anni ed è inversamente proporzionale al titolo di studio.

È occupato solo il 15,6 per cento delle donne con licenza elementare, un terzo di quelle con licenza media, il 56,4 per cento tra le diplomate, il 72,3 tra le laureate (contro rispettivamente il 47,1, il 60,1, il 73,9 e l'82,9 per cento tra gli uomini). Mentre per le donne tra 35 e 64 anni la crescita del tasso di occupazione è stata graduale e pressoché continua dal 1993 a oggi, per quelle tra 25 e 34 anni l'aumento nel decennio 1993-2002 è stato per metà compensato dal calo nel periodo successivo; tra le più giovani il tasso è diminuito in misura consistente, riflettendo la crescente scolarizzazione (fig. 11.1).

Figura 11.1



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

La presenza femminile nel mercato del lavoro è maggiore in tipologie di impiego meno stabili e nei settori a più bassa remunerazione (segregazione orizzontale).

Nel 2011 sulla base della Rilevazione sulle forze di lavoro dell'Istat le donne con contratti "atipici" (temporanei, di apprendistato, di somministrazione, di collaborazione a progetto e di lavoro autonomo ma con un unico committente che definisce luogo e orari di lavoro) rappresentavano il 14,8 per cento di quelle occupate, contro il 10,4 per cento degli uomini. Tale divario si riduce a circa la metà a parità di età, titolo di studio, regione di residenza, settore di attività e professione. Secondo i dati dell'indagine della Banca d'Italia condotta presso le imprese dell'industria e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti (Invind), la presenza femminile nella forza lavoro è, a parità di altre caratteristiche, maggiore nei settori del tessile e dell'abbigliamento, minore nei settori metalmeccanico, della chimica, dei trasporti e nelle industrie energetiche ed estrattive; essa è inoltre correlata positivamente con la dimensione e negativamente con l'età dell'impresa.

Sulla base delle indagini sui bilanci delle famiglie condotte dalla Banca d'Italia tra il 1995 e il 2008, nel comparto del lavoro dipendente il divario salariale tra uomini e donne risulta pari in media al 6 per cento. Se calcolato a parità di caratteristiche individuali e dell'impresa, il divario alla fine dello scorso decennio sale al 13 per cento circa.

*I vertici.* – Le donne italiane sono particolarmente sottorappresentate nelle posizioni di lavoro apicali. In base all'indagine Invind, a fronte di una quota di occupate nelle imprese con almeno 50 addetti del 33 per cento, solo il 12 per cento dei dirigenti

è donna. Secondo i dati di Cerved Group, nei consigli di amministrazione delle circa 28.000 imprese italiane con oltre 10 milioni di euro di fatturato la quota di donne si colloca stabilmente intorno al 14 per cento nel periodo 2008-2011, con un'incidenza maggiore tra le aziende più piccole. Più contenuta, circa il 9 per cento, è la quota di coloro che rivestono posizioni di "alta dirigenza" (amministratore delegato, presidente del consiglio di amministrazione, amministratore unico). La presenza è massima nei servizi alla persona, nel turismo e nella moda, mentre è assai contenuta nel settore finanziario e assicurativo. Nelle banche la quota di donne nei consigli di amministrazione, negli organi di controllo o in posizione di direttore generale è cresciuta dal 2 per cento nel 1995, al 7 nel 2011; si concentra negli organi di controllo.

*A parità di fattori osservabili e controllando per quelli non osservabili invariabili nel tempo, la presenza femminile è maggiore nelle banche appartenenti ai principali gruppi creditizi; in quelle in cui il consiglio di amministrazione ha dimensioni più elevate ed età media più bassa; in quelle più efficienti per capacità di contenimento dei costi e con una quota superiore di prestiti rischiosi in passato, quindi con maggiore necessità di riorganizzazione. La presenza di donne nei consigli di amministrazione delle banche è positivamente correlata con l'utilizzo di sistemi di controllo più rigorosi che accrescono l'efficienza operativa delle banche e ne possono ridurre la rischiosità.*

Nel sottoinsieme delle società quotate la presenza femminile è cresciuta dal 4,1 per cento nel 2000 al 7,4 nel 2011. Nell'ultimo anno potrebbero avere influito le disposizioni della legge 12 luglio 2011, n. 120, sulle quote di genere che, dall'agosto del 2012, obbliga le società quotate ad avere almeno il 30 per cento di componenti del consiglio di amministrazione del genere meno rappresentato, sia pure in modo graduale (20 per cento nel primo anno) e in via temporanea (per tre mandati). Una maggiore presenza delle donne negli organi di governo potrebbe influenzare anche l'utilizzo delle risorse finanziarie pubbliche.

*In circa la metà dei casi le donne presenti nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane sono affiliate al controllante attraverso legami di parentela. Il fenomeno è più frequente nelle società più piccole, a proprietà più concentrata, attive nei settori dei beni di consumo e si associa a consigli numericamente più ampi e con minore presenza di amministratori indipendenti. Alcuni studi mostrano che nei paesi anglosassoni una maggiore presenza delle donne ai vertici delle imprese assicura una supervisione più stringente. Nostre analisi mostrano che nei consigli di amministrazione delle imprese quotate italiane, alla presenza di donne (specie se non legate alla famiglia controllante) si associano alcuni elementi di buona governance, quali una maggiore frequenza di riunioni del consiglio di amministrazione.*

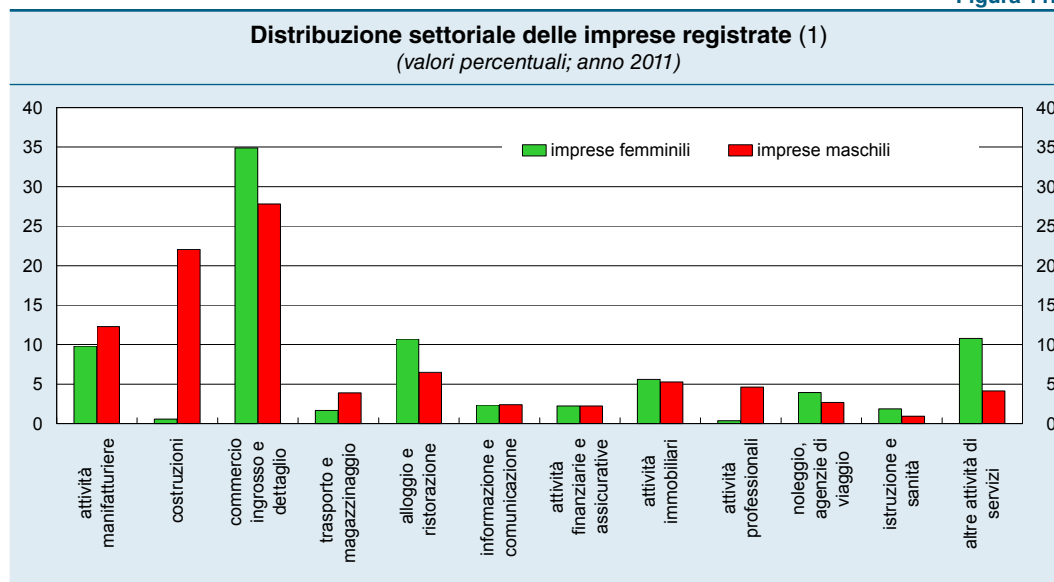
*Secondo evidenze internazionali, a una più elevata presenza di donne tra gli amministratori pubblici si assocerebbero livelli di corruzione più bassi e un'allocazione delle risorse maggiormente orientata alla spesa sanitaria e ai servizi di cura e di istruzione. Anche se per un periodo limitato, l'introduzione in Italia di "quote di genere" nei consigli comunali ha determinato un innalzamento permanente del grado medio di istruzione e una riduzione dell'età media dei consiglieri, ma non ha influito sulla composizione della spesa.*

*Le imprese.* – L'Osservatorio sull'imprenditoria femminile di Unioncamere censisce, alla fine del 2011, 1.433.863 imprese femminili, pari al 23,5 per cento di quelle registrate (15,3 per cento per le società di capitale).

La quota di imprese femminili risulta più elevata nel Mezzogiorno, raggiungendo i valori massimi in Molise, in Basilicata e in Abruzzo (30,1, 27,8 e 27,7 per cento, rispettivamente) per effetto della rilevanza delle imprese femminili nel settore agricolo. Lombardia (20,2 per cento), Trentino-Alto Adige ed Emilia Romagna (entrambe al 20,7 per cento) registrano invece le incidenze più basse. La distribuzione settoriale

dell'imprenditoria femminile (fig. 11.2) può riflettere le differenze nell'accesso al credito. Classificando le società di persone e di capitali attive in Italia nel periodo 2005-2010 in maschili o femminili, non si osservano tuttavia differenze significative in termini di redditività e produttività, a parità di settore e dimensione di impresa.

Figura 11.2



Fonte: elaborazioni su dati Osservatorio sull'imprenditoria femminile, Unioncamere.

(1) Si definiscono femminili le società di capitale in cui la media semplice delle quote del capitale sociale e degli amministratori riferibili a donne supera il 50 per cento; le società di persone e cooperative in cui i soci donne rappresentano la maggioranza; le imprese individuali in cui il titolare è una donna e le altre forme giuridiche in cui gli amministratori di sesso femminile sono la maggioranza.

*Il credito.* – L'indagine SAFE (*Survey on the access to finance of SMEs in the euro area*) condotta dalla Banca centrale europea offre alcune evidenze sull'accesso al credito da parte delle imprese. Con riferimento al biennio compreso tra il secondo semestre del 2009 e il primo del 2011 sono disponibili informazioni su oltre 26.000 imprese non finanziarie appartenenti ai principali paesi europei. Sono considerate femminili le imprese il cui proprietario, il direttore o l'amministratore delegato sia una donna: applicando questa definizione le imprese femminili sarebbero circa il 12 per cento del totale. L'evidenza suggerisce che le imprese femminili ricorrono meno alla finanza esterna e utilizzano in misura maggiore forme di finanziamento più semplici, come lo scoperto di conto corrente. Esse si rivolgono meno spesso alle banche; il timore di un rifiuto di un finanziamento è più rilevante per le donne che per gli uomini. Le imprese femminili ottengono meno frequentemente l'intero ammontare richiesto e, con maggiore probabilità, si vedono negare il prestito o applicare condizioni ritenute inaccettabili. Non si osservano differenze apprezzabili tra i paesi.

Tali statistiche descrittive non tengono conto delle caratteristiche delle imprese: quelle femminili sono in media più giovani; operano principalmente nei settori del commercio e dei servizi; meno spesso fanno parte di un gruppo; sono in larga parte di piccole dimensioni e organizzate in forma di impresa individuale. Queste caratteristiche sono, dal punto di vista della banca finanziatrice, meno desiderabili e contribuiscono plausibilmente a spiegare il divario osservato nella probabilità di richiedere un finanziamento, di ottenerlo o di non accettare le condizioni offerte dalla banca.



Con riferimento all'Italia, nostre analisi mostrano che le ditte individuali gestite da donne, oltre a dover fornire garanzie più frequentemente, pagano un tasso di interesse più alto sugli scoperti di conto corrente, fino a 30 punti base in più.

*Lo studio ha riguardato oltre 150.000 ditte individuali nel periodo 2004-06 e oltre un milione di linee di credito. Controllando per dimensione, età, rischiosità e storia creditizia, il differenziale di tasso di interesse si riduce, ma non si annulla. In particolare, l'analisi indica che oltre il 70 per cento del differenziale non dipende dalle caratteristiche delle imprese. Esistono tuttavia rilevanti differenze settoriali: nei comparti che si caratterizzano per una bassa concentrazione di imprese femminili, il livello di discriminazione è maggiore, mentre esso si annulla laddove sono più presenti imprese femminili (ad esempio il settore del commercio).*

*Anche la qualità del credito risente di forti connotazioni settoriali: la probabilità di ingresso in sofferenza per le imprese femminili risulta più alta nei settori in cui prevalgono le imprese maschili. Il merito di credito delle imprese dipende anche dai tempi e dai modi con cui le sofferenze si estinguono. L'esame di oltre 300.000 ditte individuali con circa 800.000 prestiti in sofferenza nel periodo 1997-2010 mostra come, a parità di caratteristiche delle imprese, la durata delle sofferenze risulti più elevata per le ditte individuali femminili, in quanto le banche proseguono più a lungo nell'attività di recupero prima di rinunciarvi.*

*Durante la recente crisi economica i profili di rischiosità delle ditte individuali maschili e femminili hanno avuto un andamento differente: nel periodo 2007-09 le imprese individuali femminili, nonostante abbiano subito una contrazione del credito più marcata, hanno fornito prova di maggiori capacità di ripagare il debito verso le banche, mostrando indici di deterioramento del credito più contenuti di quelli delle imprese maschili.*

### ***Le radici dei divari di genere***

In Italia le evidenze sull'ampiezza e sulla varietà dei divari di genere suggeriscono l'operare di un insieme di cause con diverso grado di persistenza.

*L'istruzione.* – Secondo il Censimento della popolazione dell'Istat, nel 1971 gli uomini tra 15 e 64 anni avevano in media un anno di istruzione in più delle donne della stessa fascia di età; 40 anni dopo, sulla base della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, il divario si sarebbe colmato. Pur se meno accentuata, permane la tradizionale concentrazione delle laureate italiane nelle discipline umanistiche (47 per cento tra le donne con almeno 45 anni, 33 tra quelle più giovani); le più giovani mostrano una maggiore predilezione per le discipline economiche e giuridico-sociali, per architettura e ingegneria.

*Varie innovazioni, tra cui la riforma del sistema universitario realizzata con il decreto ministeriale 3 novembre 1999, n. 509, hanno portato negli anni a una crescita dell'offerta di corsi di laurea, con una loro maggiore diffusione sul territorio. Gli effetti complessivi di queste innovazioni sull'efficienza del sistema universitario sono ancora da valutare appieno. La maggiore diffusione dell'offerta ha avuto conseguenze sistematicamente diverse per ragazzi e ragazze, incentivando un aumento delle immatricolazioni per le seconde (tra 4,5 e 6,0 punti percentuali) e una contrazione della propensione alla mobilità per i primi (tra 3,1 e 4,2 punti percentuali). La riforma ha inoltre incentivato l'immatricolazione delle donne ultra-trentenni, attenuando il ritardo di partecipazione degli adulti italiani nel confronto con i paesi dell'OCSE.*

*La fecondità.* – In Italia la ridotta partecipazione delle donne al mercato del lavoro si associa a bassi tassi di fecondità (1,4 figli per donna, come in Germania, contro 2,0 in Francia e in Danimarca nel 2008). In base ai dati aggregati il tasso di occupazione

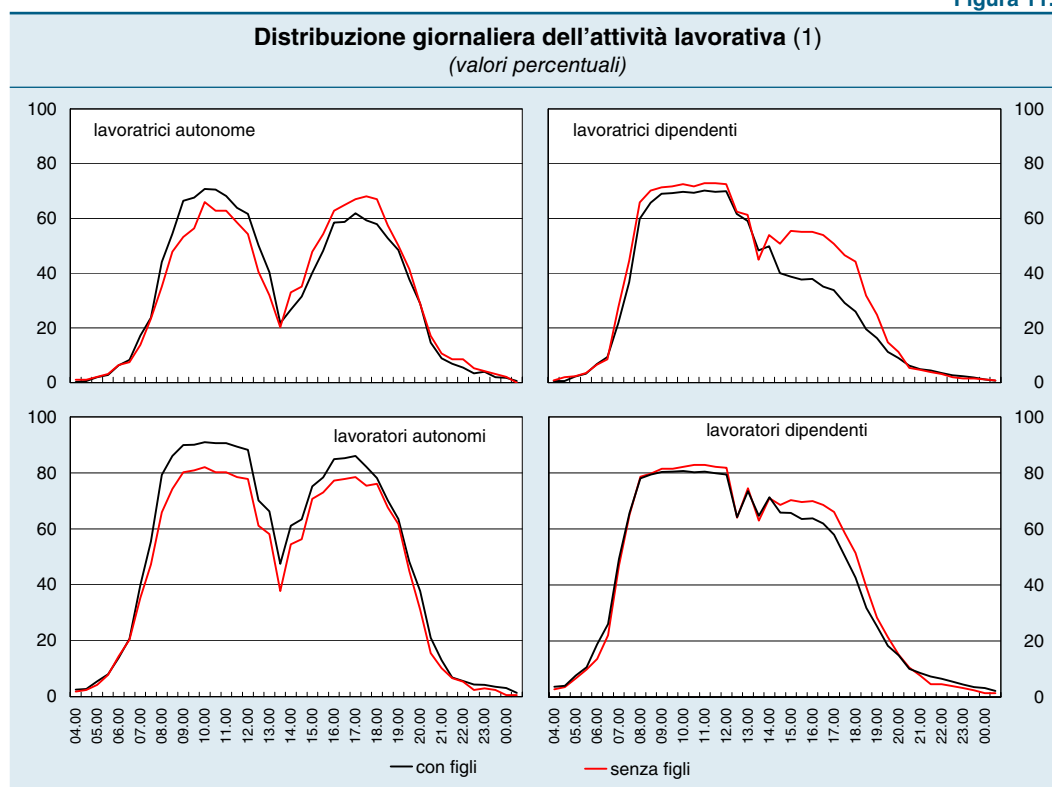


è minore per le donne con figli, in media di circa sei punti percentuali nella fascia di età tra 15 e 64 anni. Analisi condotte su dati individuali mostrano tuttavia che, nel lungo periodo e tenendo conto delle diverse caratteristiche personali, coerentemente con quanto stimato per altri paesi non vi è un effetto causale negativo della maternità sull'offerta di lavoro femminile. L'impatto negativo della fecondità si concentra nel periodo in cui i figli sono piccoli; permane in termini di qualità del lavoro (qualifica, tipologia di orario e di contratto) e di continuità delle carriere.

*I fattori culturali.* – Nel confronto internazionale l'Italia si caratterizza per la diffusione di pregiudizi valoriali non favorevoli alla presenza femminile nell'economia e nella società.

*Un confronto tra quasi 60 paesi nello scorso decennio, realizzato sulla base della World Values Survey condotta tra il 2005 e il 2008, mostra quanto pesino opinioni presenti nella società, come il maggior diritto di un uomo ad avere un lavoro se i posti sono scarsi, la maggiore importanza di un'istruzione universitaria per i ragazzi, la superiorità degli uomini nei ruoli di vertice, l'attribuzione alle donne di ruoli tradizionali nella cura della casa: quanto più diffuse sono queste convinzioni, tanto minore è la probabilità delle donne di partecipare al mercato del lavoro.*

Figura 11.3



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Indagine "Uso del tempo", anni 2002-03.

(1) Il grafico riporta per ogni intervallo di 30 minuti la percentuale di individui impegnati in attività lavorativa.

Ulteriori indicazioni sul ruolo svolto dai fattori culturali provengono dall'esame della ripartizione dei carichi domestici e di cura, in Italia particolarmente squilibrata. Mentre in molte altre economie avanzate uomini e donne lavorano lo stesso numero complessivo di ore – i primi lavorano più per il mercato, le seconde più in casa – in Italia gli uomini lavorano molto meno, perché le donne dedicano più ore al lavoro dome-

stico, anche rispetto alle altre europee. Secondo le indagini “Uso del tempo” dell’Istat le donne svolgevano nel 2008-09 il 76 per cento del lavoro familiare, solo due punti percentuali in meno rispetto al 2002-03 e nove in meno rispetto al 1989.

*Il tempo dedicato al lavoro sul mercato e in casa è più equamente distribuito nelle coppie in cui la donna è una lavoratrice autonoma, mentre il divario è massimo quando l’uomo è lavoratore autonomo e la donna lavoratrice dipendente. Ciò sarebbe riconducibile al fatto che il tempo libero e il lavoro domestico hanno un maggiore costo opportunità per gli autonomi, che possono destinare quelle ore alla produzione di reddito aggiuntivo. Politiche che incentivino il lavoro femminile potrebbero dunque contribuire anche al riequilibrio dei ruoli. La presenza di figli comporta l’anticipo della prestazione lavorativa per autonomi e dipendenti all’interno della giornata (fig. 11.3), suggerendo la presenza di una domanda insoddisfatta di servizi per la conciliazione particolarmente rilevante nelle ore pomeridiane.*

Nostre analisi mostrano che il lavoro riduce in misura contenuta il tempo trascorso dalle madri con i figli: le madri lavoratrici comprimono il loro tempo libero e quello impiegato in attività domestiche; allo stesso tempo, quando le madri lavorano, aumenta il tempo che i padri dedicano ai figli. Il lavoro delle madri, quindi, sembra favorire una maggiore condivisione nell’accudire i figli.

*Conciliazione tra vita professionale e vita familiare.* – La disponibilità di strumenti di conciliazione tra lavoro e famiglia influenza la decisione di quanto e dove lavorare. A causa della diversa ripartizione dei carichi tra i generi, le carenze dell’offerta di servizi di cura, specie per i più piccoli e gli anziani non autosufficienti, tendono a incidere soprattutto sulle scelte di partecipazione delle donne. Ad esempio, per le donne la disponibilità di asili nido si correla positivamente con le ore di lavoro.

*Secondo la Rilevazione sulle forze di lavoro dell’Istat, l’offerta di lavoro femminile è più elevata nelle province con maggiore presenza di lavoratrici straniere specializzate in servizi domestici e assistenziali; l’effetto è più forte per le donne più istruite, con figli piccoli e nelle aree in cui la disponibilità di servizi di cura è minore. Nel 2009 solo il 13,6 per cento dei bambini con meno di tre anni era accolto da strutture comunali o convenzionate, ma il deficit di offerta appare meno stringente se lo si confronta con la domanda effettivamente espressa dalle famiglie. Nell’Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d’Italia il 58 per cento delle famiglie dichiarava nel 2006 di escludere per libera scelta l’affido dei figli all’asilo, privilegiando il ricorso a baby-sitter o nonni.*

Un altro fattore determinante nell’offerta di lavoro è il tempo di spostamento, che rappresenta un costo fisso associato al lavoro svolto. La presenza di tali costi può indurre a non partecipare affatto al mercato del lavoro, accettando solo offerte molto ben retribuite, o può condizionare il raggio di ricerca di un lavoro, inducendo ad accettare offerte meno favorevoli. L’onerosità degli spostamenti casa-lavoro è maggiore dove le esigenze di cura della famiglia sono più pressanti, come avviene in caso di figli piccoli e specie per le donne, più gravate da carichi domestici. Sempre secondo l’indagine “Uso del tempo”, nel 2008-09 i maschi occupati avevano tempi medi giornalieri di spostamento di 58 minuti, contro 52 per le donne occupate e 47 per le occupate con figli. Analisi condotte sulle due indagini del 2002-03 e del 2008-09 mostrano che tempi di spostamento medi regionali più elevati si associano a una riduzione significativa della partecipazione al mercato del lavoro sia degli uomini sia delle donne, con un effetto deterrente maggiore per queste ultime, soprattutto se madri. Il tempo impiegato per raggiungere il luogo di lavoro può influire anche sulla scelta di quante ore lavorare giornalmente. Nostre ricerche stimano che il tempo di spostamento abbia un impatto sulle ore lavorate negativo per le donne e nullo per gli uomini.

*Le diverse attitudini.* – Siano esse di origine biologica o culturale le differenze attitudinali tra i sessi sono ampiamente documentate. Le donne appaiono caratterizzate da una maggiore avversione al rischio, che si riduce per coloro che rivestono posizioni apicali; da una minore autostima, che si traduce in una più contenuta sopravvalutazione delle proprie capacità; da una più accentuata avversione per i contesti competitivi, che si accompagna – secondo alcune evidenze sperimentali – a una peggiore performance in situazioni fortemente competitive. Ove vengano premiati sul mercato del lavoro caratteristiche più diffuse tra gli uomini, sebbene non correlate con quelle rilevanti per il lavoro svolto, si possono generare fenomeni di discriminazione “implicita”, potenzialmente in grado di spiegare sia un più difficile accesso al mercato del lavoro, sia una più lenta progressione in carriera per le donne.

*Alcuni approfondimenti sono stati condotti con riferimento specifico ai test preselettivi di ingresso in Banca d'Italia per i candidati neo laureati nel periodo 1998-2009. Mentre le donne prevalgono tra i circa 13.400 partecipanti (61,5 per cento in media), sono in minoranza tra coloro che hanno superato la prova (40,6 per cento). Un approfondimento sulle risposte ai test e sulle caratteristiche dei candidati per verificare la possibile esistenza di forme di discriminazione implicita ha evidenziato come i diversi risultati tra uomini e donne siano attribuibili per il 40 per cento a effetti di composizione (regione e università di provenienza; livello culturale della famiglia di origine; strategie di preparazione differenti); per il 34 per cento a fattori che influiscono solo su uno dei generi (ad esempio, la presenza di un figlio penalizza le donne ma non gli uomini; un impiego a tempo pieno avvantaggia gli uomini ma non le donne). Ulteriori approfondimenti sono necessari per spiegare la quota residua del 26 per cento, che potrebbe essere legata ad altri effetti non osservati o a discriminazione involontaria associata a caratteristiche ancora non identificate nell'analisi.*

## **Le politiche**

*La normativa.* – In Italia la legislazione per le pari opportunità è stata avviata dopo analoghe iniziative in altri paesi europei, attraversando tre fasi. Negli anni settanta la normativa ha riconosciuto il principio della parità nelle diverse sfere della vita sociale e lavorativa; l'attenzione è stata prevalentemente rivolta a tutelare la maternità e a reprimere le discriminazioni sul lavoro. Dalla fine degli anni ottanta, interventi più mirati sono stati volti a promuovere la partecipazione al mercato del lavoro e il coinvolgimento attivo nei processi decisionali; al criterio dell'uguaglianza “astratta” è stato progressivamente sostituito quello dell'uguaglianza di opportunità.

*Il primo importante intervento a carattere nazionale a favore delle imprese femminili in Italia è rappresentato dalla legge 25 febbraio 1992, n. 215, recante “Azioni positive per l'imprenditoria femminile”. Lo strumento, di fatto attivato solo nel 1997 e rimasto in vigore per circa un decennio, si è articolato in due fasi. Nella prima, i bandi, tre in tutto, sono stati gestiti a livello centrale dal Ministero dello Sviluppo economico per un ammontare di risorse pari a circa 122 milioni di euro. Prima dell'uscita del quarto bando, con il DPR 28 luglio 2000, n. 314, la legge è stata radicalmente modificata conferendo alle Regioni la facoltà di gestire l'assegnazione dei fondi, a condizione di aggiungerne di propri e di specificare eventuali criteri aggiuntivi rispetto a quelli già previsti dal regolamento nazionale. I fondi ministeriali sono stati ripartiti tra le varie amministrazioni in misura inversamente proporzionale al tasso di partecipazione femminile al mercato del lavoro. I bandi a livello regionale sono stati in tutto tre; l'ultimo si è chiuso a marzo del 2006, ma la sua operatività non è ancora terminata. Considerando solo i due bandi precedenti, limitatamente agli aiuti all'avvio di attività, si stima che le imprese finanziate dalla legge abbiano tassi di sopravvivenza più elevati delle altre nei primi cinque anni di vita, ma non successivamente. Non vi sarebbero inoltre effetti a livello aggregato sulla presenza di imprese femminili.*

Nello scorso decennio è stato, infine, formalmente recepito il principio già acquisito a livello europeo secondo cui la parità non è un obiettivo in sé, ma va perseguita

in tutti i settori di intervento (*gender mainstreaming*). Il quadro normativo appare oggi formalmente allineato a quello degli altri paesi europei, ma restano differenze rilevanti in termini di effettiva applicazione e quindi di efficacia nel contrastare le radici dei divari.

*Il recente disegno di legge per la riforma del mercato del lavoro (cfr. il capitolo 9: Il mercato del lavoro) prevede alcuni interventi per una maggiore inclusione delle donne nella vita economica: misure di contrasto al fenomeno delle cosiddette “dimissioni in bianco”, che colpisce solitamente le lavoratrici in occasione della maternità; sgravi contributivi per l’assunzione di donne prive di un impiego regolarmente retribuito da almeno sei mesi residenti nelle aree svantaggiate; politiche sperimentali di sostegno alla genitorialità (congedo di paternità obbligatorio della durata di tre giorni entro i primi cinque mesi di vita del figlio; voucher per l’acquisto di servizi di baby-sitting da richiedere al datore di lavoro al termine del congedo di maternità e per gli 11 mesi successivi, in alternativa al congedo parentale).*

L’esperienza di altri paesi mostra il ruolo che alcune politiche possono svolgere per rimuovere ostacoli ancora presenti nel nostro sistema. Congedi parentali obbligatori e programmi educativi attenti al genere possono indurre un’attenuazione degli ostacoli culturali; la disponibilità di statistiche di genere può creare maggiore consapevolezza e sensibilità rispetto al problema. Un ruolo significativo è stato svolto in altri paesi da politiche per la conciliazione attiva, volte sia a rendere disponibili strutture per la cura dell’infanzia e degli anziani (l’indice di “presa in carico” dei bambini con meno di tre anni è superiore al 40 per cento in Belgio, Norvegia, Danimarca, Svezia, Francia, Paesi Bassi), sia a creare incentivi per lo sviluppo del settore privato dei servizi alla famiglia, promuovendo un’offerta di qualità a prezzi contenuti (il modello dei voucher sperimentato in Francia, Belgio e Regno Unito).

*La tassazione.* – Il sistema fiscale italiano prevede una tassazione del reddito su base individuale, indipendente dal genere e dallo stato civile. La presenza di detrazioni per i familiari a carico, di assegni al nucleo familiare e di agevolazioni commisurate al reddito familiare può tuttavia disincentivare l’offerta di lavoro delle donne sposate, accrescendo la tassazione sul secondo percettore di reddito nella famiglia. Stime basate su un modello strutturale dell’offerta di lavoro mostrano che i sistemi fiscali possono incidere sugli incentivi alla partecipazione femminile al mercato del lavoro.

*Il confronto fra quattro possibili strutture del sistema fiscale italiano mostra come sia un incremento delle detrazioni per i familiari a carico, sia la tassazione congiunta si assocerebbero a una riduzione della partecipazione femminile; un abbassamento della prima aliquota dell’Irpef o l’introduzione di un sistema analogo al Working tax credit presente nel sistema fiscale inglese indurrebbero invece un aumento della partecipazione femminile.*

*Le politiche regionali.* – Con le riforme costituzionali del 2001 e del 2003 è stata attribuita alle Regioni la potestà di intervenire con proprie leggi per rimuovere ogni ostacolo alla parità effettiva tra i generi. Le iniziative adottate dalle Regioni sono spesso frammentate e solo in alcuni casi fanno riferimento a un quadro normativo organico. Anche le politiche per l’occupazione dipendente, quelle per l’imprenditoria femminile e quelle per la conciliazione tra vita e lavoro risultano assai differenziate.

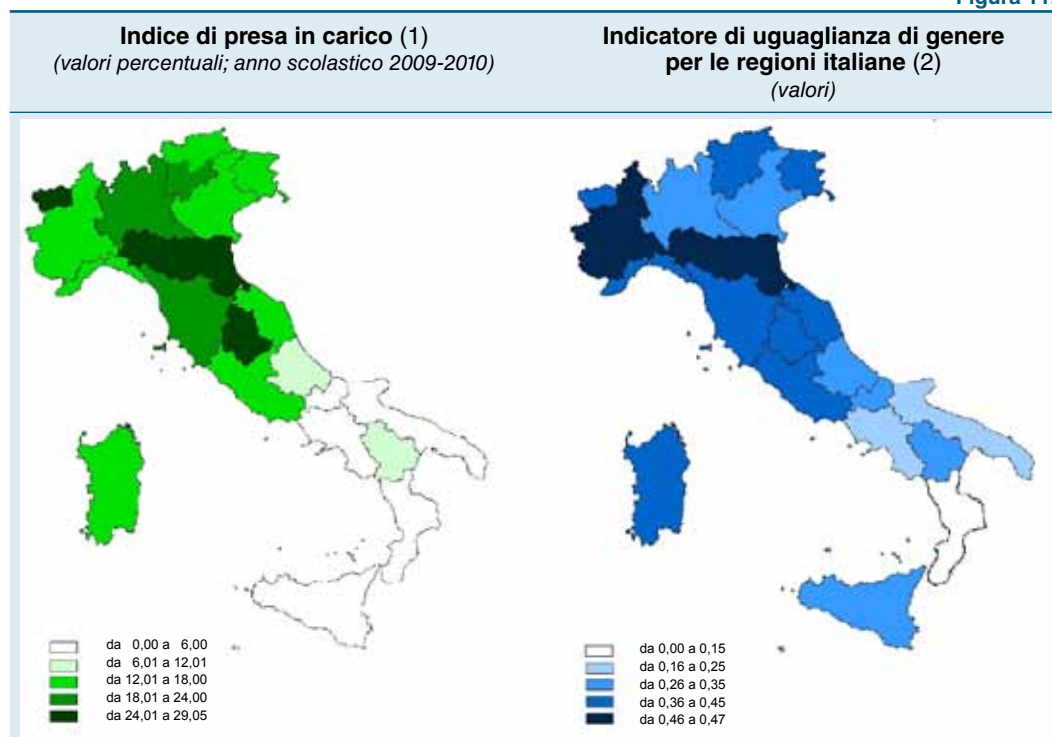
A seguito della crisi, l’accento delle politiche per l’occupazione è stato gradualmente spostato dal sostegno alle donne a quello più generalizzato ai lavoratori svantaggiati, tra cui le donne. Le politiche per l’imprenditoria hanno invece mantenuto una connotazione femminile più diffusa. Tra le politiche per la conciliazione particolare

rilevanza hanno quelle per la creazione di asili nido: l'Italia ha cercato di recuperare parte del grave ritardo rispetto agli altri paesi in termini di disponibilità di strutture con un maggiore sforzo di coordinamento tra Stato e Regioni con il piano triennale straordinario per i nidi. L'obiettivo europeo di almeno 33 posti negli asili nido ogni 100 bambini residenti con meno di tre anni è ancora lontano e il divario geografico non si è ridotto; tutto il Mezzogiorno, con la sola eccezione della Sardegna, mostra valori inferiori al 10 per cento (fig. 11.4). Il recente *Piano di azione coesione* del Governo (cfr. *L'economia delle regioni italiane*, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione) ha opportunamente previsto stanziamenti significativi per estendere nelle regioni del Sud la copertura dei servizi per l'infanzia e per migliorarne la qualità. Tra le altre iniziative già presenti figurano quasi ovunque, anche perché finanziati in ampia misura dall'Unione europea, i voucher di conciliazione.

*Nel complesso, nel Mezzogiorno le iniziative sono state per lo più legate all'adesione a programmi nazionali e regionali e all'uso di fondi europei, con un'evidente difficoltà a impiegare le risorse potenzialmente disponibili. Al Centro Nord gli interventi sono stati in genere più articolati.*

*Sebbene sia complesso identificare gli effetti delle politiche, è stato costruito un indicatore della situazione regionale (che può riflettere anche l'efficacia delle politiche regionali realizzate in passato) sulla base dei divari nella partecipazione al mercato del lavoro, nelle retribuzioni, nella rappresentanza al vertice (nelle sottodimensioni della politica locale e della dirigenza nelle imprese) e nell'uso del tempo all'interno della famiglia. L'indicatore per il 2010 (fig. 11.4) mostra come tutte le regioni italiane siano lontane dall'assicurare la parità (se l'indicatore medio italiano viene confrontato con quello stimato per gli altri paesi europei, esso si colloca al 21° posto su 25) con un'ampia variabilità: il Piemonte e l'Emilia Romagna si collocano in posizioni più vicine alla media europea, mentre la Calabria è la più distante. Il confronto con il 2005 mostra progressi limitati.*

**Figura 11.4**



Fonte: Istat, *L'offerta comunale di asili nido e altri servizi socio-educativi per la prima infanzia*.

(1) Posti disponibili negli asili nido in rapporto alla popolazione 0-2 anni.

Fonte: elaborazioni su dati del Ministero dell'Interno; siti web delle Regioni; Istat, *Indagine "Uso del tempo"* e *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(2) L'indicatore assume valori compresi fra 0 (assenza di parità) e 1 (piena parità).

## 12. LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO

Nel 2011 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana è leggermente migliorato (dal 3,5 al 3,3 per cento del PIL), grazie alla riduzione del deficit commerciale, favorita dalla forte crescita dell'avanzo nei prodotti diversi da quelli energetici, in particolare nei settori della meccanica e dei prodotti in metallo. L'ampliamento del disavanzo nei redditi è stato compensato per oltre la metà dalla contrazione di quello nei servizi.

Nel complesso del conto finanziario, le significative riduzioni di passività verso l'estero riferibili al settore pubblico e a quello bancario (80,8 e 74,4 miliardi rispettivamente) hanno generato deflussi netti; questi hanno trovato contropartita in maggiori passività nette in capo alla Banca d'Italia e agli altri settori dell'economia (184,4 e 44,3 miliardi, rispettivamente). Ne sono derivati afflussi netti per 73,5 miliardi, che hanno finanziato il disavanzo corrente di 51,5 miliardi; la posta residuale "errori e omissioni" è stata pari a -22,4 miliardi. Il segno negativo di questo saldo è coerente con un deflusso di capitali non registrato dalle statistiche ufficiali.

Nel 2011 la posizione patrimoniale debitoria netta dell'Italia sull'estero è stata pari al 20,6 per cento del PIL, contro il 24,0 del 2010, per effetto di favorevoli aggiustamenti di valutazione che hanno prevalso sul disavanzo corrente da finanziare: la valutazione degli strumenti finanziari ai prezzi di mercato nel computo delle consistenze ha determinato una riduzione delle passività del settore pubblico nello scorcio del 2011, in corrispondenza con la discesa delle quotazioni associata all'innalzamento dei rendimenti dei titoli di Stato italiani.

*Il processo di revisione delle statistiche sui conti con l'estero, seguito all'introduzione del nuovo sistema di rilevazione dei dati, si è concluso nell'ottobre 2011 con la pubblicazione di serie storiche ricostruite per gli anni precedenti il 2008 per quanto riguarda i flussi e antecedenti il dicembre 2007 per le consistenze; le nuove statistiche per i periodi più recenti erano già state diffuse nella prima metà del 2011. Per la bilancia dei pagamenti la ricostruzione ha interessato pressoché tutte le voci (salvo le merci, rilevate dall'Istat, e il turismo e i trasporti, già oggetto di indagini campionarie), con effetti maggiori sul conto finanziario. Gli afflussi di capitali sono stati rivisti al rialzo coerentemente con i dati di posizione patrimoniale, per la gran parte rilevati tramite indagini campionarie nel nuovo sistema. Le serie ricostruite mostrano un miglioramento del saldo del conto corrente (circa 80 miliardi in termini cumulati tra il 1991 e il 2007), principalmente dovuto ai redditi da capitale (cfr. Indicatori monetari e finanziari. Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero, in Supplementi al Bollettino Statistico, n. 53, 2011).*

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

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti italiana è diminuito di 3,2 miliardi nel 2011 (tav. 12.1). È peggiorato in Francia, dall'1,7 al 2,2 per cento del PIL, con il forte aumento (19,8 miliardi, pari all'1,0 per cento del PIL) del deficit nei beni che è stato per metà compensato dalla crescita degli avanzi nei servizi e nei redditi. In



Germania si è ridotto il surplus complessivo (di 3,0 miliardi; dal 6,1 al 5,7 per cento del PIL), per la modesta flessione dell'avanzo nelle merci; è proseguita la crescita del disavanzo nei servizi, mentre il surplus nei redditi è sceso marginalmente.

Tavola 12.1

<b>Bilancia dei pagamenti (1) (2)</b> (miliardi di euro)					
VOCI	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Conto corrente</b>	<b>-19,9</b>	<b>-44,9</b>	<b>-30,2</b>	<b>-54,7</b>	<b>-51,5</b>
Merci	3,2	-2,1	0,8	-20,9	-16,6
Prodotti non energetici (3)	47,9	55,3	41,5	29,5	43,3
Prodotti energetici (3)	-44,6	-57,5	-40,7	-50,4	-59,9
Servizi	-7,1	-8,6	-8,4	-9,2	-7,0
Redditi	-1,2	-19,4	-10,4	-8,3	-12,0
Trasferimenti unilaterali	-14,8	-14,8	-12,2	-16,3	-15,9
di cui: istituzioni della UE	-8,4	-9,9	-7,0	-10,1	-10,4
<b>Conto capitale</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,4</b>
Attività intangibili	-0,5	-1,0	-0,6	-0,7	-0,4
Trasferimenti unilaterali	2,3	0,9	0,5	0,2	0,8
di cui: istituzioni della UE	3,3	2,2	1,6	1,5	2,7
<b>Conto finanziario</b>	<b>29,2</b>	<b>31,4</b>	<b>37,3</b>	<b>86,7</b>	<b>73,5</b>
Investimenti diretti	-38,3	-53,1	-0,9	-17,7	-13,1
all'estero	-70,3	-45,7	-15,3	-24,7	-34,0
in Italia	32,0	-7,4	14,5	6,9	20,9
Investimenti di portafoglio	5,6	75,2	28,1	38,5	-34,4
azioni e fondi comuni	-5,9	61,9	2,6	-37,9	9,1
titoli di debito	11,5	13,3	25,5	76,4	-43,5
Derivati	-2,8	1,9	4,3	-4,7	7,5
Altri investimenti	66,2	13,0	5,7	71,8	114,4
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (4)	83,0	-18,5	-2,4	8,3	-73,2
Variazione riserve ufficiali (5)	-1,5	-5,6	0,1	-1,0	-0,9
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-11,1</b>	<b>13,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-31,5</b>	<b>-22,4</b>

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Per i periodi dal 2008 in poi i dati contenuti nella tavola sono stati ottenuti sulla base del nuovo sistema di rilevazione e compilazione della bilancia dei pagamenti dell'Italia. Per i periodi precedenti, le serie sono state ricostruite in continuità. – (3) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (4) Esclusa la Banca d'Italia. – (5) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

*Il deterioramento del saldo del conto corrente dell'Italia nell'ultimo decennio è pari a 3,5 punti percentuali di PIL. Il maggiore contributo negativo è provenuto dal commercio di beni (-2,4 punti percentuali), soprattutto a causa del rincaro dei prodotti energetici importati. Anche i trasferimenti unilaterali e i viaggi hanno contribuito negativamente (rispettivamente per 0,5 e 0,3 punti percentuali), mentre i disavanzi negli altri servizi e nei redditi sono rimasti quasi invariati.*

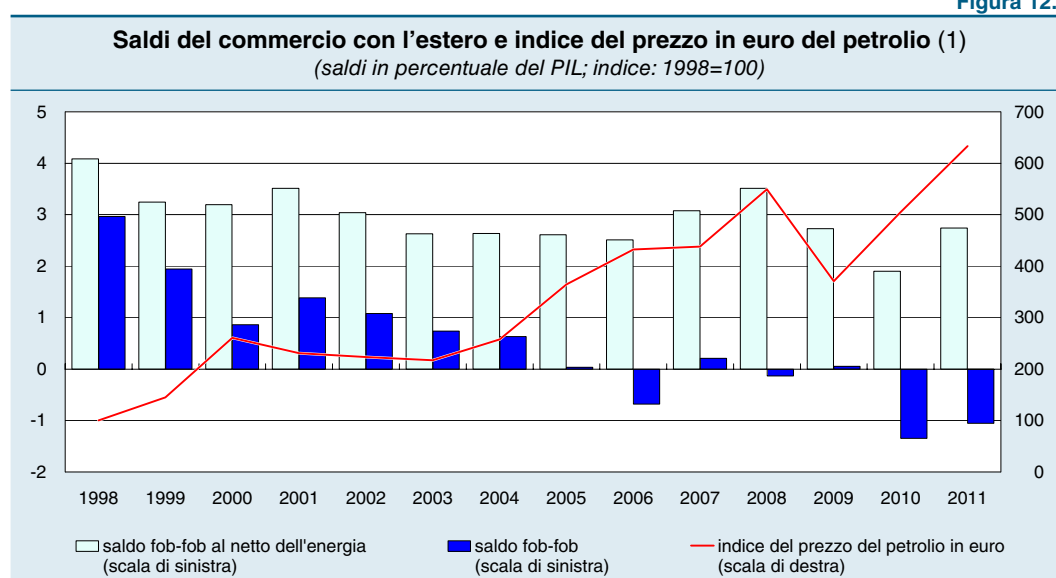
*L'Italia supera la soglia di attenzione di uno solo dei cinque indicatori di squilibrio esterno considerati nello scoreboard del primo Alert Mechanism Report pubblicato il 14 febbraio scorso dalla Commissione europea (cfr. il capitolo 6: Le politiche di bilancio): la dinamica a cinque anni delle quote di mercato a prezzi e cambi correnti delle esportazioni di beni e servizi (-19,0 per cento nel quinquennio terminante nel 2010). La soglia del -6,0 per cento è oltrepassata anche dalla Francia e dalla Germania (rispettivamente -19,4 e -8,3 per cento). La soglia penalizza sistematicamente i paesi già storicamente presenti sui mercati internazionali rispetto ai nuovi paesi membri dell'Unione europea. Questi si trovavano, tra la fine degli anni novanta e lo scorso decennio, in una fase di convergenza e, anche grazie all'integrazione nel mercato unico, registravano elevati tassi di crescita delle esportazioni. L'aver incluso paesi in fase di transizione caratterizzati da una crescita eccezionale delle proprie quote di mercato ha contribuito a determinare una soglia relativamente elevata per i rimanenti paesi.*

*Gli scambi di merci.* – Nel 2011 il deficit delle merci nella valutazione fob-fob è sceso all'1,1 per cento del PIL (fig. 12.1), dopo il forte deterioramento del 2010. La crescita delle esportazioni, trainata come nel 2010 dai beni intermedi e di investimento, ha rallentato dal 15,6 per cento all'11,4 (tav. 12.2), di riflesso alla decelerazione



della domanda mondiale cominciata nella prima metà dell'anno (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*). Le importazioni hanno frenato più bruscamente (al 9,5 per cento, dal 23,1); su quelle di beni intermedi ha inciso il calo della produzione industriale, mentre alla stagnazione di quelle di beni capitali ha contribuito la caduta degli investimenti fissi. Si sono ridotte le importazioni di prodotti elettronici, in particolare quelle di celle fotovoltaiche, diminuite di quasi due miliardi dopo l'impennata registrata nel 2010 (fig. 12.2) in corrispondenza con il picco degli incentivi pubblici alle fonti rinnovabili. Il disavanzo energetico è nuovamente cresciuto; ha raggiunto il massimo storico (3,8 per cento del PIL), nonostante la contrazione dei volumi importati, a causa della ripresa delle quotazioni del petrolio. Più forte è stato l'incremento dell'avanzo nei prodotti non energetici, che si era interrotto nel biennio 2009-2010, grazie soprattutto alla componente dei beni strumentali.

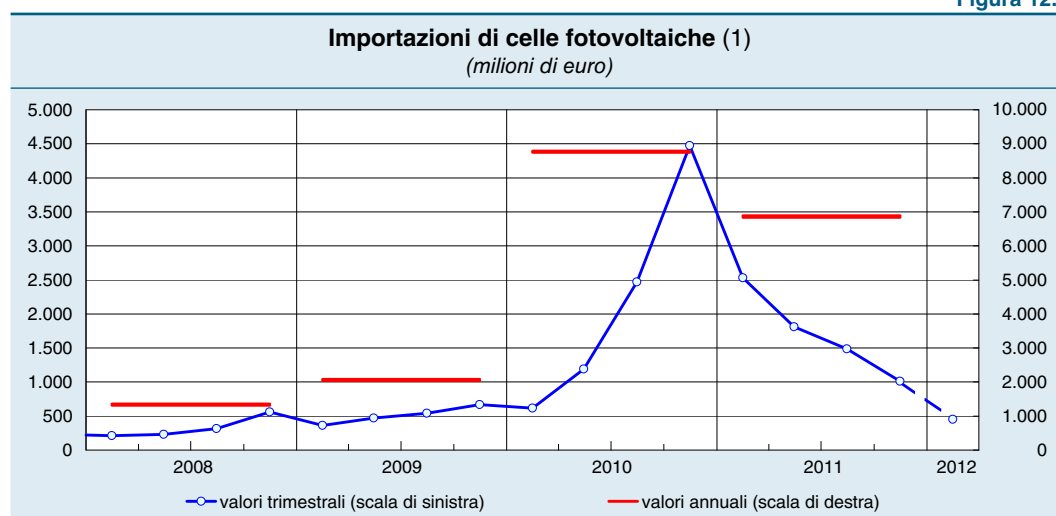
Figura 12.1



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

(1) L'indice del prezzo del petrolio è basato sul prezzo medio in dollari delle tre principali qualità di petrolio convertito in euro.

Figura 12.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Il dato riferito al 1° trim. 2012 è parzialmente stimato.

Tavola 12.2

Interscambio commerciale fob-fob per paese o area (miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2010 e composizione percentuale nel 2010)								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2010	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2010	Valori	
	2011			2011			2010	2011
<b>Paesi della UE-27</b>	<b>210,3</b>	<b>8,7</b>	<b>57,3</b>	<b>211,9</b>	<b>6,2</b>	<b>55,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-1,6</b>
Area dell'euro a 17	160,7	8,8	43,7	171,8	5,6	45,3	-14,9	-11,1
di cui: Francia	43,9	11,4	11,6	33,4	3,9	9,0	7,2	10,5
Germania	49,4	12,4	13,0	61,9	5,8	16,3	-14,6	-12,6
Spagna	19,9	1,5	5,8	17,7	6,9	4,6	3,0	2,1
Altri paesi della UE-27	49,6	8,3	13,6	40,0	8,4	10,3	8,9	9,6
di cui: Regno Unito	17,5	-0,2	5,2	10,8	8,9	2,8	7,6	6,7
<b>Resto del mondo</b>	<b>166,1</b>	<b>15,1</b>	<b>42,7</b>	<b>181,2</b>	<b>13,8</b>	<b>44,4</b>	<b>-14,8</b>	<b>-15,1</b>
Cina	10,0	16,1	2,5	28,5	3,0	7,7	-19,0	-18,5
Giappone	4,7	18,1	1,2	4,0	-2,2	1,2	-0,1	0,7
India	3,7	10,4	1,0	4,6	27,3	1,0	-0,3	-0,9
OPEC	17,8	-1,1	5,3	33,4	-0,9	9,4	-15,7	-15,6
Russia	9,3	17,4	2,3	17,3	24,7	3,9	-5,9	-8,0
Stati Uniti	22,9	12,5	6,0	12,6	17,9	3,0	9,6	10,3
Svizzera	20,7	30,5	4,7	11,4	11,4	2,8	5,6	9,3
Turchia	9,6	19,9	2,4	5,7	17,7	1,4	3,2	3,9
Altri	67,3	15,6	17,2	63,6	26,1	14,1	7,8	3,7
<b>Totale</b>	<b>376,5</b>	<b>11,4</b>	<b>100,0</b>	<b>393,1</b>	<b>9,5</b>	<b>100,0</b>	<b>-20,9</b>	<b>-16,6</b>

In particolare, le esportazioni nette di prodotti in metallo hanno beneficiato delle vendite di oro non monetario, la cui domanda è fortemente cresciuta nello scorcio del 2011 anche in relazione alla sua funzione di bene rifugio in periodi di incertezza sui mercati finanziari; la materia prima è stata prevalentemente importata, in parte direttamente, in parte attraverso il trattamento di rifiuti industriali contenenti metalli preziosi.

L'avanzo delle merci in Germania (154,3 miliardi, pari al 6,0 per cento del PIL) ha registrato una lieve riduzione, mentre il disavanzo è ulteriormente cresciuto in Francia, arrivando al massimo storico di 73,5 miliardi (il 3,7 per cento del PIL). La crescita delle esportazioni francesi (8,7 per cento) è stata più lenta di quella delle vendite all'estero dell'Italia e della Germania (11,4 e 12,1 per cento, rispettivamente). Solo in Italia le importazioni sono cresciute meno delle esportazioni.

La quota delle esportazioni italiane di beni sul commercio mondiale in valore è scesa di un punto percentuale nel decennio 2002-2011 (dal 3,9 per cento al 2,9, un decimo in meno rispetto al 2010). Il calo è stato più pronunciato per la quota della Francia (dal 4,8 per cento al 3,4), più modesto per quella della Germania (dal 9,4 per cento all'8,6). A differenza degli altri due paesi, la riduzione per la Francia si è concentrata tra il 2002 e il 2007. In seguito alla revisione dei deflatori di recente adottata dai conti nazionali per gli anni dal 2002 in poi (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*), è ora possibile stimare la quota delle esportazioni italiane di beni sul commercio mondiale a prezzi e cambi costanti su una base omogenea, sotto il profilo metodologico delle fonti, rispetto ai principali partner europei. Secondo questo indicatore, il peso dell'Italia sul commercio mondiale in volume è sceso nel decennio 2002-2011 dal 3,6 per cento al 2,7 (valore equivalente a quello del 2010). Il calo è in linea con quello registrato dalla Francia (passata dal 4,7 per cento al 3,5), mentre la Germania ha mantenuto la sua quota invariata al 9,0 per cento.

*Nel 2011 le esportazioni in valore dell'Italia sono cresciute a un ritmo molto inferiore rispetto al commercio mondiale, sul quale hanno pesato in misura proporzionalmente maggiore gli incrementi delle quotazioni delle materie prime. La dinamica delle nostre esportazioni di beni in volume, aumentate del 7,0 per cento, ha invece ecceduto di quasi un punto percentuale quella del commercio mondiale stimata dal Fondo monetario internazionale, ma è risultata in linea con la crescita della domanda che si rivolge ai nostri prodotti sui mercati esteri. Vi ha contribuito la buona espansione delle vendite all'esterno dell'area dell'euro, che ha ecceduto quella della domanda espressa da quegli stessi paesi.*

La riduzione del deficit commerciale ha riflesso quella del disavanzo con gli altri paesi dell'area dell'euro (da 14,9 a 11,1 miliardi; tav. 12.2), per effetto di un incremento delle esportazioni maggiore di quello delle importazioni. È cresciuto leggermente l'avanzo con i rimanenti paesi della UE ed è rimasto sostanzialmente stabile il disavanzo verso i paesi esterni all'Unione (15,1 miliardi).

Lo sviluppo di catene di produzione globali, accrescendo l'utilizzo di input importati, ha modificato la capacità delle esportazioni di generare valore aggiunto e reddito all'interno del paese.

*Da un'analisi basata sulle tavole input-output, sui dati di contabilità nazionale e di commercio estero, emerge che tra il 2000 e il 2007 il valore aggiunto interno per unità di produzione manifatturiera esportata si è ridotto in misura simile per la Germania e per l'Italia (passando rispettivamente dal 70,1 al 65,5 per cento e dal 67,4 al 61,7 per cento), mentre la flessione è stata più contenuta per la Francia (dal 66,4 al 64,0 per cento). Ciò segnala che, almeno fino al 2007, le imprese manifatturiere italiane e tedesche hanno adottato simili modalità di frammentazione internazionale dell'attività produttiva, con un crescente ricorso a input importati. L'internazionalizzazione delle imprese francesi si è invece manifestata attraverso una più intensa localizzazione di attività produttive all'estero già dall'inizio dello scorso decennio.*

Dopo un biennio di pausa, è ripresa con forza la crescita (3,3 miliardi) dell'avanzo commerciale nei confronti della Francia, in atto dal 2004. Vi hanno contribuito il calo delle importazioni e la buona crescita delle esportazioni di elettronica, mezzi di trasporto e meccanica. È tornato a scendere (-2,0 miliardi) il disavanzo nei confronti della Germania: le esportazioni di prodotti in metallo e di macchine sono cresciute più velocemente delle importazioni, mentre la riduzione degli acquisti di celle fotovoltaiche ha determinato il calo complessivo delle importazioni di prodotti elettronici. L'avanzo commerciale nei confronti di Spagna e Regno Unito si è complessivamente contratto di 1,8 miliardi, per la stagnazione delle nostre esportazioni, che hanno risentito della debolezza della domanda interna nei due paesi.

Gli scambi con i paesi OPEC sono calati di circa l'1 per cento, risentendo fortemente degli eventi bellici in Libia. Al netto di questo paese, le nostre esportazioni verso i paesi del cartello sono cresciute del 12,4 per cento (un punto oltre la media), mentre le importazioni sono balzate del 34,4 per cento, trainate dall'impennata (25,4 per cento) delle quotazioni del petrolio in euro. L'eccezionale calo di acquisti di beni energetici dalla Libia è stato sostituito da importazioni provenienti da Arabia Saudita, Azerbaïjan, Angola e Russia. La crescita del nostro deficit commerciale con quest'ultimo paese è stata frenata dall'espansione delle esportazioni di macchine e articoli di abbigliamento.

Quello con la Cina si è confermato il deficit bilaterale più elevato dell'Italia; si è ridotto lievemente (da 19,0 miliardi a 18,5) grazie alla marcata flessione delle importazioni di mezzi di trasporto. È fortemente salito l'avanzo commerciale nei confronti della Svizzera (da 5,6 a 9,3 miliardi). Oltre alla buona crescita delle esportazioni dei prodotti tradizionali del "made in Italy", favorite dal rafforzamento del franco svizzero

nell'ultimo biennio, hanno pesato le vendite di prodotti in metallo: il mercato elvetico ha assorbito nel 2011 oltre il 71 per cento delle nostre esportazioni di oro (6,0 miliardi nel complesso, da 3,0 del 2010). Si è consolidata l'espansione dell'avanzo con gli Stati Uniti, grazie al contributo positivo della meccanica e dei mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli, controbilanciato solo in parte dall'incremento del deficit energetico.

*Per estendere agli andamenti settoriali l'analisi delle esportazioni in volume coerenti con le nuove serie aggregate dei conti nazionali, si sono deflazionati i valori del commercio estero con i prezzi della produzione industriale esportata, in sostituzione dei valori medi unitari tradizionalmente utilizzati. Questi ultimi incontrano numerosi problemi statistici e hanno difficoltà a cogliere in un indice sintetico l'innovazione che si manifesta nella commercializzazione di nuovi prodotti, nel cambiamento qualitativo di quelli esistenti e nella cessazione delle produzioni marginali. La tavola 12.3 aggrega i principali settori della manifattura in base alla dinamica registrata nell'ultimo decennio, suddivisa tra il periodo 2002-07 e la successiva fase ciclica (2008-2011). Se per alcuni settori tradizionali del "made in Italy" (gli articoli in pelle e, in misura minore, quelli di abbigliamento) sembrano emergere i frutti di un intenso processo di ristrutturazione e riposizionamento, la recente crisi mondiale ha inflitto una pesante accelerazione al ridimensionamento delle altre produzioni tradizionali (come il tessile, i prodotti in ceramica, i mobili e gli elettrodomestici). I settori dei prodotti farmaceutici e dell'elettronica industriale sono riusciti a espandere le proprie nicchie di mercato per consolidare la crescita delle vendite all'estero anche dopo il 2007. La stagnazione delle esportazioni dei beni strumentali (meccanica, macchine elettriche, mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli) negli anni più recenti è legata alla debolezza del ciclo internazionale degli investimenti, dopo la forte crescita nella prima metà del decennio scorso. Le esportazioni di autoveicoli continuano invece a scontare il forte calo della domanda di beni di consumo durevoli che ha caratterizzato la recente recessione nella UE. I metalli di base e i prodotti in metallo hanno beneficiato della fase di espansione tra il 2002 e il 2007 più degli altri comparti; nel 2011 le vendite all'estero hanno superato i precedenti massimi storici, anche grazie al contributo dell'oro. La dinamica della chimica, delle produzioni in gomma e di quelle in plastica è stata in linea con quella del totale delle esportazioni.*

*Nel complesso del decennio 2002-2011 la sostituzione dei valori medi unitari con i prezzi della produzione industriale esportata determina un miglioramento della valutazione dei volumi venduti all'estero per tutti i settori. Anche in questo caso, l'abbigliamento e i prodotti in pelle traggono vantaggio dal cambiamento di metodologia in misura superiore rispetto ai rimanenti settori tradizionali del "made in Italy". I prezzi all'esportazione della farmaceutica e dei prodotti elettronici sono scesi nel decennio tra il 13 e il 20 per cento, mentre i valori medi unitari segnalavano una variazione di entità simile ma di segno opposto.*

**Tavola 12.3**

<b>Esportazioni settoriali di manufatti in volume</b> (valori deflazionati con i prezzi della produzione industriale esportata; tassi di crescita e composizione percentuale)			
SETTORI	Crescita tra 2002 e 2007	Crescita tra 2007 e 2011	Composizione % nel 2011
<b>Manifattura</b>	<b>25,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>100,0</b>
Alimentari	23,0	15,5	6,8
Made in Italy	2,0	-12,9	20,8
Abbigliamento	1,7	-4,6	4,6
Articoli in pelle e simili	7,6	1,0	4,3
Altri settori del made in Italy (1)	0,6	-19,8	11,8
Legno e prodotti in legno (2), carta e prodotti in carta, prodotti chimici, articoli in gomma e materie plastiche	25,6	-1,2	12,9
Prodotti farmaceutici	35,7	27,7	4,3
Metalli di base e prodotti in metallo (3)	64,1	7,1	13,4
Computer, apparecchi elettronici e ottici	8,0	11,9	3,6
Meccanica e macchine elettriche (4)	41,7	-1,2	23,5
Mezzi di trasporto	35,6	-11,9	10,1
Altri settori manifatturieri	55,0	-23,4	4,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
 (1) Tessile, prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, elettrodomestici, "altri prodotti" (principalmente mobili e gioielli). –  
 (2) Esclusi i mobili. – (3) Esclusi macchinari e attrezzature. – (4) Esclusi gli elettrodomestici.

*I servizi.* – Dopo il picco del 2010, l'anno scorso è tornato a ridursi il disavanzo nei servizi (da 9,2 a 7,0 miliardi; tav. 12.4), per l'incremento del surplus nella voce viaggi e, in minor misura, per la riduzione del deficit negli "altri servizi per le imprese".

Il surplus nei viaggi, che incide per circa un terzo sull'interscambio di servizi, si era fortemente contratto tra il 2007 e il 2009, per stabilizzarsi nel 2010. La crescita nel 2011, da 8,8 a 10,3 miliardi, è stata determinata quasi interamente dalle maggiori spese dei turisti stranieri in Italia.

*I viaggi internazionali costituiscono l'unica voce strutturalmente in attivo del conto corrente dell'Italia. La riduzione dell'avanzo turistico, sceso dall'1,0 per cento del PIL nel 2001 allo 0,7 nel 2011, ha riflesso la modesta dinamica degli introiti, la cui incidenza sul prodotto si è ridotta dal 2,3 al 2,0 per cento: alla riduzione della durata media dei viaggi dei visitatori stranieri sono corrisposti leggeri aumenti della spesa media giornaliera pro capite, a prezzi correnti, e del numero di viaggiatori.*

**Tavola 12.4**

<b>Interscambio di servizi (1)</b> (miliardi di euro)						
VOCI	Crediti		Debiti		Saldi	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
<b>Totale</b>	<b>74,0</b>	<b>76,7</b>	<b>83,2</b>	<b>83,7</b>	<b>-9,2</b>	<b>-7,0</b>
di cui: <i>viaggi</i>	29,3	30,9	20,4	20,6	8,8	10,3
di cui: <i>vacanze</i>	16,8	18,5	9,1	9,1	7,6	9,5
<i>motivi di lavoro</i>	6,4	6,4	6,3	6,5	0,1	-0,1
<i>trasporti</i>	11,1	11,0	19,6	19,4	-8,5	-8,4
<i>altri servizi per le imprese</i>	19,1	20,6	21,0	22,0	-1,9	-1,4
<i>costruzioni</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	..	..
<i>finanziari e assicurativi</i>	4,0	3,7	6,5	6,6	-2,5	-2,9
<i>royalties e licenze</i>	2,8	2,7	5,4	5,2	-2,6	-2,5
<i>informatici e di informazione</i>	1,5	1,7	3,3	3,3	-1,8	-1,6
<i>comunicazioni</i>	5,1	4,8	4,9	4,7	0,2	0,1

(1) I dati contenuti nella tavola sono stati ottenuti sulla base del nuovo sistema di rilevazione e compilazione della bilancia dei pagamenti dell'Italia.

Nel 2011 le entrate a prezzi correnti da viaggi internazionali sono aumentate del 5,6 per cento, con un'accelerazione rispetto all'anno precedente. Gli introiti da viaggi per vacanze (che costituiscono quasi i tre quarti dei "viaggi per motivi personali") sono aumentati dell'11,4 per cento rispetto all'anno precedente, determinando la dinamica dell'aggregato complessivo. Le entrate da viaggi di lavoro, dopo un moderato recupero nel 2010, hanno invece ripreso a flettere (-0,9 per cento). L'accelerazione delle entrate turistiche è stata sostenuta soprattutto dai viaggiatori provenienti dai tradizionali paesi di specializzazione dell'export turistico italiano (Germania, che costituisce il primo mercato, Francia e Stati Uniti), con l'eccezione dei turisti spagnoli, che hanno risentito della situazione economica del loro paese, e di quelli elvetici.

La crescita della spesa dei viaggiatori italiani all'estero è rallentata (dal 2,0 per cento nel 2010 allo 0,8 nel 2011). La ripresa della spesa per vacanze si è pressoché arrestata (0,2 per cento, dal 4,4), risentendo nella seconda metà dello scorso anno anche del forte peggioramento del clima di fiducia delle famiglie. Le spese per viaggi di lavoro, che

nel biennio 2008-09 erano cadute del 13,5 per cento rispetto al 2007, sono cresciute a un ritmo modesto per il secondo anno consecutivo. Mentre negli anni successivi all'insorgere della crisi internazionale si era verificata una parziale sostituzione dei viaggi in Italia in favore di quelli all'estero, grazie anche alla flessione delle tariffe aeree e alla crescita delle quote di mercato dei vettori low-cost, secondo l'Istat il calo del numero di viaggi effettuati dagli italiani nel 2011 è stato il medesimo per le destinazioni nazionali e per quelle internazionali.

*Nel 2008 e soprattutto nel 2009, gli introiti da viaggi delle tre principali destinazioni turistiche europee si erano ridotti per effetto della crisi internazionale (nel complesso del biennio: -7,3 per cento a prezzi correnti in Italia, -9,4 in Spagna e -10,3 in Francia). Nel 2010 per l'Italia e la Spagna era iniziata una fase di moderata ripresa, mentre per la Francia si era solamente attenuata la caduta; durante lo scorso anno la ripresa si è rafforzata in ciascuno dei tre paesi. Se si considerano gli introiti a prezzi correnti, l'Italia ha quasi interamente recuperato la perdita del biennio 2008-09; rispetto al 2007 rimane un divario dello 0,7 per cento, che sale quasi al 9 per cento per le entrate in termini reali. In base ai valori a prezzi correnti, nel 2011 la Spagna ha superato di circa due punti percentuali il livello registrato nel 2007, mentre per la Francia il divario è rimasto negativo per circa due punti percentuali.*

Il deficit nei trasporti, pari a 8,4 miliardi (0,5 per cento del PIL), si è mantenuto nel 2011 su valori appena inferiori al massimo storico registrato nel 2010.

*Alla riduzione del disavanzo nei trasporti mercantili navali hanno contribuito i cali dei volumi movimentati e, soprattutto, dei noli medi che, secondo l'Indagine sui trasporti internazionali, sono scesi in termini reali di oltre il 13 per cento per le importazioni. Il mercato dei noli marittimi ha continuato a risentire dell'andamento del ciclo internazionale e di una situazione di eccesso di offerta di stiva – conseguenza dei forti investimenti realizzati nel periodo precedente la crisi – che hanno reso ancor più difficoltoso l'assorbimento dell'alto costo dei carburanti; si è mantenuta bassa la profittabilità del settore. Problematiche simili hanno coinvolto gli altri comparti, con il trasporto mercantile stradale che ha evidenziato anche un peggioramento del disavanzo. Nel trasporto aereo passeggeri si è registrata una forte crescita degli introiti (25,6 per cento), dovuta più all'aumento del numero e della spesa dei turisti stranieri che a una ripresa della quota di mercato dei vettori residenti.*

Nel 2011 è proseguita la riduzione del disavanzo nei servizi diversi da trasporti e viaggi (a 8,8 miliardi, da 9,5), in atto dal 2008. Vi ha contribuito soprattutto l'aumento delle esportazioni di "altri servizi per le imprese" (vendita di merci estero su estero e altri servizi commerciali, servizi professionali e servizi tra imprese collegate), la voce più importante del comparto, il cui deficit ha toccato il valore minimo dal 2005.

*La revisione degli "altri servizi" per gli anni precedenti il 2008 ha prodotto solo una diversa articolazione per tipologia di servizio. Sono state ridimensionate le voci residuali in favore di quelle più specifiche (in particolare servizi assicurativi, finanziari e informatici), delineando un quadro che meglio dovrebbe riflettere le caratteristiche del fenomeno. I nuovi dati hanno inoltre migliorato sensibilmente il grado di coerenza tra le statistiche di bilancia dei pagamenti e quelle di contabilità nazionale, armonizzando il trattamento dei servizi di costruzione. Le residue incoerenze dovute ai SIFIM (servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati) saranno eliminate nel 2014 con l'introduzione del sesto manuale della bilancia dei pagamenti, il quale renderà uniforme il trattamento di questi servizi nei diversi ambiti statistici.*

*I redditi.* – Nel 2011 il disavanzo nel conto dei redditi, determinato in gran parte dai redditi da capitale e fortemente diminuito nel biennio precedente, è tornato a crescere, raggiungendo i 12,0 miliardi (da 8,3 nel 2010). Vi ha contribuito in particolare la contrazione di 2,5 miliardi nell'avanzo nei redditi da investimenti diretti: sono diminuiti gli utili percepiti dall'estero e sono aumentati gli interessi passivi sui prestiti



intra gruppo, che confluiscono in questa voce. Nella seconda metà del 2011 l'aumento del premio per il rischio sulle passività emesse dai residenti ha pesato anche sulle altre componenti dei redditi costituite da interessi; quelli maturati sugli investimenti di portafoglio in titoli di debito e sugli "altri investimenti" (in prevalenza depositi e prestiti) sono cresciuti più velocemente rispetto agli incassi. Un contributo positivo e crescente è venuto dai redditi su investimenti di portafoglio in azioni e fondi comuni, che hanno visto le entrate espandersi più velocemente delle uscite.

*Le serie storiche dei redditi da capitale sono state ricostruite per il periodo 1998-2007 per i soli settori non bancari. La variazione principale deriva dall'inclusione dei redditi figurativi derivanti dai fondi comuni ad accumulazione, non rilevati dal precedente sistema di raccolta. Questa modifica ha superato una rilevante incoerenza rispetto alla contabilità nazionale e ha comportato un significativo incremento dei crediti (circa 52 miliardi complessivi tra il 1997 e il 2007), in ragione dell'elevata incidenza dei fondi comuni esteri sulle consistenze degli investimenti di portafoglio degli italiani.*

*I trasferimenti.* – Il disavanzo nei trasferimenti correnti si è lievemente ridotto, da 16,3 miliardi a 15,9. Si è contratto il deficit nei trasferimenti privati, nonostante il disavanzo delle rimesse degli emigranti sia tornato a crescere (6,9 miliardi, da 6,1 nel 2010). È aumentato leggermente anche il disavanzo nei trasferimenti pubblici, alimentato quasi interamente dai flussi con le istituzioni della UE.

### **Gli investimenti**

*Gli investimenti diretti.* – Si è accentuato il recupero degli investimenti diretti all'estero degli italiani, in particolare nella componente dei prestiti intra gruppo. I deflussi complessivi, 34,0 miliardi nel 2011, sono tornati su livelli storicamente elevati e, ancor più che nel triennio passato, sono prevalse le destinazioni interne all'area dell'euro. I partner europei hanno determinato anche l'espansione degli investimenti diretti in Italia (16,5 miliardi su un totale di 20,9), dopo che nel 2010 si erano osservati disinvestimenti netti.

*Anche in Francia il 2011 ha visto una ripresa dei flussi per investimenti diretti, più intensa dal lato delle uscite. Viceversa, i flussi si sono contratti per la Germania, in particolare nella componente intra-area. Nel 2011 i tedeschi hanno speso solo 2,2 miliardi per investimenti diretti negli altri paesi dell'area valutaria (da 30,4 nel 2010).*

*Gli investimenti di portafoglio.* – Per il primo anno dal 2000 il saldo degli investimenti di portafoglio ha registrato deflussi netti (34,4 miliardi), dopo aver chiuso il primo semestre con afflussi netti per 33,1 miliardi (dai 38,5 dell'intero 2010).

Nella prima metà del 2011 i flussi hanno riflesso il ritorno alla fiducia sui mercati finanziari: gli italiani hanno complessivamente acquistato attività sull'estero, nonostante sia proseguita la riduzione dell'esposizione in titoli di debito, e i non residenti hanno investito in azioni e obbligazioni emesse in Italia.

L'aggravarsi della crisi dei debiti sovrani a metà anno ha inciso con forza sull'andamento del secondo semestre. Le famiglie e le imprese italiane hanno iniziato a vendere titoli azionari e quote di fondi comuni esteri e hanno accelerato i disinvestimenti da titoli di debito esteri, soprattutto nelle scadenze a lungo termine. Le banche hanno



ricominciato a vendere obbligazioni estere e si sono riposizionate sulle scadenze a breve termine. Per la prima volta dalla crisi finanziaria del 2008, nel 2011 la voce delle attività di portafoglio sull'estero ha complessivamente registrato disinvestimenti netti (35,8 miliardi, di cui 31,4 riferiti a titoli di debito).

L'impatto sulle passività di portafoglio è stato ancora più marcato. Nella seconda metà del 2011 i non residenti hanno fortemente ridotto le proprie posizioni, specialmente in titoli del debito pubblico a medio e a lungo termine. Nel complesso del 2011 i non residenti hanno disinvestito 74,8 miliardi da titoli di debito emessi in Italia, di cui 43,2 sulle scadenze oltre l'anno. L'importo equivale, senza considerare gli aggiustamenti di prezzo, al 20 per cento circa dei corrispondenti titoli acquistati nei precedenti cinque anni.

*Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono stati moderati in Germania (37,0 miliardi) e ingenti in Francia (268,3 miliardi). I francesi hanno disinvestito 137,4 miliardi da titoli di debito esteri (da 40,2 nel 2010), quasi interamente emessi negli altri paesi dell'area dell'euro. Gli investimenti tedeschi in titoli di debito esteri sono fortemente diminuiti, collocandosi sui 27,2 miliardi, un livello non distante dal recente minimo del 2008: gli acquisti netti operati dalla Banca centrale tedesca sono stati in parte compensati da disinvestimenti di capitali privati.*

*Gli altri investimenti.* – Gli “altri investimenti” della Banca d'Italia hanno registrato afflussi netti per 194,8 miliardi, quasi interamente riconducibili al saldo TARGET2 (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Al netto della Banca d'Italia e del settore bancario, gli “altri investimenti” hanno registrato deflussi netti per 7,2 miliardi. Quelli del settore bancario sono stati pari a 73,2 miliardi, di riflesso alla forte riduzione della raccolta (45,8 miliardi, concentrati nel mercato interbancario) e alla crescita degli impieghi, in prevalenza riferiti a transazioni intra gruppo (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

### **La posizione patrimoniale sull'estero**

Nel 2011 la posizione patrimoniale debitoria netta dell'Italia sull'estero si è ridotta a 325,4 miliardi (20,6 per cento del PIL; tav. 12.5). Il maggior indebitamento netto di 73,5 miliardi registrato nel conto finanziario è stato più che compensato dagli aggiustamenti di valutazione (120,6 miliardi). La riduzione delle passività del settore pubblico, determinata dalla flessione delle quotazioni di mercato nello scorcio del 2011, ha pesato per 69,2 miliardi. Con il ritorno del differenziale sui titoli di Stato italiani ai livelli antecedenti la crisi, questi aggiustamenti di valutazione diventeranno una posta peggiorativa della posizione netta sull'estero.

*La traslazione della serie storica della posizione netta nella direzione di un maggiore debito, determinata dall'introduzione del nuovo sistema di raccolta dei dati avviato nel 2008, ha necessariamente caratterizzato anche la ricostruzione all'indietro della posizione patrimoniale sull'estero (a partire dalla fine del 1997). Se il vecchio sistema sovrastimava alcune componenti (in particolare prestiti e depositi, sia nella componente degli “altri investimenti”, sia in quella degli investimenti diretti), quello nuovo potrebbe cogliere solo parzialmente le attività detenute all'estero dai settori non bancari, in particolare per la componente di portafoglio; la posizione reale potrebbe essere quindi sensibilmente migliore di quella pubblicata nelle statistiche ufficiali. In base ai dati “mirror” sugli stock internazionali di portafoglio (principalmente derivati dalla Coordinated Portfolio Investment Survey, indagine coordinata dal Fondo monetario internazionale), l'ammontare di attività di portafoglio all'estero non dichiarate dagli italiani è quantificabile alla fine del 2010 tra sei e sette punti percentuali di PIL (cfr. Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 3, 2012).*

La posizione debitoria netta delle banche è migliorata di 95,9 miliardi; sono cresciute le attività nella componente dei depositi interbancari e sono diminuite le corrispondenti passività, in linea con quanto osservato per i flussi. Decisamente minore è stato il contributo della riduzione delle passività in titoli di debito. Le attività della Banca d'Italia sono cresciute di oltre il 10 per cento, ma la posizione netta sull'estero (pari a 19,9 miliardi, da 190,6 alla fine del 2010) è stata fortemente ridimensionata dalla riduzione del saldo TARGET2, che evidenzia una passività verso l'Eurosistema. Al calo delle passività sull'estero delle Amministrazioni pubbliche, in prevalenza titoli di Stato in mano ai non residenti (666,5 miliardi a fine 2011), hanno contribuito, oltre agli aggiustamenti di valutazione, anche i flussi di disinvestimenti dall'estero registrati nel conto finanziario (73,5 miliardi).

Tavola 12.5

Posizione netta sull'estero (miliardi di euro)							
VOCI	Consistenze a fine 2010 (1)	Flussi (2)	Gennaio-dicembre 2011				Consistenze a fine 2011 (1)
			Totali	Aggiustamenti		Variazione delle consistenze	
				di cambio	altri		
(a)	(b)	(c)=(d)+(e)	(d)	(e)	(f)=(b)+(c)	(a)+(f)	
<b>Operatori residenti non bancari</b>							
Attività	1.202,2	-5,6	-23,7	2,1	-25,8	-29,2	1.173,0
Investimenti diretti	296,5	28,4	2,4	..	2,5	30,9	327,3
Investimenti di portafoglio	716,7	-48,6	-25,9	1,7	-27,6	-74,5	642,2
di cui: <i>azioni e fondi comuni</i>	324,8	-3,2	-16,6	1,1	-17,7	-19,7	305,1
Altri investimenti	169,7	15,7	-0,5	0,5	-1,0	15,2	184,9
Strumenti derivati	19,3	-1,2	0,3	..	0,3	-0,8	18,5
Passività	1.434,5	-42,1	-109,1	2,0	-111,1	-151,2	1.283,3
Investimenti diretti	229,3	17,4	-9,5	0,1	-9,6	7,9	237,2
Investimenti di portafoglio	1.070,3	-69,9	-100,1	1,1	-101,2	-170,0	900,4
di cui: <i>azioni e fondi comuni</i>	116,6	4,2	-22,9	..	-22,9	-18,7	97,9
Altri investimenti	112,8	8,5	0,5	0,8	-0,3	9,0	121,7
Strumenti derivati	22,0	1,9	0,1	..	0,1	1,9	24,0
<b>Posizione netta</b>	<b>-232,2</b>	<b>36,5</b>	<b>85,4</b>	<b>0,1</b>	<b>85,3</b>	<b>121,9</b>	<b>-110,3</b>
<b>Banche residenti</b>							
Attività	439,7	31,7	21,2	1,5	19,7	52,9	492,6
Passività	770,6	-42,6	-0,4	0,5	-0,9	-43,0	727,5
<b>Posizione netta</b>	<b>-330,9</b>	<b>74,4</b>	<b>21,6</b>	<b>1,0</b>	<b>20,6</b>	<b>95,9</b>	<b>-235,0</b>
<b>Banca centrale</b>							
Attività	193,6	6,7	13,7	1,3	12,4	20,4	214,0
Passività	3,0	191,1	..	..	..	191,1	194,1
<b>Posizione netta</b>	<b>190,6</b>	<b>-184,4</b>	<b>13,7</b>	<b>1,2</b>	<b>12,4</b>	<b>-170,7</b>	<b>19,9</b>
<b>Totale settori</b>							
Totale attività	1.835,5	32,9	11,2	4,8	6,3	44,0	1.879,5
Totale passività	2.208,0	106,4	-109,5	2,5	-112,0	-3,1	2.204,9
<b>Totale posizione netta</b>	<b>-372,5</b>	<b>-73,5</b>	<b>120,6</b>	<b>2,3</b>	<b>118,3</b>	<b>47,1</b>	<b>-325,4</b>

(1) Ai prezzi e cambi di fine periodo. – (2) Ai prezzi e cambi in essere alla data della transazione.

### 13. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2011 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso per il secondo anno consecutivo, attestandosi al 3,9 per cento del PIL, in linea con gli obiettivi. Gli effetti del marcato deterioramento del quadro macroeconomico nel corso dell'anno sono stati sostanzialmente compensati dalle misure correttive decise in estate.

Il miglioramento dei conti rispetto al 2010 ha riflesso la contrazione delle spese in rapporto al PIL, nonostante l'aumento degli oneri per interessi. La spesa primaria è scesa in termini nominali per il secondo anno consecutivo: al forte calo degli esborsi in conto capitale si è accompagnata, in entrambi gli anni, una dinamica positiva ma inferiore all'inflazione di quelli correnti.

Nel secondo semestre del 2011 – mentre peggioravano le condizioni cicliche e si acuiscono le tensioni sui mercati finanziari – sono state approvate tre manovre di bilancio, nel loro complesso di dimensioni eccezionali (3,1 per cento del PIL nel 2012, 4,7 nel 2013); la seconda manovra, varata in agosto, mirava ad anticipare al 2013 il raggiungimento del pareggio di bilancio. Con la terza manovra si sono infine arginate le tensioni sul mercato dei titoli di Stato: il differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi è sceso fino a metà marzo del 2012, per poi risalire; a metà maggio esso era su livelli elevati ma significativamente inferiori al massimo del novembre del 2011. L'azione di risanamento esercita nel breve periodo effetti negativi sull'attività economica, ma ha evitato l'insorgere di una crisi debitoria.

Per il 2012, pur nel contesto di una marcata contrazione del PIL, il *Documento di economia e finanza* (DEF) stima un forte calo dell'indebitamento netto, all'1,7 per cento del PIL; verrebbe rispettato con ampio margine l'impegno di riportare il disavanzo sotto il 3 per cento. L'incidenza delle entrate sul PIL salirebbe di 2,6 punti, al 49,2 per cento, massimo storico.

I risultati del primo quadrimestre richiedono di monitorare con attenzione i conti pubblici nei prossimi mesi. Alla fine di aprile il Governo ha avviato un processo di revisione della spesa volto a ridurre le erogazioni di 4,2 miliardi nel 2012 rispetto alle stime del DEF; i risparmi saranno utilizzati per il raggiungimento dell'obiettivo di disavanzo e per l'alleggerimento della pressione fiscale, ad esempio evitando l'aumento dell'IVA programmato per ottobre.

Per il 2013 il DEF prevede un lieve disavanzo, a cui corrisponde un avanzo in termini strutturali, e l'avvio della riduzione del rapporto fra il debito e il prodotto. L'incidenza delle entrate sul PIL salirebbe ancora, al 49,5 per cento. Nel 2014 si conseguirebbe un sostanziale pareggio. Nelle stime del DEF i conti soddisferanno senza ulteriori interventi le regole concordate a livello europeo.

Nelle previsioni la spesa primaria scende in termini reali nell'anno in corso e nel prossimo biennio. L'azione di revisione della spesa dovrà garantire che gli obiettivi siano raggiunti senza compromettere la qualità dei servizi offerti ai cittadini. Ulteriori risparmi e un rafforzamento dell'azione di contrasto all'evasione potranno consentire di ridurre le elevate aliquote di prelievo.

## LA FINANZA PUBBLICA NEL 2011

### *La politica di bilancio per il 2011: obiettivi e risultati*

L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2011 era stato indicato al 3,9 per cento del PIL nel settembre del 2009.

Per raggiungere tale obiettivo, la manovra di bilancio per gli anni 2011-13 (decreto legge 31 maggio 2010, n. 78) prevedeva interventi correttivi nel 2011 per circa 0,8 punti percentuali di PIL (pari a circa 12 miliardi); questi ultimi includevano la riduzione del 10 per cento delle dotazioni dei ministeri per le spese rimodulabili e il contenimento delle erogazioni per il personale e per le pensioni.

*L'obiettivo veniva ribadito nel settembre del 2010 e nel Programma di stabilità dell'aprile del 2011 (tav. 13.1). Le previsioni del Programma scontavano un indebitamento per il 2010 inferiore di 0,4 punti percentuali del PIL rispetto a quanto stimato nell'autunno precedente. Il consuntivo migliore delle attese compensava la revisione al rialzo della dinamica prevista per le erogazioni primarie correnti e la spesa per interessi.*

Tavola 13.1

Obiettivi, stime e consuntivo dei conti pubblici per l'anno 2011 (miliardi di euro e percentuali del PIL)							
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:		
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito (1)	Crescita % del PIL reale	PIL nominale	Indebita- mento netto 2010
<b>Obiettivi</b>							
Ruef (maggio 2010)	....	....	....	....	1,5	1.606,0	78,1
<i>in percentuale del PIL</i>	3,9	1,0	4,9	118,7			5,0
DFP 2011-13 (settembre 2010)	63,1	12,5	75,7	1.910,0	1,3	1.602,8	77,1
<i>in percentuale del PIL</i>	3,9	0,8	4,7	119,2			5,0
DEF 2011 (aprile 2011) (2)	61,9	14,2	76,1	....	1,1	1.593,3	71,2
<i>in percentuale del PIL</i>	3,9	0,9	4,8	120,0			4,6
<b>Stime in corso d'anno</b>							
Nota di aggiornamento del DEF 2011 (settembre 2011)	61,7	14,9	76,6	....	0,7	1.582,2	71,2
<i>in percentuale del PIL</i>	3,9	0,9	4,8	120,6			4,6
Relazione al Parlamento 2011 (dicembre 2011)	60,9	16,4	77,3	....	0,6	1.586,4	72,0
<i>in percentuale del PIL</i>	3,8	1,0	4,9	119,8			4,6
<b>Consuntivo (3)</b>	<b>62,4</b>	<b>15,7</b>	<b>78,0</b>	<b>1.897,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1.580,2</b>	<b>71,5</b>
<i>in percentuale del PIL</i>	3,9	1,0	4,9	120,1			4,6

(1) Le stime e gli obiettivi riportati nei documenti ufficiali sono solo parzialmente coerenti tra loro, in quanto includono in maniera non omogenea gli effetti del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà e il contributo italiano allo European Stability Mechanism. – (2) Il DEF include il Programma di stabilità. – (3) Dati Istat e, per il debito, Banca d'Italia.

L'aggiornamento delle valutazioni ufficiali del settembre del 2011 rivedeva al ribasso le attese di crescita dell'attività economica rispetto ad aprile (dall'1,1 per cento

allo 0,7 per cento) e, di conseguenza, la dinamica tendenziale delle entrate. La revisione era compensata dalle manovre correttive dell'estate, i cui effetti sull'indebitamento netto nel 2011 erano pari a 0,2 punti percentuali del prodotto. I principali interventi erano gli aumenti dell'aliquota ordinaria dell'IVA dal 20 al 21 per cento e del bollo sul deposito titoli, nonché alcune misure sui redditi d'impresa (cfr. il paragrafo: *Le manovre correttive per il triennio 2012-14*).

Tavola 13.2

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Entrate	44,1	44,7	44,3	43,9	45,5	46,5	46,5	47,1	46,6	46,6
Spese (2)	47,2	48,4	47,8	48,3	49,0	48,2	49,2	52,5	51,2	50,5
di cui: <i>interessi</i>	5,6	5,1	4,7	4,6	4,6	5,0	5,2	4,7	4,6	4,9
Avanzo primario	2,5	1,5	1,2	0,2	1,2	3,4	2,5	-0,8	0,0	1,0
Indebitamento netto	3,1	3,6	3,5	4,4	3,4	1,6	2,7	5,4	4,6	3,9
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari	3,0	4,2	4,2	5,3	4,0	2,0	3,1	5,7	4,3	4,1
Debito	105,1	103,9	103,4	105,4	106,1	103,1	105,7	116,0	118,6	120,1

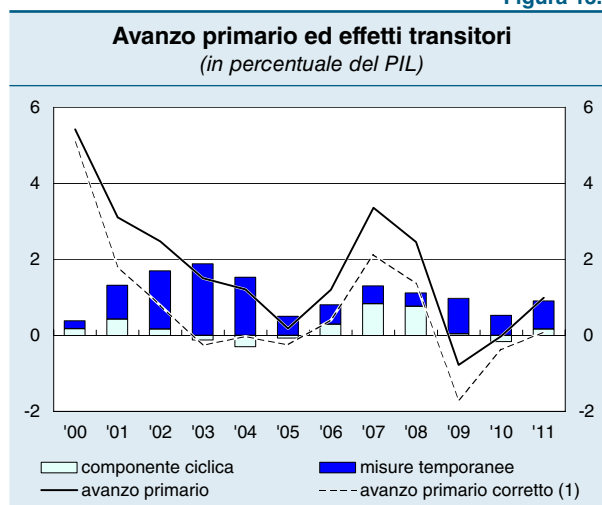
Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico.

L'indebitamento netto del 2011 è risultato in linea con l'obiettivo, segnando un calo di 0,7 punti percentuali del PIL dal 4,6 del 2010 (tav. 13.2); al netto della spesa per interessi si è raggiunto un avanzo dell'1,0 per cento, dal pareggio del 2010. L'avanzo primario strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee; per la metodologia adottata, cfr. il capitolo 11: *L'indebitamento netto nel 2006* nella Relazione sull'anno 2006) è migliorato di mezzo punto percentuale del prodotto (fig. 13.1).

*Il ciclo economico ha contribuito a ridurre il disavanzo per circa 0,3 punti percentuali del PIL rispetto al 2010, riflettendo rilevanti effetti di composizione della crescita connessi, in particolare, con il buon andamento dell'occupazione. Anche le misure temporanee (le principali nel 2011 sono state la vendita delle licenze per il digitale terrestre, l'estensione dell'ambito di applicazione dell'imposta sostitutiva sul riallineamento del valore di alcune voci di bilancio, l'imposta sostitutiva sui contratti di leasing) hanno contribuito a ridurre il disavanzo rispetto al 2010, per circa 0,2 punti percentuali del PIL.*

Figura 13.1



(1) Al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee; in percentuale del PIL di trend.

## Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche

*Le entrate.* – Nel 2011 l'incidenza sul PIL delle entrate e la pressione fiscale sono rimaste sostanzialmente stabili (rispettivamente al 46,6 e al 42,5 per cento; tav. 13.3) dopo la flessione di circa mezzo punto registrata nel 2010.

Tavola 13.3

Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Imposte dirette	13,8	13,3	13,3	13,2	14,3	15,0	15,2	14,7	14,6	14,3
Imposte indirette	14,2	13,9	14,0	14,1	14,8	14,6	13,7	13,6	14,0	14,1
Imposte in c/capitale	0,2	1,3	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,2	0,4
<b>Pressione tributaria</b>	<b>28,2</b>	<b>28,6</b>	<b>27,8</b>	<b>27,5</b>	<b>29,1</b>	<b>29,6</b>	<b>28,9</b>	<b>29,1</b>	<b>28,8</b>	<b>28,8</b>
Contributi sociali	12,2	12,5	12,6	12,6	12,6	13,1	13,7	14,0	13,7	13,7
<b>Pressione fiscale</b>	<b>40,5</b>	<b>41,0</b>	<b>40,4</b>	<b>40,1</b>	<b>41,7</b>	<b>42,7</b>	<b>42,6</b>	<b>43,0</b>	<b>42,6</b>	<b>42,5</b>
Altre entrate correnti	3,5	3,4	3,6	3,5	3,6	3,5	3,6	3,8	3,8	3,9
Altre entrate in c/capitale	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Totale entrate</b>	<b>44,1</b>	<b>44,7</b>	<b>44,3</b>	<b>43,9</b>	<b>45,5</b>	<b>46,5</b>	<b>46,5</b>	<b>47,1</b>	<b>46,6</b>	<b>46,6</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

La crescita nominale delle entrate (1,7 per cento; 12,3 miliardi) è stata sostenuta dalle imposte in conto capitale, raddoppiate (da 3,5 a 7,0 miliardi) per effetto dell'introduzione dell'imposta sostitutiva relativa al leasing immobiliare e dell'ampliamento dell'ambito di applicazione dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio; larga parte del maggiore gettito ha natura temporanea. La crescita delle entrate correnti (1,3 per cento; 9,0 miliardi) è stata inferiore a quella del PIL. Le imposte dirette sono rimaste stazionarie (-0,1 per cento), mentre quelle indirette sono aumentate del 2,0 per cento, riflettendo prevalentemente l'andamento sostenuto dei prezzi del petrolio. I contributi sociali effettivi sono saliti dell'1,4 per cento.

Le analisi che seguono, relative ai singoli tributi, si basano sulle entrate di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato. I tributi locali sono discussi nel paragrafo: *Le Amministrazioni locali*.

Gli incassi dell'Irpef sono scesi dello 0,5 per cento (-0,8 miliardi), riflettendo la flessione della parte versata in autotassazione (-9,5 per cento; -2,2 miliardi); quest'ultima ha risentito della diminuzione temporanea dell'acconto dovuto alla fine del 2011 (decisa in novembre nella misura di 17 punti percentuali) mentre nel 2010 il gettito era aumentato per effetto della riduzione dell'acconto dovuto nel 2009. Le ritenute sui redditi da lavoro dipendente sono rimaste sostanzialmente stabili, a fronte di una crescita dell'1,8 per cento della massa retributiva. Gli incassi da ruoli (riguardanti soprattutto versamenti indotti da procedure avviate dall'Amministrazione finanziaria nei confronti del contribuente) sono invece aumentati del 33,1 per cento (1,0 miliardi).

Il gettito dell'Ires è sceso del 2,0 per cento (-0,8 miliardi) per il venire meno degli effetti di alcune imposte sostitutive introdotte dalla legge finanziaria per il 2008

e contabilizzate nel saldo (-1,5 miliardi). Al netto di tali imposte, il gettito è aumentato del 2,0 per cento (0,7 miliardi): il forte aumento degli incassi da ruoli (44,9 per cento; 0,7 miliardi) e la crescita del saldo (8,7 per cento; 0,6 miliardi) sono stati in parte compensati dalla flessione dell'acconto (-1,9 per cento; -0,5 miliardi).

Le imposte sostitutive sui redditi delle attività finanziarie hanno registrato una riduzione (-4,3 per cento; -0,3 miliardi), sebbene nettamente inferiore a quella del 2010. Il calo ha interessato soprattutto la componente relativa agli interessi sui depositi bancari (-0,6 miliardi), che riflette con ritardo l'andamento dei tassi di interesse. Le altre imposte dirette contabilizzate nel bilancio dello Stato sono aumentate di 2,8 miliardi. Vi ha influito soprattutto l'incremento, di natura una tantum, degli incassi dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio (3,5 miliardi), il cui ambito di applicazione è stato esteso dalla manovra del luglio 2011.

L'aumento delle imposte indirette è dovuto per lo più alla crescita sostenuta del gettito dell'IVA prelevata sulle importazioni da paesi extra UE (19,3 per cento; 2,7 miliardi), in larga parte riconducibile all'aumento del prezzo del petrolio. Di contro, l'IVA versata sugli scambi interni è lievemente diminuita (-0,6 per cento; -0,6 miliardi), nonostante l'incremento di un punto percentuale dell'aliquota ordinaria, in vigore dalla metà dello scorso settembre. I consumi delle famiglie (che costituiscono la parte prevalente della base imponibile dell'IVA) sono aumentati del 2,9 per cento, in misura di poco superiore al gettito complessivo dell'imposta (2,4 per cento).

*All'incremento delle imposte indirette ha contribuito la crescita dell'imposta di fabbricazione sugli oli minerali (2,5 per cento; 0,5 miliardi) dovuta anche agli aumenti delle aliquote disposti nel corso del 2011 e dell'accisa sul gas metano (10,4 per cento; 0,4 miliardi), che riflette con un anno di ritardo la variazione nei consumi.*

*Nel bilancio dello Stato è stato contabilizzato fra le imposte indirette anche l'incasso una tantum dell'imposta sostitutiva relativa al leasing immobiliare introdotta con la legge di stabilità per il 2011 (1,3 miliardi); il conto delle Amministrazioni pubbliche registra questa voce fra le imposte in conto capitale.*

*Le spese.* – Nel 2011 le spese delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dello 0,4 per cento (attestandosi al 50,5 per cento del PIL; tav. 13.4). La spesa primaria si è ridotta per il secondo anno consecutivo (dello 0,5 per cento in ciascun anno) dopo la crescita continua registrata dal secondo dopoguerra. Sia nel 2010 sia nel 2011 la componente corrente è lievemente aumentata mentre quella in conto capitale è scesa fortemente. Il più efficace controllo degli esborsi nell'ultimo biennio potrebbe riflettere l'adozione, dall'estate del 2008, di una programmazione triennale coerente con gli obiettivi di bilancio.

*La manovra correttiva dell'estate del 2008 era volta a conseguire per il triennio 2009-2011 gli obiettivi di finanza pubblica delineati nel Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF) del giugno di quell'anno (ribaditi, con lievi modifiche, nella Nota di aggiornamento del DPEF del successivo settembre). A consuntivo, nel 2011 la spesa primaria è risultata inferiore di 15,8 miliardi rispetto all'obiettivo fissato nel 2008; vi hanno influito, per quasi 10 miliardi, la sovrastima delle spese primarie del 2008 effettuata nel settembre di quell'anno e, per oltre 7 miliardi, i tagli alla spesa introdotti successivamente. La spesa a consuntivo è cresciuta nel triennio 2009-2011 dell'1,3 per cento in media all'anno a fronte di un obiettivo iniziale dell'1,6. L'efficace contenimento della spesa può essere stato favorito dall'aver indicato con largo anticipo l'entità delle risorse a disposizione degli enti, consentendo loro di effettuare una migliore programmazione. Nei piani si prevedeva una significativa contrazione della spesa in conto capitale, ancorché inferiore a quella che si è effettivamente registrata.*



Tavola 13.4

Spese delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Redditi da lavoro dipendente	10,6	10,8	10,7	10,9	10,9	10,6	10,8	11,3	11,1	10,8
Consumi intermedi	5,1	5,2	5,3	5,4	5,1	5,1	5,4	5,9	5,8	5,8
Prestazioni sociali in natura	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,9	2,9	2,8
Prestazioni sociali in denaro	16,5	16,7	16,8	16,9	16,9	17,0	17,6	19,2	19,2	19,3
Interessi	5,6	5,1	4,7	4,6	4,6	5,0	5,2	4,7	4,6	4,9
Altre spese correnti	3,4	3,6	3,6	3,7	3,6	3,7	3,8	4,2	4,1	3,9
<b>Totale spese correnti</b>	<b>43,6</b>	<b>44,0</b>	<b>43,9</b>	<b>44,2</b>	<b>44,0</b>	<b>44,1</b>	<b>45,4</b>	<b>48,1</b>	<b>47,7</b>	<b>47,5</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	38,1	38,9	39,1	39,6	39,3	39,1	40,3	43,5	43,2	42,6
Investimenti fissi lordi (2)	1,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,5	2,1	2,0
Altre spese in conto capitale	1,9	1,9	1,5	1,7	2,7	1,7	1,5	1,9	1,4	1,0
<b>Totale spese in conto capitale (2)</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>
<b>Totale spese (2)</b>	<b>47,2</b>	<b>48,4</b>	<b>47,8</b>	<b>48,3</b>	<b>49,0</b>	<b>48,2</b>	<b>49,2</b>	<b>52,5</b>	<b>51,2</b>	<b>50,5</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi (2)</i>	41,7	43,2	43,1	43,7	44,3	43,2	44,0	47,9	46,6	45,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
 (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico.

Nel 2011 la spesa primaria corrente è cresciuta dello 0,3 per cento, riflettendo la dinamica modesta dei consumi intermedi e la contrazione delle spese per redditi da lavoro dipendente e per prestazioni sociali in natura.

Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute del 2,2 per cento. La componente pensionistica (circa l'85 per cento del totale) è aumentata del 2,5 per cento; la componente non pensionistica è rimasta sostanzialmente invariata.

*La crescita della spesa per pensioni ha riflesso soprattutto l'adeguamento automatico dei trattamenti ai prezzi (pari all'1,5 per cento). La dinamica del numero di pensioni è stata contenuta dall'innalzamento dei requisiti per il pensionamento di anzianità: dal 1° gennaio del 2011, secondo quanto indicato nella legge 24 dicembre 2007, n. 247, per i lavoratori dipendenti la somma minima dell'età e dell'anzianità contributiva è passata da 95 a 96 e l'età minima richiesta è salita da 59 a 60 anni; per i lavoratori autonomi tale somma è passata a 97 e l'età minima a 61 anni; il precedente innalzamento dei requisiti si era avuto a luglio del 2009.*

La flessione della spesa per i redditi da lavoro (-1,2 per cento) riflette la diminuzione degli occupati.

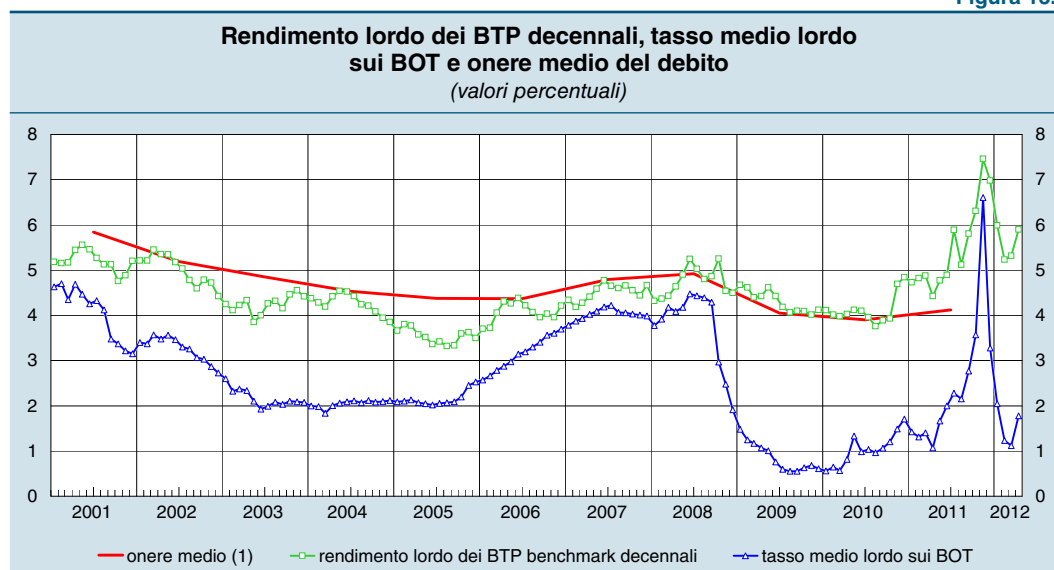
*Nell'ultimo decennio si è registrata una progressiva riduzione degli occupati, che sono oggi quasi il 4 per cento in meno che nel 2001. La dinamica delle retribuzioni medie ha risentito del blocco della contrattazione, con riconoscimento della sola vacanza contrattuale, deciso con il DL 78/2010. Per il personale non dirigente dei principali comparti del pubblico impiego gli ultimi rinnovi, relativi al biennio economico 2008-09, sono stati sottoscritti nel 2009; nel 2010 sono stati siglati solo i contratti delle aree dirigenziali e – per quanto riguarda il personale non contrattualizzato – sono stati decisi aumenti per il comparto difesa e sicurezza. Le retribuzioni unitarie sono state contenute anche da altre disposizioni del DL 78/2010, tra cui le decurtazioni agli stipendi di importo elevato e il congelamento delle progressioni stipendiali di ogni tipo.*

La spesa per le prestazioni sociali in natura, costituita per circa il 90 per cento da spese sanitarie, è diminuita per la prima volta negli ultimi quindici anni (-2,2 per cento; cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*). I consumi intermedi sono cresciuti dell'1,2 per cento. In particolare, sono aumentati dell'1,0 per cento gli esborsi delle Amministrazioni centrali, dopo il calo dello scorso anno.

Dopo la marcata flessione del 2010 (-19,6 per cento), la spesa in conto capitale è diminuita del 3,9 per cento (escludendo gli introiti, pari a 3,8 miliardi, derivanti dalla vendita dei diritti d'uso delle frequenze elettromagnetiche, contabilizzati in riduzione delle altre spese in conto capitale). L'incidenza sul PIL, sempre escludendo i suddetti introiti, è stata pari al 3,3 per cento, a fronte di un valore medio del 4,1 nel precedente decennio. Gli investimenti sono leggermente diminuiti (-0,9 per cento, escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari).

La spesa per interessi è salita del 9,7 per cento. L'incremento è dovuto principalmente al rialzo, dal 3,9 al 4,1 per cento, dell'onere medio sul debito (calcolato in rapporto alle consistenze medie nell'anno), che ha risentito dell'aumento dei tassi nella seconda metà dell'anno (fig. 13.2; cfr. il paragrafo del capitolo 15: *I titoli pubblici*).

Figura 13.2



(1) Rapporto fra la spesa per interessi e la consistenza media del debito durante l'anno.

Gli oneri per interessi sono stati accresciuti dagli effetti delle operazioni in strumenti finanziari derivati effettuate a partire dagli anni novanta. L'impatto è stato pari a 2,0 miliardi, come nel 2010. Il ricorso a questi strumenti aveva contenuto gli esborsi dal 1998 al 2005 complessivamente per 7,6 miliardi; i maggiori oneri contabilizzati negli ultimi sei anni (6,5 miliardi) hanno quasi annullato tali benefici.

*All'inizio del 2012 si è registrato un significativo esborso (circa 2,5 miliardi) a fronte della chiusura e ristrutturazione di alcune operazioni in strumenti finanziari derivati stipulate in passato dal Tesoro con intermediari finanziari esteri. Mentre tale pagamento incide sull'andamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, gli effetti della transazione sull'indebitamento netto, in base alle regole statistiche elaborate dall'Eurostat, verranno ripartiti sull'intera durata originaria dei contratti.*

## Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche

*Il fabbisogno.* – Nel 2011 il fabbisogno è diminuito, passando da 67,2 miliardi nel 2010 a 63,2 (tav. 13.5; dal 4,3 al 4,0 per cento del PIL), nonostante l'aumento del sostegno ai paesi in difficoltà dell'area dell'euro.

Tavola 13.5

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro)					
VOCI	2007	2008	2009	2010	2011
Indebitamento netto	25.273	42.700	82.746	71.457	62.363
Fabbisogno complessivo	26.810	48.257	85.893	67.217	63.238
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari (1)	30.310	48.276	86.691	67.226	64.798
Debito	1.602.105	1.665.705	1.762.723	1.842.136	1.897.875
<i>per memoria:</i>					
Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità	9.721	20.333	31.731	43.249	24.255
Prestiti a Stati membri della UEM	–	–	–	3.909	13.118
Vita media residua del debito (in anni)	7,2	7,6	7,7	7,8	7,6

Fonte: per l'indebitamento netto, Istat.  
(1) Si fa riferimento agli importi delle dismissioni mobiliari relative alle Amministrazioni centrali.

*Il fabbisogno delle Amministrazioni centrali (sceso a 62,4 miliardi da 67,6 nel 2010) ha risentito sia degli esborsti in favore della Grecia (effettuati nell'ambito del piano concordato a livello europeo nel maggio del 2010 e passati da 3,9 miliardi nel 2010 a 6,1), sia della quota a carico dell'Italia, pari a 3,1 miliardi, dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF; cfr. il capitolo 6: Le politiche di bilancio nella Relazione sull'anno 2010). Nel 2011 è stato contabilizzato tra le dismissioni mobiliari (pari a 1,6 miliardi, sostanzialmente nulle nel 2010), costituendone la componente principale, il rimborso da parte delle banche di una quota delle obbligazioni sottoscritte nel 2009 dallo Stato nell'ambito delle misure per il sostegno al sistema finanziario.*

*Le risorse acquisite con emissioni nette di titoli (45,4 miliardi, di cui 44,1 a medio e lungo termine), la riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (19,0 miliardi) e l'incremento della circolazione di Stato (0,1), hanno finanziato, oltre al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (al netto della quota dell'Italia dei prestiti dell'EFSF, finanziati da quest'ultimo con proprie emissioni), la riduzione delle passività corrispondenti ai depositi detenuti presso la tesoreria dello Stato da enti esterni alle Amministrazioni pubbliche (1,1 miliardi), ai prestiti di istituzioni finanziarie e monetarie (0,2) e alla raccolta postale (3,1).*

*Il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto.* – Nel 2011 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è stato superiore all'indebitamento netto di 0,2 punti percentuali del PIL, a fronte di 0,4 in media nel periodo 2002-2010 (tav. 13.6). L'accumulazione di attività finanziarie (0,8 per cento del PIL, di cui 0,6 riguardante aiuti ai paesi in difficoltà dell'area dell'euro), che accresce il fabbisogno ma non l'indebitamento netto, ha più che compensato le differenze riconducibili al diverso criterio di contabilizzazione delle transazioni, di cassa nel caso del fabbisogno e di competenza economica per l'indebitamento netto (-0,7 per cento del PIL, di cui la metà riguardanti la spesa primaria).

Tavola 13.6

<b>Raccordo tra l'indebitamento netto e la variazione del debito</b>											
		<i>(in percentuale del PIL)</i>									
VOCI		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
(a)	<b>Indebitamento netto (Istat)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>
(b)	Saldo delle partite finanziarie (1)	0,3	0,3	1,0	1,3	0,6	0,5	0,2	0,6	0,5	0,8
	di cui: <i>aiuti ai paesi dell'area dell'euro</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3	0,6
(c)	Differenza cassa-competenza	-0,4	0,5	-0,4	-0,6	0,0	-0,1	0,4	-0,2	-0,7	-0,7
	<i>saldo primario</i>	0,0	0,8	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	0,2	-0,5	-0,8	-0,6
	<i>interessi</i>	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
(d)=(a)+(b)+(c)	<b>Fabbisogno del settore pubblico al netto delle dismissioni mobiliari (MEF) e inclusi i prestiti dell'EFSSF</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>
(e)=(g)-(d)	Discrepanze fabbisogno	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
(g)	<b>Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari (BI)</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>
(h)	Dismissioni mobiliari (introiti -)	-0,1	-1,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1
(i)=(g)+(h)	<b>Fabbisogno complessivo (BI)</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
(l)	Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	0,0	-0,6	0,2	-0,1	0,6	-0,8	0,7	0,8	0,7	-1,2
(m)	Scarti di emissione	-1,8	-0,2	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,7
(n)	Variazione del controvalore in euro di passività in valuta	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(o)=(i)+(l)+(m)+(n)	<b>Variazione del debito (BI)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>	<b>3,5</b>
(p)=(a)-(o)	Divario indebitamento netto - variazione del debito	2,3	1,7	-0,2	-0,3	-1,2	0,5	-1,3	-0,9	-0,5	0,4
(f)=(a)-(g)	<i>Divario indebitamento netto - fabbisogno AP</i>	0,1	-0,6	-0,7	-0,9	-0,6	-0,3	-0,4	-0,3	0,3	-0,2
(q)=(g)-(o)	<i>Divario fabbisogno AP - variazione del debito</i>	2,2	2,3	0,5	0,5	-0,6	0,8	-1,0	-0,7	-0,8	0,6

Fonte: per l'indebitamento netto e gli interessi passivi di competenza, Istat; per il fabbisogno del settore pubblico (SP; calcolato al netto delle dismissioni mobiliari) e gli interessi passivi di cassa, Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), Relazione trimestrale di cassa, Ruef e DEF, vari anni; per i prestiti alla Grecia e ai paesi dell'area dell'euro attraverso l'EFSSF, Eurostat; per il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche (AP), la variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia, gli scarti di emissione e la variazione del controvalore in euro di passività in valuta, Banca d'Italia (BI); per il saldo delle partite finanziarie attive, elaborazioni su dati Conti finanziari, Banca d'Italia.

(1) Include la variazione delle seguenti attività finanziarie: monete e depositi (al netto delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia), titoli, azioni e partecipazioni (con l'esclusione delle dismissioni mobiliari) e prestiti. Nel 2006 la cancellazione dei crediti verso TAV (12.950 milioni) ha avuto impatto sull'indebitamento netto ma non sul fabbisogno; la discrepanza è stata attribuita al saldo delle partite finanziarie.

*Il debito.* – L'incidenza del debito delle Amministrazioni pubbliche sul prodotto è ulteriormente aumentata, passando dal 118,6 per cento nel 2010 al 120,1; escludendo i finanziamenti concessi ad altri paesi dell'area dell'euro, l'incidenza è salita dal 118,4 al 119,3 per cento. L'incremento ha riflesso il divario tra onere medio del debito e crescita del PIL nominale (per 2,9 punti), solo in parte compensato dall'avanzo primario (1,0 punti percentuali del prodotto) e dai fattori che influiscono sull'indebitamento netto ma non sul debito (-0,4 punti).

*L'aumento del debito (55,7 miliardi) è dovuto, oltre che al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, agli scarti di emissione su titoli (11,3) e al deprezzamento dell'euro, che ha accresciuto di*

0,2 miliardi il controvalore delle passività in valuta. In senso opposto ha operato la riduzione delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia, da 43,2 a 24,3 miliardi. Il debito comprende buoni postali per un valore nominale di 21,3 miliardi, a fronte di un valore di rimborso, che include gli interessi capitalizzati, pari a 83,5.

Nel 2011 le emissioni nette di titoli a breve termine sono state positive, in controtendenza rispetto agli anni precedenti (1,4 miliardi, a fronte di -17,5 nel biennio 2009-2010); quelle di titoli a medio e a lungo termine si sono ridotte di 43,8 miliardi. La quota di titoli detenuti da non residenti è scesa, dal 52 per cento del 2010 al 46 del 2011; la riduzione è stata più accentuata per i titoli a breve termine. Tenendo conto di una stima dei titoli pubblici italiani detenuti da fondi e gestioni esteri riconducibili a risparmiatori italiani, la quota attribuibile a investitori esteri è valutabile in circa il 40 per cento (cfr. il paragrafo del capitolo 4: *Il mercato dei titoli di Stato*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 3, 2012). L'incremento del debito è pressoché interamente attribuibile a quello delle Amministrazioni centrali, salito dal 111,5 al 113,1 per cento del PIL (tav. 13.7). La vita media del debito si è ridotta tra la fine del 2010 e quella del 2011 da 7,8 a 7,6 anni.

Tavola 13.7

Composizione per sottosectori del debito pubblico (1)										
(in percentuale del PIL)										
VOCI	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Amministrazioni pubbliche</b>	<b>105,1</b>	<b>103,9</b>	<b>103,4</b>	<b>105,4</b>	<b>106,1</b>	<b>103,1</b>	<b>105,7</b>	<b>116,0</b>	<b>118,6</b>	<b>120,1</b>
<i>Amministrazioni centrali</i>	<i>101,4</i>	<i>98,6</i>	<i>98,0</i>	<i>99,3</i>	<i>99,0</i>	<i>95,9</i>	<i>99,0</i>	<i>108,7</i>	<i>111,5</i>	<i>113,1</i>
<i>Amministrazioni locali</i>	<i>3,4</i>	<i>5,1</i>	<i>5,3</i>	<i>6,1</i>	<i>7,1</i>	<i>7,1</i>	<i>6,8</i>	<i>7,3</i>	<i>7,1</i>	<i>7,0</i>
<i>Enti di previdenza</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

*I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche.* – Coerentemente con le regole stabilite in sede europea il debito delle Amministrazioni pubbliche non include le passività commerciali. Sulla base di indagini campionarie rivolte alle imprese fornitrici e delle informazioni fornite dagli intermediari finanziari, si può stimare che alla fine del 2011 l'indebitamento commerciale complessivo delle Amministrazioni pubbliche si sia collocato intorno al 5 per cento del PIL; circa un quinto sarebbe stato ceduto a intermediari finanziari. L'incremento delle consistenze rispetto alla fine del 2010 è valutabile in circa l'8 per cento.

*L'aumento del debito commerciale riferibile alla spesa corrente determina, ceteris paribus, un maggior indebitamento netto (basato sui conti di competenza per la parte corrente) rispetto al fabbisogno (rilevato sulla base della cassa). Per il 2011, l'incremento dei debiti commerciali qui stimato (oltre 0,3 punti percentuali del prodotto per la spesa corrente) è sostanzialmente coerente con la componente del divario tra i due saldi riconducibile alla differenza tra la spesa primaria di competenza e quella di cassa (cfr. in questo paragrafo: Il divario tra fabbisogno e l'indebitamento netto).*

Le indagini condotte dalla Banca d'Italia sulle imprese con almeno 20 addetti operanti nei settori industriali e dei servizi privati non finanziari (Invind) e in quello delle costruzioni e opere pubbliche indicano che i crediti delle imprese fornitrici verso le Amministrazioni pubbliche (inclusi quelli ceduti a intermediari finanziari con clausola pro solvendo), erano pari a circa il 4,5 per cento del PIL alla fine del 2011; tali crediti sarebbero aumentati di circa l'8 per cento rispetto al 2010.

*La stima è stata ottenuta applicando ai consumi intermedi, alle prestazioni sociali in natura (esclusi i SIFIM, gli aggr e le spese per i medici di base) e agli investimenti delle Amministrazioni pubbliche i rapporti tra crediti commerciali e fatturato verso le Amministrazioni pubbliche stimati sulla base delle due indagini campionarie menzionate sopra.*

Ai suddetti crediti vanno aggiunti quelli ceduti a intermediari finanziari con clausola pro soluto (in questo caso, infatti, il credito non è più rilevato nel bilancio delle imprese). Sulla base delle informazioni fornite dagli intermediari finanziari, questi crediti ammontavano alla fine del 2011 a circa 8 miliardi (0,5 per cento del PIL), in aumento di quasi il 3 per cento rispetto al 2010.

La media dei tempi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche rilevati nell'indagine Invind, ponderata con il fatturato delle aziende nei confronti delle stesse Amministrazioni, sarebbe stata pari a circa 190 giorni, di cui circa 90 attribuiti dalle imprese ad accordi contrattuali.

*Il ritardo stimato sulla base di Invind è solo lievemente superiore a quello rilevato per l'Italia dall'indagine European Payment Index 2011, basata su un campione di 6.000 imprese di 25 paesi europei. In base a quest'ultima, nel 2011 il ritardo medio nei pagamenti delle Amministrazioni pubbliche rispetto alla dilazione concordata tra le parti è stato pari a 90 giorni (86 nel 2010 e 52 nel 2009). I giorni di ritardo sono stimati pari a 108 in Grecia, 82 in Portogallo, 65 in Spagna e 36 in Lituania; in tutti gli altri paesi essi risultano inferiori a 30 giorni.*

Per alleviare i problemi di liquidità delle imprese fornitrici il Governo è intervenuto a novembre (art. 13 della legge 12 novembre 2011, n. 183), rendendo di fatto obbligatoria per gli enti decentrati la certificazione del credito, e a gennaio (decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1 convertito dalla legge 24 marzo 2012, n. 27), stanziando 5,7 miliardi per estinguere parte dei crediti commerciali dei Ministeri, anche con l'assegnazione di titoli di Stato. Il 22 maggio scorso il Governo ha approvato quattro decreti: due mirano a standardizzare la certificazione del credito per le Amministrazioni centrali e locali; gli altri disciplinano, a fronte della suddetta certificazione, la compensazione dei crediti con debiti iscritti a ruolo e la cessione a intermediari finanziari.

È in discussione in Parlamento, nell'ambito del disegno di legge comunitaria 2011, una delega al Governo per un sollecito recepimento della direttiva UE 16 febbraio 2011, n. 7, che disciplina in modo più stringente i tempi di pagamento dei debiti commerciali, pubblici e privati.

### ***Le Amministrazioni locali***

Nel 2011 il disavanzo delle Amministrazioni locali è diminuito allo 0,3 per cento del PIL (dallo 0,5 del 2010): per il secondo anno consecutivo le entrate si sono ridotte, ma la contrazione delle spese è stata più pronunciata (-1,3 e -2,7 per cento, rispettivamente).

*Il fabbisogno delle Amministrazioni locali è stato pari a 0,8 miliardi; il peggioramento di 1,2 rispetto al 2010 riflette l'accumulo di attività finanziarie, che si erano invece ridotte nel 2010, solo parzialmente compensato dal miglioramento dell'indebitamento netto.*

Le entrate sono state pari a 238,3 miliardi (15,1 per cento del PIL). Il calo rispetto al 2010 riflette la diminuzione dei trasferimenti da altri enti pubblici (-9,0 per cento, a



102,5 miliardi); in particolare, i trasferimenti correnti si sono ridotti del 7,9 per cento (a 94,7 miliardi) e i contributi agli investimenti del 20,3 (a 7,8).

*Nel 2010 fra i trasferimenti correnti erano stati contabilizzati 2,7 miliardi di introiti relativi al maggiore gettito dell'IRAP e dell'addizionale all'Irpef rispetto a quello stimato per il finanziamento della sanità per il periodo 2001-06. Tali somme, riversate dalle Regioni al bilancio dello Stato, sono state anche contabilizzate tra le spese (in particolare fra i trasferimenti in conto capitale a enti pubblici). Escludendo gli effetti di questa partita contabile, il calo dei trasferimenti da altri enti pubblici rispetto al 2010 risulta pari al 6,7 per cento (-5,4 per cento nella componente corrente).*

Le entrate tributarie sono aumentate del 4,9 per cento (a 100,7 miliardi); l'incremento delle imposte indirette e di quelle dirette è stato analogo (il gettito si è attestato a 68,0 e 32,7 miliardi rispettivamente).

*Le risorse tributarie delle Regioni sono cresciute del 4,6 per cento (a 76,9 miliardi), principalmente per effetto dell'incremento dell'IRAP (3,2 per cento, a 33,0 miliardi), dell'addizionale all'Irpef (3,9 per cento, a 8,5 miliardi) e delle tasse automobilistiche (14,9 per cento, a 6,4 miliardi). I tributi di competenza delle Province sono aumentati in misura significativa (11,2 per cento, a 4,7 miliardi), recuperando la flessione registrata nel triennio precedente (-5,3 per cento): in particolare, è considerevolmente cresciuto il gettito dell'imposta sulla responsabilità civile automobilistica (17,5 per cento, a 2,3 miliardi), riflettendo sia l'andamento dei premi assicurativi sia gli incrementi delle aliquote applicate localmente; anche l'imposta provinciale di trascrizione è cresciuta del 7,9 per cento (a 1,2 miliardi). Sono infine aumentate le entrate tributarie dei Comuni (6,5 per cento, a 17,9 miliardi): alla sostanziale stabilità del gettito dell'ICI (9,6 miliardi) e al calo dell'addizionale all'Irpef (4,6 per cento, a 2,7 miliardi), si è contrapposto l'effetto dell'introduzione dell'imposta di soggiorno.*

*Nel periodo di imposta 2011 sono aumentate le aliquote applicate sui principali tributi di competenza degli enti territoriali. Con riferimento alle Regioni, si rileva un inasprimento sia dell'IRAP sia dell'addizionale all'Irpef (fig. 13.3): nel primo caso, si può stimare che l'aliquota nazionale (considerando la media ponderata fra settori e fra Regioni) sia aumentata di 0,14 punti percentuali (al 4,33 per cento), per effetto dell'innalzamento del prelievo nei confronti di banche, società finanziarie, assicurative e concessionarie stabilito dalla manovra della scorsa estate (decreto legge 6 luglio 2011, n. 98); l'aliquota media dell'addizionale all'Irpef è aumentata di 0,31 punti (all'1,55 per cento), per effetto dell'aumento dell'aliquota base del tributo (decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201; cfr. nell'Appendice la sezione Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata). Con riferimento alle Province, si osserva un incremento di circa un punto percentuale dell'aliquota dell'imposta sull'assicurazione per la responsabilità civile automobilistica; tale andamento riflette i provvedimenti adottati dagli enti, che dal 2011 hanno la possibilità di variare fino a 3,5 punti percentuali l'aliquota base del tributo. Infine i Comuni hanno innalzato l'aliquota dell'addizionale all'Irpef (dallo 0,43 allo 0,48 per cento nella media nazionale), mantenendo sostanzialmente invariata quella relativa all'ICI ordinaria.*

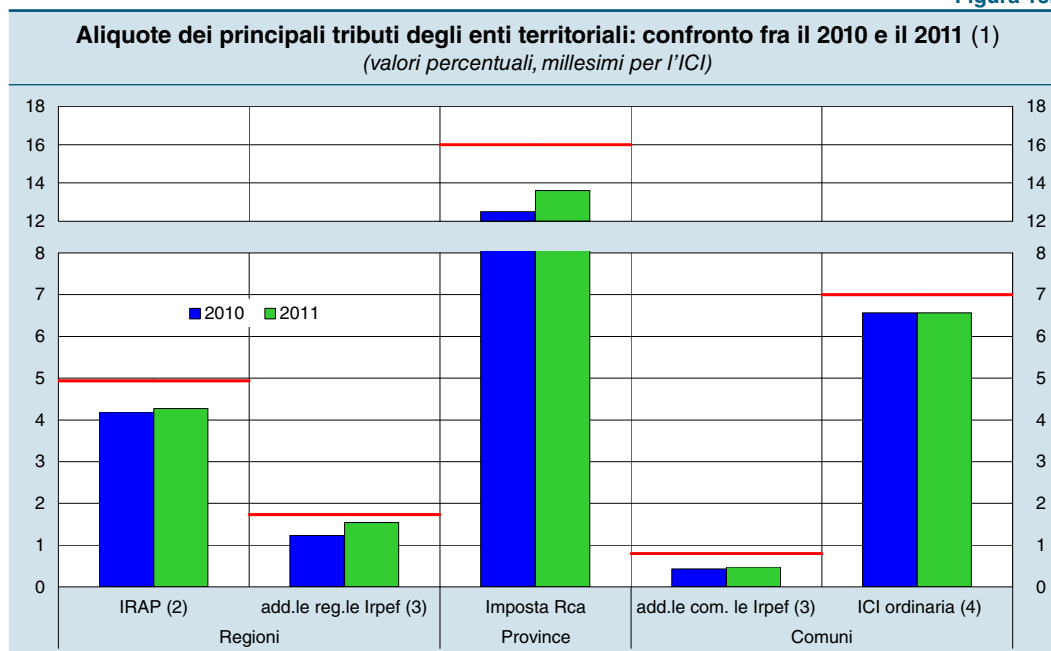
Le spese sono state pari a 242,9 miliardi (15,4 per cento del PIL). La spesa corrente è diminuita dell'1,1 per cento (a fronte di un aumento medio del 4,8 nel decennio precedente) risentendo della contrazione dei redditi da lavoro e delle prestazioni sociali in natura (-2 per cento circa, rispettivamente a 71,1 e 43,7 miliardi); i consumi intermedi sono saliti del 2,3 per cento (a 65,1 miliardi), sebbene in ulteriore decelerazione.

*La spesa sanitaria, che costituisce gran parte della spesa corrente delle Regioni, nel 2011 è diminuita dello 0,6 per cento (al 7,1 per cento del PIL). Il calo è associato alla riduzione dei redditi da lavoro dipendente e delle prestazioni sociali in natura (-2,4 e -1,8 per cento, al 2,4 e al 2,6 per cento del PIL), su cui hanno influito – rispettivamente – l'effetto dei rinnovi contrattuali dei dirigenti del Servizio sanitario nazionale nel 2010 e la riduzione delle prestazioni farmaceutiche nel 2011 (-8,3 per cento).*

*La spesa sanitaria è disciplinata dai Patti per la salute, accordi a valenza triennale adottati nell'ambito della Conferenza Stato-Regioni. Le Regioni con un elevato disavanzo sanitario sono sottoposte a specifiche misure di riequilibrio, nell'ambito di piani di rientro concordati con l'Amministrazione centrale: tali misure interessano, attualmente, otto Regioni (Piemonte, Lazio, Abruzzo, Molise, Campania, Puglia, Calabria e Sicilia; cfr. le rispettive Relazioni regionali in corso di pubblicazione nella collana «Economie regionali» della Banca d'Italia).*



Figura 13.3



Fonte: elaborazioni su dati degli enti e del MEF.

(1) La linea rossa indica le aliquote massime previste dalla legge per ciascun tributo locale; le aliquote dell'IRAP e dell'addizionale regionale all'Irpef possono superare tale limite nel caso di elevati disavanzi sanitari. – (2) L'aliquota dell'IRAP è calcolata come media delle aliquote settoriali, ponderata per il peso di ciascun settore sulla base imponibile totale dei soggetti privati desunta dalle dichiarazioni. – (3) Medie ponderate ottenute pesando l'aliquota applicata da ciascun ente per la base imponibile risultante dalle dichiarazioni dei redditi. – (4) Media delle aliquote applicate da ciascun Comune ponderata per il gettito desunto dai Certificati di conto consuntivo.

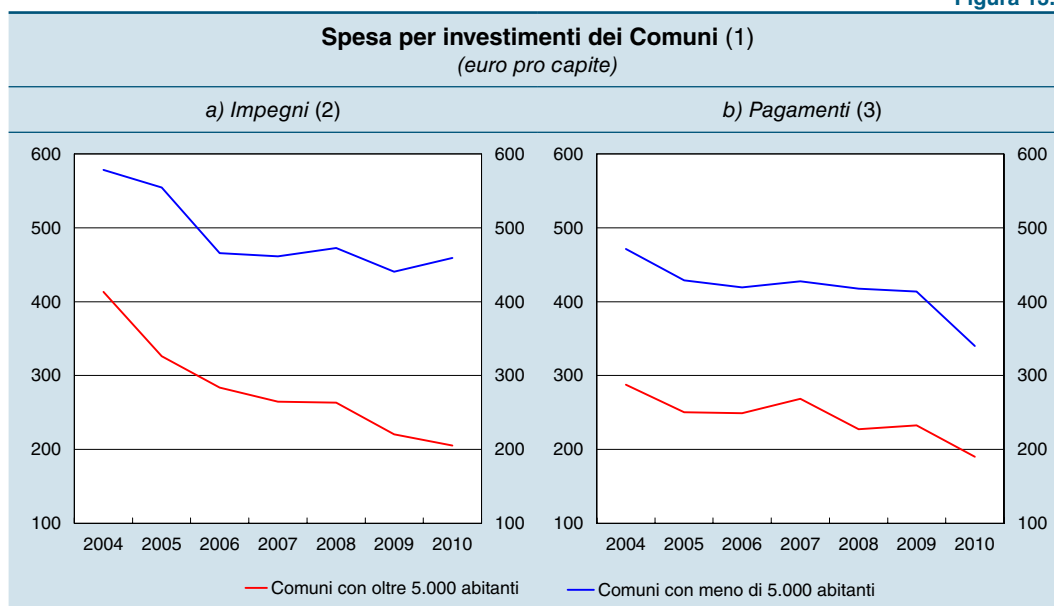
La spesa in conto capitale, escludendo le dismissioni immobiliari, è calata del 12,3 per cento (a circa 31 miliardi), riflettendo la contrazione degli investimenti (-4,6 per cento, a 23,8 miliardi) e dei contributi agli investimenti (-7,9 per cento).

*Se si escludono gli effetti della partita contabile già menzionata con riferimento alle entrate e contabilizzata fra i trasferimenti a enti pubblici, la riduzione della spesa in conto capitale è pari al 5,0 per cento.*

Gli investimenti dei Comuni, che costituiscono oltre la metà della spesa per investimenti delle Amministrazioni locali (e circa il 40 per cento di quella delle Amministrazioni pubbliche), si sono ridotti di circa un quarto tra il 2004 e il 2010.

*La caduta può essere analizzata in dettaglio a partire dai dati di bilancio diffusi dal Ministero dell'Interno che, per un aggregato confrontabile (la spesa di cassa in conto capitale al netto delle partite finanziarie), presentano una flessione del 28,1 per cento fra il 2004 e il 2010 (ancora più accentuata in termini di impegni; fig. 13.4). Tale dinamica è riconducibile principalmente alla minore disponibilità di risorse (complessivamente diminuite del 31,7 per cento nel periodo considerato), soprattutto da trasferimenti.*

*La flessione delle erogazioni e delle risorse disponibili è stata particolarmente pronunciata per i Comuni soggetti al Patto di stabilità interno (cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata), che dal 2005 ha stabilito vincoli anche alla spesa per investimenti. Tra il 2004 e il 2010 la spesa per investimenti dei Comuni con oltre 5.000 abitanti sottoposti alla disciplina nazionale del Patto (che rappresenta circa il 70 per cento del totale) si è pressoché dimezzata, a fronte di una contrazione del 21,4 per cento per i Comuni di minori dimensioni. Per gli enti soggetti al Patto le risorse finanziarie si sono ridotte del 37,1 per cento nel periodo considerato, oltre il doppio della riduzione osservata per quelli non soggetti al Patto. Il calo del ricorso al debito è stato particolarmente intenso (-76,1 per cento, a fronte del -18,5 per i Comuni di minori dimensioni): la disciplina più recente del Patto, non computando nel saldo utile le entrate da indebitamento e comprendendovi, invece, le spese con esse finanziate, ha disincentivato l'utilizzo di tale canale di finanziamento.*



Fonte: elaborazioni su Ministero dell'Interno, Certificati di conto consuntivo.

(1) Si considerano i Comuni delle RSO e quelli ubicati in Sicilia e Sardegna per i quali vige la normativa generale del Patto di stabilità interno. – (2) Impegni in conto capitale al netto delle poste di natura finanziaria (partecipazioni azionarie, conferimenti di capitale e concessioni di crediti e anticipazioni). – (3) Pagamenti (per competenza e residui) in conto capitale al netto delle poste di natura finanziaria.

*L'utilizzo di strumenti finanziari derivati nelle Amministrazioni locali.* – Per il terzo anno consecutivo si è ridotto il numero di Amministrazioni locali per le quali risultano in essere operazioni in strumenti finanziari derivati con banche residenti (da 233 nel 2010 a 214); il calo riflette il divieto all'utilizzo di questi strumenti in vigore dal giugno 2008 (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *Il fabbisogno e il debito* nella Relazione sull'anno 2008).

*Nonostante la riduzione del numero di enti che utilizzano strumenti finanziari derivati e il calo del valore nozionale sottostante ai contratti, il valore di mercato negativo delle operazioni in essere, che indica l'ammontare che dovrebbe essere versato dagli enti qualora le operazioni venissero chiuse anticipatamente, è salito nel corso del 2011 a 1,2 miliardi, dopo essere rimasto stabile intorno a un miliardo nel triennio precedente; è ancora lievemente cresciuto nel primo trimestre dell'anno in corso. Alcune delle operazioni evidenziano un valore di mercato positivo che nel complesso è stimabile in 0,2 miliardi alla fine del 2011 e 0,1 alla fine di marzo.*

*Lo stato di attuazione del federalismo fiscale.* – L'attuazione della legge delega sul federalismo fiscale (legge 5 maggio 2009, n. 42) modificherà significativamente il sistema di finanziamento degli enti territoriali; cardine del nuovo assetto sarà l'adozione del costo (o fabbisogno) standard quale criterio per l'assegnazione delle risorse (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *Le Amministrazioni locali* nella Relazione sull'anno 2008).

La fase relativa alla definizione dei decreti attuativi si è conclusa. Sono stati approvati nove decreti legislativi, due dei quali specificamente dedicati al finanziamento degli enti decentrati: il decreto sul federalismo municipale e quello relativo all'autonomia di entrata delle Regioni a statuto ordinario (RSO) e delle Province (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *Le Amministrazioni locali* nella Relazione sull'anno 2009).

*Gli ultimi tre decreti attuativi, approvati nel 2011 e ad aprile del 2012, riguardano l'armonizzazione contabile, i meccanismi sanzionatori per gli amministratori locali e l'ordinamento di Roma capitale (cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica:*

Finanza decentrata). Il primo provvedimento (decreto legislativo 23 giugno 2011, n. 118) fissa le scadenze del ciclo di bilancio locale e prevede che gli enti territoriali si conformino a un piano dei conti integrato e a uno schema di bilancio comune fra tutte le Amministrazioni pubbliche; nel corso del 2012 sarà avviata una sperimentazione delle nuove regole, che entreranno in vigore nel 2014 (2013 per gli enti sanitari). Il decreto in materia di meccanismi sanzionatori e premiali per gli amministratori locali (decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 149) ha istituito l'obbligo di redigere una relazione di fine mandato per i presidenti delle giunte regionali, delle Province e per i sindaci dei Comuni, secondo uno schema tipo che avrebbe dovuto essere definito con un successivo atto ministeriale. Il decreto ha anche introdotto una forma specifica di responsabilità politica degli amministratori locali in caso di dissesto finanziario, disponendo, in alcuni casi, lo scioglimento degli organi rappresentativi e l'impossibilità di candidarsi a cariche elettive per un periodo di dieci anni. In particolare, l'accertata responsabilità del presidente della giunta regionale nel determinare una situazione di grave dissesto finanziario nella gestione della sanità comporta anche la decadenza automatica dei direttori generali, dei direttori amministrativi e sanitari, del dirigente responsabile dell'assessorato regionale competente e del collegio dei revisori dei conti.

Alcune disposizioni hanno già trovato applicazione nel 2011. Per i Comuni delle RSO è iniziata la sostituzione dei trasferimenti statali con quote del gettito della fiscalità immobiliare e dell'IVA; tali risorse sono confluite in un fondo sperimentale di riequilibrio, ripartito secondo criteri che sostanzialmente riflettono la distribuzione dei trasferimenti soppressi. Per le Province sono state introdotte la facoltà di istituire un'imposta di scopo e quella di variare l'aliquota base dell'imposta sull'assicurazione per la responsabilità civile automobilistica.

I decreti attuativi rimandano a futuri provvedimenti la definizione di aspetti cruciali del nuovo assetto del federalismo fiscale (quali l'individuazione dei livelli essenziali delle prestazioni o, per gli Enti locali, l'indicazione delle funzioni fondamentali e della misura della perequazione della capacità fiscale per quelle non fondamentali); anche le modalità operative del calcolo dei costi e fabbisogni standard sono, in larga parte, ancora da definire.

I risparmi di spesa richiesti dalle recenti manovre di consolidamento dei conti pubblici sono stati distribuiti fra enti di ciascun livello di governo su base proporzionale. Per rendere più efficace il controllo della spesa pubblica, senza sacrificarne la qualità, occorrerebbe accelerare il passaggio al nuovo assetto di finanza decentrata. In tale prospettiva è importante completare i processi già avviati, quali la definizione dei costi e dei fabbisogni standard, l'individuazione dei livelli di servizio e la razionalizzazione delle competenze dei vari livelli di governo.

## LA POLITICA DI BILANCIO PER IL 2012 E PER IL MEDIO TERMINE

### *Le manovre correttive per il triennio 2012-14*

Il *Programma di stabilità* incluso nel DEF dell'aprile del 2011 definiva una strategia di graduale riassorbimento degli squilibri dei conti pubblici, con un disavanzo al 2,7 per cento del PIL nel 2012 (tav. 13.8) – già programmato nella *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (Ruef) del maggio del 2010 – e un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014. Nelle stime del Documento il conseguimento dell'obiettivo per il 2012, coerente con l'impegno assunto in sede europea di riportare il disavanzo al di sotto del 3 per cento entro tale anno, non richiedeva interventi aggiuntivi sul bilancio pubblico. Nel secondo semestre del 2011, il peggioramento delle prospettive di crescita e le gravi tensioni sui mercati del debito sovrano imponevano obiettivi più ambiziosi e l'adozione di misure correttive di eccezionale entità.

Obiettivi e stime dei conti pubblici per l'anno 2012 (miliardi di euro e percentuali del PIL)								
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:			
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito (1)	Crescita % del PIL reale	PIL nominale	Indebita- mento netto 2011	Debito 2011
<b>Obiettivi</b>								
DFP 2011-13 (settembre 2010)	44,3	35,8	80,2	1.956,4	2,0	1.664,9	63,1	1.910,0
<i>in percentuale del PIL</i>	2,7	2,2	4,8	117,5			3,9	119,2
DEF 2011 (aprile 2011) (2)	44,9	39,2	84,0	....	1,3	1.642,4	61,9	....
<i>in percentuale del PIL</i>	2,7	2,4	5,1	119,4			3,9	120,0
Nota di aggiornamento del DEF 2011 (settembre 2011)	25,3	60,5	85,8	....	0,6	1.622,4	61,7	....
<i>in percentuale del PIL</i>	1,6	3,7	5,3	119,5			3,9	120,6
Relazione al Parlamento 2011 (dicembre 2011) (3)	....	....	....	....	-0,4	1.612,3	60,9	....
<i>in percentuale del PIL</i>	1,2	4,6	5,8	120,1			3,8	119,8
<b>Stime</b>								
DEF 2012 (aprile 2012) (2)	27,2	57,0	84,2	1.959,6	-1,2	1.588,7	62,4	1.897,2
<i>in percentuale del PIL</i>	1,7	3,6	5,3	123,4			3,9	120,1

(1) Le stime e gli obiettivi riportati nei documenti ufficiali sono solo parzialmente coerenti tra loro in quanto includono in maniera non omogenea gli effetti del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà e il contributo italiano allo European Stability Mechanism. – (2) Il DEF include il *Programma di stabilità*. – (3) Dati sottostanti alla *Relazione al Parlamento 2011*. Tali dati, con l'eccezione del PIL, sono stati pubblicati nel *Documento di economia e finanza 2012*.

In luglio il Governo anticipava la presentazione della manovra di bilancio triennale. Le misure, che avevano un impatto trascurabile nel 2011 e 2012, reperivano la quasi totalità (17,9 miliardi) delle risorse necessarie a raggiungere l'obiettivo per l'indebitamento netto fissato per il 2013 (1,5 per cento del PIL) e circa il 60 per cento (25,4 miliardi) di quelle occorrenti per conseguire il pareggio di bilancio nel 2014.

Il Governo inoltre annunciava l'intenzione di conseguire l'aggiustamento ancora necessario con una riforma del sistema fiscale e assistenziale, per la quale avrebbe presentato uno specifico disegno di legge delega. La manovra di bilancio veniva rapidamente approvata dal Parlamento che ne aumentava gli effetti e introduceva una clausola di salvaguardia. Quest'ultima prevedeva, qualora la suddetta delega non fosse stata esercitata entro il 30 settembre del 2013, il reperimento delle risorse attese (4,0 miliardi nel 2013 e 20,0 nel 2014) mediante l'attuazione automatica di tagli lineari ai regimi di esenzione, esclusione e favore fiscale.

A fronte del peggioramento delle condizioni di collocamento dei titoli pubblici, il Governo varava in agosto una seconda manovra che mirava ad anticipare di un anno, al 2013, il conseguimento del pareggio di bilancio. Il provvedimento veniva approvato in settembre dal Parlamento. Il termine per l'esercizio della delega per la riforma del sistema fiscale e assistenziale veniva anticipato al settembre del 2012; nel complesso, tenendo conto dei due decreti legge, gli effetti di riduzione del disavanzo attesi dall'attuazione della delega erano stimati in 4, 16 e 20 miliardi rispettivamente nel 2012, 2013 e 2014.

*Nelle valutazioni ufficiali gli effetti di riduzione del disavanzo determinati dal decreto legge 6 luglio 2011, n. 98 (convertito dalla legge 15 luglio 2011, n. 111) sono pari a 0,1 e 0,4 punti percentuali del PIL rispettivamente nel 2011 e 2012; salgono a 1,5 punti nel 2013 e 2,9 nel 2014. L'aggiustamento nel primo biennio deriva quasi interamente da aumenti delle entrate; il peso del contenimento della spesa nel biennio successivo è dell'ordine del 40 per cento (cfr. il riquadro: La manovra di finanza pubblica, in Bollettino economico, n. 65, 2011). Gli interventi principali riguardano: riduzioni di spesa delle Amministrazioni locali e dei ministeri, limiti alla rivalutazione per l'inflazione delle pensioni di importo più elevato, aumenti dell'imposta di bollo sui conti di deposito titoli e dell'IRAP per banche e assicurazioni; norme in materia di giochi, contrasto all'evasione e aumenti delle accise.*

*La correzione di bilancio attesa dal decreto legge 13 agosto 2011, n. 138 (convertito dalla legge 14 settembre 2011, n. 148) è stimata ufficialmente in 1,4, 1,8 e 0,7 punti percentuali del PIL rispettivamente nel 2012, 2013 e 2014 (cfr. il riquadro: Le manovre di finanza pubblica approvate nell'estate 2011, in Bollettino economico, n. 66, 2011). Includendo tra le entrate gli effetti attesi dalla delega, in media nel periodo 2011-14 l'aggiustamento è costituito per l'80 per cento da inasprimenti del prelievo. Le principali misure riguardano: l'aumento dell'aliquota dell'IVA ordinaria dal 20 al 21 per cento, l'inasprimento delle accise e dell'imposizione sui redditi derivanti da attività finanziarie e sul reddito di impresa. Con riferimento alle spese, sono rafforzati i tagli alle erogazioni dei ministeri e delle Amministrazioni locali e si posticipa il pagamento del trattamento di fine rapporto dei pensionati del pubblico impiego.*

La Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011 presentata a settembre, tenendo conto degli effetti delle manovre correttive approvate nel corso dell'estate, rivedeva al ribasso l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2012 all'1,6 per cento del PIL, pur ipotizzando una dinamica del prodotto (0,6 per cento) dimezzata rispetto a quella prevista nel DEF. In ottobre il Governo presentava la legge di stabilità per il 2012 (legge 12 novembre 2011, n. 183); il provvedimento apportava una correzione marginale ai saldi di bilancio.

Nonostante le consistenti manovre di bilancio approvate in estate, i tassi di interesse sui titoli pubblici salivano ulteriormente. Alla fine di ottobre il Governo si impegnavano con una comunicazione ufficiale alla Commissione europea a conseguire gli obiettivi fissati in estate e a intraprendere un ampio piano di riforme a sostegno della crescita, necessario per sostenere l'azione di risanamento. Alla fine di novembre, in un contesto di eccezionale gravità veniva formato un nuovo esecutivo sostenuto da un'ampia maggioranza parlamentare.

Il nuovo Governo presentava al Parlamento una relazione sui conti pubblici che evidenziava una stima del disavanzo tendenziale (inclusivo degli effetti attesi dalla delega fiscale e assistenziale) pari al 2,5 per cento del PIL nel 2012, all'1,3 nel 2013 e all'1,1 nel 2014.

L'Esecutivo approvava contestualmente una manovra correttiva con effetti strutturali volta a garantire il conseguimento degli obiettivi di bilancio; nelle valutazioni ufficiali, quest'ultima riduceva l'indebitamento netto rispetto ai valori tendenziali dell'1,3 per cento del PIL in ciascuno degli anni del periodo 2012-14.

*Il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 (convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214) interviene sia sulle entrate sia sulle spese (cfr. il riquadro: La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011, in Bollettino economico, n. 67, 2012). Quasi metà del maggior prelievo (10,7, 10,9 e 11,3 miliardi rispettivamente nel 2012, 2013 e 2014) deriva dall'incremento della tassazione sulla proprietà immobiliare connessa con l'inasprimento dell'imposta municipale propria, la cui entrata in vigore viene anticipata dal 2014 al 2012. Un incremento del gettito deriva inoltre dall'aumento delle accise, dell'aliquota base dell'addizionale regionale all'Irpef e da modifiche dell'imposta di bollo, estesa anche ad attività finanziarie non soggette a deposito titoli. Il provvedimento prevede anche alcuni sgravi in favore delle attività produttive, quale ad esempio l'allowance for corporate equity (ACE), con l'obiettivo di rafforzare la struttura patrimoniale delle imprese. I risparmi di spesa derivano principalmente dalla riduzione dei trasferimenti agli enti territoriali e dalla riforma del sistema pensionistico.*

<b>Effetti delle manovre di bilancio approvate nel 2011 sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche</b> (milioni di euro)				
VOCI	2011	2012	2013	2014
<b>REPERIMENTO RISORSE</b>	<b>5.627</b>	<b>70.176</b>	<b>89.555</b>	<b>97.578</b>
<b>Maggiori entrate (A)</b>	<b>3.655</b>	<b>45.460</b>	<b>60.448</b>	<b>63.570</b>
Riforma fiscale e assistenziale e/o clausola di salvaguardia (1) (2) (4)	-	-	13.119	16.400
Aumento aliquote IVA (2) (4)	700	7.516	4.236	4.236
Imposta municipale e rivalutazione rendite (4)	-	10.660	10.930	11.330
Accise e giochi (1) (2) (4)	443	9.974	9.638	9.762
Bollo su titoli e strumenti finanziari (1) (4)	725	2.546	5.021	3.262
Imposta sui redditi da attività finanziarie (2)	-	1.421	1.534	1.915
Addizionale regionale Irpef (4)	-	2.215	2.215	2.215
Addizionale Ires per il settore energetico (2)	-	1.800	900	900
Imposta sulle attività scudate (4)	-	1.461	1.987	559
Tributo comunale rifiuti e servizi (4)	-	-	1.000	1.000
Riallineamento valori fiscali ai dati di bilancio (4)	-	-	903	1.889
Aumento IRAP per banche e assicurazioni (1)	-	912	493	493
Revisione coefficienti di ammortamento (1)	-	-	-	1.312
Aumento contributi lavoratori autonomi (4)	-	1.063	1.471	1.886
Contrasto all'evasione fiscale e norme sulla riscossione (1)	145	2.779	3.836	3.826
Altri interventi (1) (2) (3) (4)	1.642	3.113	3.165	2.585
<b>Minori spese (B)</b>	<b>1.972</b>	<b>24.716</b>	<b>29.107</b>	<b>34.008</b>
Interventi in materia previdenziale (1) (2) (4)	-	3.491	8.462	10.547
Riduzione spese enti territoriali (1) (2) (4)	-	6.985	9.185	9.185
Riduzione spese ministeri (1) (2)	1.700	7.400	6.300	5.000
Razionalizzazione della spesa sanitaria (1)	-	-	2.500	5.000
Pubblico impiego (1)	-	-	64	1.104
Altri interventi (1) (2) (3) (4)	272	6.840	2.596	3.172
<b>USO DELLE RISORSE</b>	<b>2.785</b>	<b>21.264</b>	<b>13.804</b>	<b>16.251</b>
<b>Minori entrate (C)</b>	<b>1.051</b>	<b>5.211</b>	<b>8.304</b>	<b>9.911</b>
Deducibilità rendimento capitale proprio (ACE) (4)	-	951	1.446	2.929
Deducibilità IRAP dall'Ires e dall'Irpef (4)	-	1.475	1.921	2.042
Deducibilità IRAP giovani e donne (4)	-	149	1.690	994
Altri interventi (1) (2) (3) (4)	1.051	2.636	3.247	3.946
<b>Maggiori spese (D)</b>	<b>1.734</b>	<b>16.053</b>	<b>5.500</b>	<b>6.340</b>
Trasporto pubblico locale e Fondo per le infrastrutture (1) (4)	400	1.450	1.700	2.000
Autotrasporto (3) (4)	-	1.496	1.087	1.087
Altri interventi (1) (2) (3) (4)	1.334	13.107	2.713	3.253
<b>Variazione netta entrate (E=A-C)</b>	<b>2.603</b>	<b>40.249</b>	<b>52.142</b>	<b>53.659</b>
<b>Variazione netta spese (F=D-B)</b>	<b>-237</b>	<b>-8.663</b>	<b>-23.605</b>	<b>-27.668</b>
<b>Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)</b>	<b>-2.840</b>	<b>-48.912</b>	<b>-75.747</b>	<b>-81.327</b>
DL 98/2011	-2.108	-5.578	-24.406	-47.973
DL 138/2011	-732	-22.698	-29.859	-11.822
Legge di stabilità 2012	-	-391	-162	-102
DL 201/2011	-	-20.245	-21.320	-21.430
<i>in percentuale del PIL</i>				
<b>Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,9</b>
DL 98/2011	-0,1	-0,4	-1,5	-2,9
DL 138/2011	0,0	-1,4	-1,8	-0,7
Legge di stabilità 2012	-	0,0	0,0	0,0
DL 201/2011	-	-1,3	-1,3	-1,3

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali presentate nel Documento di economia e finanza 2012.

(1) DL 98/2011 (convertito dalla L. 15 luglio 2011, n. 111). - (2) DL 138/2011 (convertito dalla L. 14 settembre 2011, n. 148). - (3) Legge di stabilità 2012 (L. 12 novembre 2011, n. 183). - (4) DL 201/2011 (convertito dalla L. 22 dicembre 2011, n. 214).



Le misure correttive sulle pensioni portano sostanzialmente a compimento il processo di revisione del sistema previdenziale avviato all'inizio degli anni novanta, estendendo a tutti i lavoratori a partire dal 2012 il metodo di calcolo contributivo della pensione su base pro rata. Sono inoltre resi più stringenti i requisiti per il pensionamento di anzianità – portando nel 2012 a 41 anni e un mese per le donne e 42 anni e un mese per gli uomini il requisito contributivo necessario per conseguire il trattamento indipendentemente dall'età e eliminando il sistema delle cosiddette quote – e i criteri di accesso al pensionamento di vecchiaia delle lavoratrici nel settore privato. Il sistema viene reso più trasparente allineando i requisiti per il pensionamento e quelli per l'erogazione dei benefici. Si stabilisce per gli anni 2012-13 la sospensione dell'indicizzazione all'inflazione per i trattamenti superiori a tre volte il livello minimo. Il complesso degli interventi determinerà risparmi crescenti anche negli anni successivi al 2014.

*In precedenza, anche la manovra di luglio aveva apportato modifiche alle regole pensionistiche: (a) era stata anticipata di due anni, al 1° gennaio 2013, l'applicazione della norma contenuta nel DL 78/2010 che prevedeva l'adeguamento dei requisiti di età all'andamento della longevità; restavano esclusi dall'anticipo della norma i pensionamenti di anzianità conseguiti con il solo requisito contributivo, indipendentemente dall'età (che venivano comunque ritardati di un mese nel 2012, di due mesi nel 2013, e di tre mesi dal 2014 in poi); la manovra di dicembre ha collegato alla longevità anche tale requisito; (b) veniva aumentato progressivamente, a partire dal 2020, il requisito anagrafico per il conseguimento della pensione di vecchiaia delle lavoratrici del settore privato, in modo da raggiungere nel 2032 la parificazione con le altre categorie di lavoratori; la manovra di dicembre ha poi accelerato l'allineamento, che prende avvio nel 2012 e si compirà nel 2018; (c) veniva concessa solo parzialmente la rivalutazione automatica delle pensioni per i trattamenti superiori a cinque volte quello minimo; come detto, la manovra di dicembre ha abbassato la soglia a tre volte il minimo, e ha trasformato il blocco dell'indicizzazione da parziale a totale. Con la legge di stabilità si era inoltre deciso che nel 2026 si sarebbero incrementati i requisiti anagrafici per le pensioni di vecchiaia, se essi non avessero assicurato un'età minima di accesso al trattamento di 67 anni (incluso il ritardo dovuto all'operare delle finestre di uscita); in dicembre la scadenza è stata anticipata al 2021.*

Con la manovra si reperiscono inoltre risorse (4,0 miliardi nel 2012) per ridurre, a parità di saldi, gli effetti attesi dall'esercizio della delega fiscale e assistenziale; questi si azzerano nel 2012 e divengono pari a 13,1 miliardi nel 2013 e 16,4 nel 2014. Per il 2012 gran parte delle risorse deriva dall'aumento dal 1° ottobre del 2012 di due punti percentuali dell'aliquota intermedia e di quella ordinaria dell'IVA (rispettivamente dal 10 al 12 per cento e dal 21 al 23 per cento). La clausola di salvaguardia connessa con la delega viene definita con maggiore precisione prevedendo che, qualora entro il mese di settembre del 2012 non siano entrate in vigore misure di attuazione della delega o modifiche ai regimi di agevolazione tali da garantire le risorse attese, l'aumento di due punti delle aliquote dell'IVA divenga permanente, e vi sia un ulteriore incremento di 0,5 punti nel 2014.

Nel complesso le tre manovre e la legge di stabilità, approvate fra luglio e dicembre, hanno operato una correzione stimata in 48,9, 75,7 e 81,3 miliardi rispettivamente nel 2012, 2013 e 2014 (tav. 13.9), quasi il 5 per cento del PIL nell'ultimo anno.

*Gli effetti macroeconomici del risanamento dei conti.* – Nel DEF vengono fornite alcune valutazioni sugli effetti negativi sull'attività economica derivanti dalle azioni di risanamento dei conti pubblici attuate nella seconda metà del 2011. Una valutazione effettuata sotto l'ipotesi che i tassi di interesse e le aspettative degli operatori non reagiscano a tali azioni stima gli effetti recessivi in 2,6 punti percentuali del prodotto, in termini cumulati, nel triennio 2012-14. Tenendo invece conto, con l'impiego del modello Quest III Italia della Commissione europea, delle possibili ricadute positive sull'attività economica



derivanti dal miglioramento delle aspettative degli operatori riguardo al livello della tassazione futura, gli effetti sono stimati in 2,1 punti nel medesimo arco temporale.

*Sulla base di quest'ultima valutazione e di una stima della relazione normale che lega il saldo di bilancio all'attività economica, si può valutare che il miglioramento del disavanzo primario indotto dalle manovre correttive, stimato a parità di andamento dell'economia pari nel 2014 a 4,9 punti percentuali del PIL, è ridotto di circa un quinto dagli effetti di retroazione del peggior quadro macroeconomico.*

L'azione di risanamento ha consentito di arginare la caduta della fiducia degli investitori sulla capacità dello Stato italiano di onorare i propri debiti, scongiurando scenari macroeconomici ben più sfavorevoli di quelli al momento previsti. Al riguardo, si può stimare che una riduzione di 100 punti base dello spread determini una maggior crescita dell'ordine di un punto percentuale nell'arco di un triennio.

### ***Le stime più recenti sui conti pubblici del 2012***

Lo scorso aprile con il DEF sono state aggiornate le stime sui conti pubblici. Rispetto a quelle programmatiche sottostanti la *Relazione al Parlamento 2011* presentata in dicembre, l'indebitamento netto per il 2012 è rivisto al rialzo dall'1,2 per cento del PIL all'1,7, principalmente per effetto della più marcata contrazione del prodotto (-1,2 contro -0,4). La riduzione dell'avanzo primario (1,0 punti percentuali) è solo parzialmente compensata dal calo della spesa per interessi (0,5 punti).

Nonostante la caduta del prodotto, nel 2012 si accentuerebbe il processo di consolidamento della finanza pubblica. Il saldo di bilancio si ridurrebbe di 2,2 punti percentuali del PIL, riflettendo l'aumento dell'incidenza delle entrate (2,6 punti percentuali) a fronte della stabilità di quella delle spese primarie e dell'incremento, dal 4,9 al 5,3 per cento, del peso degli interessi.

L'incidenza delle entrate sul prodotto raggiungerebbe il 49,2 per cento; si accrescerebbe l'ampio divario registrato nel 2011 rispetto agli altri paesi europei.

*Nel 2011 la pressione fiscale è stata superiore di 2,3 punti percentuali rispetto a quella media degli altri paesi dell'area dell'euro. Tale indicatore è aumentato in Italia di 1,5 punti percentuali nel corso dell'ultimo decennio, a fronte di una flessione o sostanziale stabilità negli altri maggiori paesi europei (-0,4, -1,9, 0,5 e 0,2 rispettivamente in Germania, Spagna, Francia e Regno Unito). Un indicatore del peso della tassazione sui redditi delle persone fisiche è dato dal cuneo fiscale sul lavoro, calcolato annualmente dall'OCSE considerando per alcune figure tipo la struttura dell'imposta (aliquote e detrazioni), quella degli assegni familiari e dei contributi sociali. Nel 2011 il cuneo fiscale di un lavoratore celibe senza carichi familiari con un reddito uguale a quello medio di un lavoratore a tempo pieno nell'industria è stato pari in Italia al 47,6 per cento del costo del lavoro, superiore di 5,5 punti a quello medio degli altri paesi europei (escludendo Cipro, Grecia e Malta, per i quali non sono disponibili i dati), ma inferiore ai livelli registrati in Germania (49,8), Francia (49,4) e Austria (48,4). La differenza rispetto alla media degli altri paesi europei sale a 9 punti percentuali nel caso di un lavoratore con coniuge e due figli a carico, per il quale il cuneo fiscale è stato pari al 38,6 per cento del costo del lavoro; il cuneo è risultato superiore solo in Francia (42,3) e in Belgio (40,3). Anche l'imposizione sul reddito delle società è in Italia relativamente elevata: nel 2012 l'aliquota legale inclusiva dell'IRAP (31,4 per cento) è superiore di oltre un punto a quella media degli altri quattro maggiori paesi europei e di oltre sei punti alla media degli altri paesi dell'area dell'euro.*

Dopo la presentazione del DEF, il Governo ha dato impulso al processo di revisione della spesa, al fine di ridurre le erogazioni di ulteriori 4,2 miliardi nel 2012; i risparmi contribuirebbero a realizzare gli obiettivi di finanza pubblica e a contenere la pressione fiscale, per esempio evitando l'inasprimento dell'IVA programmato per l'ulti-

mo trimestre dell'anno. Entro il 31 maggio del 2012 ogni Ministro deve presentare un progetto di contenimento degli esborsi coerente con gli obiettivi indicati dal Governo. È stato inoltre istituito un comitato per il coordinamento delle attività di revisione di spesa presieduto dal Presidente del Consiglio dei Ministri e nominato un Commissario straordinario a cui è affidata la razionalizzazione degli acquisti di beni e servizi. Qualora il contenimento delle erogazioni risultasse in linea con gli obiettivi, nel 2012 la spesa primaria rimarrebbe stabile, su un livello inferiore dell'1,0 per cento a quello del 2009.

Nelle stime del Governo l'indebitamento netto strutturale migliorerebbe di 3,2 punti percentuali nel 2012, portandosi allo 0,4 per cento del PIL. L'incidenza del debito sul prodotto salirebbe ancora (dal 120,1 per cento al 123,4) risentendo della modesta dinamica del prodotto nominale e degli esborsi a sostegno dei paesi in difficoltà dell'area dell'euro stimati nel 2,2 per cento del PIL.

*Nel 2012 il Governo stima di concedere finanziamenti complessivi in favore di Grecia, Irlanda e Portogallo pari a 29,5 miliardi che saranno erogati dall'EFSF (cfr. il capitolo 6: Le politiche di bilancio). Nel 2011 il sostegno finanziario a tali paesi è stato pari a 9,2 miliardi, di cui 1,6 ciascuno in favore di Irlanda e Portogallo per il tramite dell'EFSF e 6,1 miliardi di prestiti diretti in favore della Grecia. Verranno inoltre avviati i versamenti al capitale dello European Stability Mechanism (ESM): il contributo nel 2012 dell'Italia è stimato in 5,6 miliardi.*

Le recenti valutazioni della Commissione europea sono lievemente meno favorevoli di quelle del Governo: l'indebitamento netto si ridurrebbe al 2,0 per cento del prodotto nell'anno in corso e all'1,1 per cento nel 2013. L'avanzo primario continuerebbe ad aumentare, al 3,4 e al 4,5 per cento del PIL rispettivamente nel 2012 e 2013. La correzione strutturale dell'avanzo primario è pari a 3,4 punti percentuali del PIL nel 2012 e 0,8 nell'anno successivo. Anche nelle stime della Commissione il rapporto fra il debito e il prodotto comincerebbe a ridursi nel 2013.

I dati dei primi quattro mesi hanno risentito della congiuntura economica particolarmente sfavorevole nella prima parte dell'anno. Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è stato pari a circa 47 miliardi, superiore di quasi 4 rispetto al corrispondente periodo del 2011. Il fabbisogno è stato fortemente accresciuto dagli esborsi in favore degli altri paesi dell'area dell'euro (circa 14,5 miliardi nel 2012, interamente corrispondenti alla quota di competenza dell'Italia dei prestiti erogati dall'EFSF a fronte della raccolta effettuata dal medesimo; 4,7 nel 2011); in senso opposto hanno operato le misure relative alla tesoreria unica, che hanno comportato il riversamento da parte degli enti decentrati presso la tesoreria centrale di circa 9 miliardi precedentemente detenuti presso il sistema bancario. Escludendo questi due fattori, l'aumento del fabbisogno rispetto al corrispondente periodo del 2011 è di quasi 3 miliardi.

*Nel primo quadrimestre le entrate tributarie del bilancio dello Stato sono cresciute dello 0,2 per cento (0,2 miliardi). Le imposte dirette sono diminuite dell'1,0 per cento (-0,6 miliardi), riflettendo la contrazione dell'Irpef (-2,5 per cento; -1,3 miliardi). Le imposte indirette sono cresciute dell'1,7 per cento (0,9 miliardi): l'aumento delle accise sull'energia (15,5 per cento; 1,2 miliardi) ha più che compensato la riduzione dell'IVA (-1,7 per cento; -0,5 miliardi).*

Nella seconda metà dell'anno il fabbisogno verrà ridotto in misura significativa dagli effetti di alcune delle misure introdotte alla fine del 2011 (in particolare l'aumento del prelievo sulla proprietà immobiliare e l'innalzamento delle aliquote dell'IVA) e dovrebbe beneficiare della stabilizzazione delle condizioni macroeconomiche.

## *I programmi e le prospettive per il triennio 2013-15*

Nelle stime del DEF il miglioramento dei conti pubblici proseguirà anche nel prossimo triennio, in un contesto di lenta ripresa della crescita (0,5, 1,0 e 1,2 per cento, rispettivamente nel 2013, 2014 e 2015). L'indebitamento netto scenderebbe allo 0,5 per cento del PIL nel 2013; si porterebbe in sostanziale pareggio nel biennio seguente. Il modesto sconfinamento nel 2013 rispetto al pareggio di bilancio (annunciato nell'estate del 2011 dal precedente Governo e confermato dal nuovo a dicembre) riflette il brusco peggioramento negli ultimi mesi delle condizioni congiunturali. In termini strutturali si conseguirebbe comunque un avanzo già nel 2013 (0,6 per cento del PIL). L'avanzo primario salirebbe a quasi il 5 per cento del PIL nel 2013 e raggiungerebbe il 5,7 per cento nel 2015.

*Nelle valutazioni ufficiali la riduzione dell'indebitamento netto nel 2013 (1,2 punti percentuali del PIL) deriverebbe per un punto dalla riduzione delle spese primarie (al 44,6 per cento del PIL) e per 0,3 punti dall'aumento delle entrate (al 49,5 per cento).*

Nel quadro previsivo, le spese primarie in rapporto al prodotto nel 2015 sarebbero inferiori di due punti rispetto al 2012. Il calo interesserebbe per 0,3 punti la spesa per investimenti, che scenderebbe all'1,7 per cento del PIL, a fronte di una media del 2,3 nel decennio 2000-09. Le stime del DEF non includono i possibili risparmi connessi con l'attività di revisione della spesa, che potrebbero determinare un ridimensionamento e una ricomposizione del bilancio pubblico.

*Nel 2013 la spesa per interessi è stimata al 5,4 per cento del PIL, con un aumento di 0,1 punti rispetto al 2012. La crescita proseguirebbe anche nel biennio successivo, al 5,6 per cento nel 2014 e 5,8 nel 2015. L'incremento riflette il rialzo dei tassi di interesse sul debito pubblico italiano osservato a partire dall'estate scorsa e le aspettative sui tassi incorporate nella curva dei rendimenti rilevata alla fine dello scorso marzo.*

Un avanzo primario stabilmente superiore al 5 per cento, il ridursi degli aiuti finanziari in favore degli altri paesi europei (a 10,8 e 3,9 miliardi rispettivamente nel 2013 e 2014 includendo il contributo italiano all'ESM) e l'uscita dalla fase recessiva nel 2013 assicurano l'avvio in quest'ultimo anno della riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto. Nel 2015 tale incidenza sarebbe pari al 114,4 per cento, inferiore di 9,0 punti al valore massimo previsto per il 2012. Escludendo il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà dell'area dell'euro, il debito nel 2015 sarebbe pari al 110,8 per cento del prodotto.

*Nelle stime del DEF la quota dell'Italia dei finanziamenti erogati dall'EFSF è pari a 5,2 miliardi nel 2013 e 1,1 nel 2014. I versamenti al capitale dell'ESM sono quantificati in 5,6 miliardi nel 2013 e 2,8 nel 2014.*

Sulla base del DEF, le spese primarie nel 2013 dovranno essere in valore nominale ancora inferiori a quelle registrate nel 2009; in termini reali ciò implica una riduzione di quasi il 9 per cento. Il calo potrà essere ancora superiore se il processo di revisione della spesa impostato dal Governo permetterà diffusi recuperi di efficienza.

Dall'estate dello scorso anno sono state introdotte in più riprese misure finalizzate a rafforzare il contrasto dell'evasione fiscale e a recuperare base imponibile sottratta alla tassazione; inoltre, negli ultimi mesi l'attività di controllo dell'Amministrazione

finanziaria si è intensificata. Nonostante i miglioramenti già emersi nel 2010, l'evasione rimane ampia. Il proseguimento e il rafforzamento del contrasto a tale fenomeno potrà consentire, anche a parità di pressione fiscale, di ridurre le aliquote di prelievo.

*Nell'aprile del 2012 l'Agenzia delle entrate ha reso note stime aggiornate sull'evasione dell'IVA e dell'IRAP basate sul confronto tra i dati di contabilità nazionale, corretti per approssimare le basi imponibili delle imposte, e quelli fiscali contenuti nelle dichiarazioni IVA e IRAP. Dall'analisi emerge che nel 2010 l'evasione dell'IVA ha raggiunto il valore minimo dell'ultimo trentennio; la base imponibile non dichiarata, dopo il picco relativo del 2006 pari a quasi il 20 per cento del PIL, è diminuita al 15,0 per cento (dal 16,5 del 2009). L'imposta evasa è scesa al 27,7 per cento del gettito potenziale, dal 34,4 del 2006 e dal 30,3 del 2009. Alla riduzione dell'evasione ha contribuito l'introduzione dal 1° gennaio 2010 di norme più stringenti sulle compensazioni di crediti di imposta. Nel triennio 2007-09 il rapporto tra l'imposta evasa e quella potenziale è risultato più elevato al Sud (40,1 per cento) rispetto al Nord (25,2) e al Centro (24,6). Riguardo all'IRAP, nella media del triennio 2007-09 la base imponibile evasa è stimata pari al 21,6 per cento della base potenziale (escludendo le Amministrazioni pubbliche, dove l'evasione è per definizione nulla).*

*Il rispetto delle regole di bilancio europee.* – In base alle stime del DEF, i conti pubblici nei prossimi anni soddisferanno senza ulteriori interventi correttivi le regole di bilancio concordate a livello europeo.

Il rientro del disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2012 permetterà la chiusura della Procedura per i disavanzi eccessivi avviata nei confronti dell'Italia nel 2009. La correzione strutturale dei conti (3,2 punti percentuali del PIL nel 2012; 1,0 nel 2013) sarebbe largamente superiore al minimo aggiustamento strutturale (0,5 per cento) previsto dal Patto di stabilità e crescita per i paesi che non abbiano ancora raggiunto il proprio obiettivo di medio termine (pari per l'Italia al pareggio di bilancio). Al riguardo, si registrerebbe un avanzo strutturale dello 0,6 per cento del PIL nel 2013, il saldo rimarrebbe intorno a tale valore anche nel biennio successivo.

Verrebbero rispettati anche i nuovi vincoli sulla spesa e sul debito introdotti a dicembre del 2011 (per una descrizione delle nuove regole europee, cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*).

*Per l'Italia il limite alla dinamica della spesa è pari a una flessione annua dello 0,8 per cento nel prossimo triennio; successivamente, raggiunto l'obiettivo di medio termine, esso è pari a un aumento dello 0,3 per cento. Nel DEF si valuta che l'aggregato di riferimento scenda dell'1,1 per cento nel 2012, dell'1,7 nel 2013 e dello 0,8 nel 2014 e aumenti dello 0,3 nel 2015.*

*Sulla base delle proiezioni del DEF e ipotizzando che la dinamica del prodotto, l'avanzo primario e l'onere medio del debito siano nel 2016 in linea con quelli previsti per il 2015, la riduzione del debito nel triennio 2014-16 sarebbe più ampia di oltre un punto rispetto a quanto richiesto dal vincolo sul debito.*

Infine, lo scorso aprile è stato introdotto nella Costituzione il principio del pareggio di bilancio per le Amministrazioni pubbliche, al netto degli effetti del ciclo economico. La riforma è in linea con quanto concordato nel Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (che include il cosiddetto *fiscal compact*) sottoscritto lo scorso marzo e in attesa di ratifica da parte dei paesi. Il nuovo principio si applicherà dal 2014. Entro il febbraio del 2013 dovranno essere definite le relative norme attuative; esse disciplineranno, in particolare, il meccanismo di correzione degli sconfinamenti e l'istituzione presso le Camere di un organismo indipendente per la verifica degli andamenti di finanza pubblica e la valutazione dell'osservanza delle regole di bilancio.

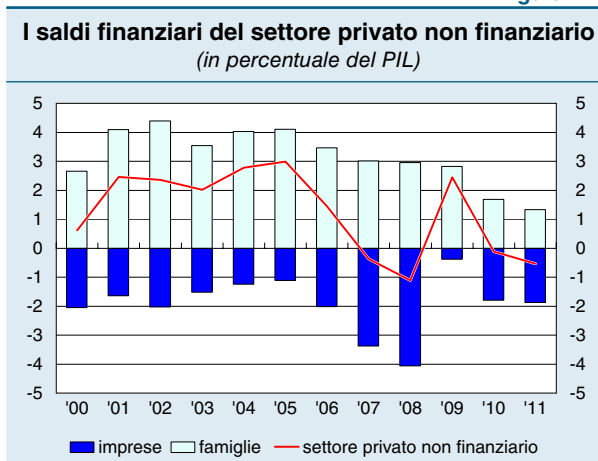
## 14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2011 il calo del risparmio delle famiglie ha comportato un saldo finanziario inferiore, in valore assoluto, al fabbisogno delle imprese, che è rimasto sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente. Ne è derivato, per il secondo anno consecutivo, un saldo negativo dell'intero settore privato non finanziario (-0,5 per cento del PIL; fig. 14.1).

La riduzione dei corsi dei titoli si è riflessa in una contrazione del valore della ricchezza finanziaria delle famiglie. I nuovi investimenti finanziari, in diminuzione rispetto all'anno precedente, si sono indirizzati prevalentemente verso i titoli pubblici e le obbligazioni bancarie. I debiti delle famiglie nei confronti del sistema creditizio sono cresciuti a un tasso meno sostenuto che nel 2010, soprattutto a causa del rallentamento dei mutui. La decelerazione è riconducibile sia a fattori di domanda sia a condizioni di offerta più restrittive, che si sono riflesse principalmente in un marcato aumento dei margini sui nuovi contratti di prestito. La quota di famiglie con un onere per il servizio del debito superiore al 30 per cento del reddito è rimasta stazionaria. Durante la crisi è aumentata la disuguaglianza nella distribuzione tra le famiglie della ricchezza netta e sono sensibilmente peggiorate le condizioni finanziarie dei nuclei con capofamiglia giovane.

Le condizioni finanziarie delle imprese hanno subito un nuovo peggioramento dalla scorsa estate a causa del calo delle vendite e dell'aumento del costo del denaro. I bilanci aziendali, resi fragili dal prolungato periodo di debolezza economica, sono appesantiti da un debito elevato nel confronto storico, sia in rapporto al valore aggiunto sia rispetto ai livelli di capitalizzazione. La crisi del debito sovrano si è trasmessa alle imprese principalmente attraverso il peggioramento delle condizioni di offerta praticate dalle banche, con più elevati tassi di interesse e una più severa selezione della clientela: l'incidenza di imprese che sostengono di non avere ottenuto l'intero ammontare del credito richiesto ha raggiunto il livello più elevato dall'inizio della crisi. Il Governo e le associazioni di categoria hanno riproposto o rafforzato alcune misure già adottate negli anni passati per agevolare l'accesso al credito. Le difficoltà finanziarie delle imprese si sono riflesse nell'aumento delle inadempienze nel rimborso dei debiti e nella crescita sostenuta del numero dei fallimenti.

Figura 14.1



## LE FAMIGLIE

### *Il risparmio finanziario e la ricchezza delle famiglie*

La propensione al risparmio delle famiglie (consumatrici e produttrici) ha continuato a ridursi nel 2011, attestandosi al 12,0 per cento (8,6 per le sole famiglie consumatrici; cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

*La crisi ha accentuato il calo, in atto dall'inizio degli anni novanta, della capacità di risparmio, soprattutto per alcune categorie di famiglie. In base ai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF) condotta dalla Banca d'Italia, tra il 2008 e il 2010 il valore mediano della propensione al risparmio è sceso di 0,6 punti percentuali. La riduzione è stata più marcata (oltre 4 punti percentuali) per i nuclei con capofamiglia giovane (di età inferiore a 35 anni) e per quelli appartenenti al quartile di reddito equivalente più basso, il cui tasso di risparmio si è pressoché annullato nel 2010.*

Nel 2011, in presenza di una sostanziale stabilità degli investimenti in attività reali, il calo del risparmio si è riflesso in una riduzione del saldo finanziario delle famiglie, all'1,3 per cento del PIL, un valore storicamente basso (fig. 14.1). La ricchezza finanziaria lorda è diminuita del 3,1 per cento, da 3,4 a 3,2 volte il reddito disponibile (tav. 14.1); il calo è dipeso in misura rilevante dalla flessione del valore dei titoli. Grazie alla stabilità del valore degli immobili, la ricchezza totale al netto delle passività è diminuita in misura contenuta (-0,9 per cento), rimanendo pari a quasi otto volte il reddito disponibile, un livello elevato nel confronto internazionale.

*Gli investimenti in attività finanziarie.* – Nel 2011 gli acquisti di attività finanziarie, al netto delle vendite, sono stati pari a 41 miliardi di euro, in diminuzione rispetto al 2010 (tav. 14.2). Gli investimenti si sono diretti in larga parte verso i titoli pubblici, in particolare quelli a medio e a lungo termine (47 miliardi), resi appetibili dagli elevati rendimenti offerti, soprattutto nella seconda parte dell'anno; alla fine del 2011 l'incidenza dei titoli pubblici sulla ricchezza finanziaria è salita a quasi il 6 per cento, una quota comunque contenuta nel confronto storico (era il 14 per cento, in media, nella seconda metà degli anni novanta). Anche le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie hanno ripreso a crescere, principalmente a causa delle politiche di offerta delle banche (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Sono invece diminuiti, in particolare nella seconda metà dell'anno, i depositi a vista, quelli rimborsabili con preavviso e i pronti contro termine; tali riduzioni sono state solo in parte compensate dall'aumento dei depositi a durata prestabilita. Nel complesso, gli investimenti netti in strumenti finanziari di origine bancaria sono tornati positivi, confermando la loro quota attorno al 28 per cento delle attività totali.

Le famiglie hanno continuato a investire in polizze e altri prodotti assicurativi, sebbene in misura nettamente più contenuta rispetto al 2010. È diminuita la percentuale di ricchezza finanziaria investita in azioni e altre partecipazioni (dal 23 al 20 per cento) per effetto della caduta delle quotazioni; anche il volume degli acquisti netti è stato molto contenuto. La riduzione delle consistenze e degli investimenti si è concentrata sui titoli italiani e ha interessato sia le azioni quotate sia quelle non quotate e le altre partecipazioni. Le vendite di quote di fondi comuni, soprattutto italiani, hanno superato gli acquisti per 23 miliardi; il peso dello strumento è tuttavia rimasto intorno al 6 per cento delle attività totali (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*).



Tavola 14.1

Composizione delle attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (consistenze di fine periodo)										
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli pubblici e altre obbligazioni	Azioni, altre partecipazioni e quote di fondi comuni		Riserve assicurative e previdenziali (2)	Attività	Passività (3)			Ricchezza finanziaria netta
			di cui: quote di fondi comuni				di cui: debiti finanziari			
							di cui: mutui			
	Quote percentuali sul totale delle attività					In rapporto al reddito disponibile				
<b>Italia</b>										
2007	27,1	19,7	34,1	8,5	16,0	3,52	0,77	0,57	0,30	2,76
2010	30,4	18,9	29,0	6,4	18,4	3,42	0,86	0,65	0,33	2,56
2011	31,5	20,4	25,6	5,9	19,1	3,24	0,86	0,65	0,34	2,38
<b>Francia</b>										
2007	28,5	1,7	29,8	8,7	34,9	2,94	0,87	0,72	0,51	2,06
2010	28,6	1,6	25,3	7,3	37,3	3,01	0,94	0,80	0,58	2,07
2011	30,4	1,5	23,0	6,9	37,7	2,91	0,95	0,81	0,60	1,96
<b>Germania</b>										
2007	36,3	6,7	23,6	10,5	32,4	2,77	0,96	0,95	0,60	1,81
2010	40,1	5,5	18,6	9,4	35,0	2,76	0,91	0,90	0,57	1,85
2011 (4)	41,1	5,3	16,7	8,3	36,1	2,70	0,90	0,89	0,56	1,80
<b>Spagna</b>										
2007	38,3	2,6	42,1	10,8	13,6	2,83	1,39	1,31	0,93	1,44
2010	48,2	2,6	30,6	7,1	15,1	2,53	1,36	1,28	0,94	1,16
2011	49,9	3,6	27,0	6,8	15,7	2,43	1,32	1,24	0,93	1,11
<b>Area dell'euro (5)</b>										
2007	31,8	7,7	29,7	9,1	28,0	3,13	1,04	0,95	0,60	2,08
2010	35,2	7,2	23,9	7,4	30,6	3,09	1,10	1,00	0,61	1,99
2011	36,5	7,5	21,4	6,7	31,5	3,00	1,08	0,99	0,61	1,92
<b>Regno Unito</b>										
2007	27,1	0,8	14,8	4,1	54,2	4,62	1,72	1,58	1,16	2,89
2010	28,0	1,0	14,6	3,1	53,1	4,43	1,57	1,48	1,03	2,85
2011	29,2	1,1	13,1	3,1	53,1	4,28	1,53	1,44	1,01	2,75
<b>Stati Uniti (6)</b>										
2007	11,7	9,4	47,6	11,5	28,1	4,85	1,35	1,33	0,99	3,50
2010	13,5	10,6	43,7	11,6	28,9	4,34	1,23	1,20	0,89	3,12
2011	14,4	9,9	43,0	11,5	29,2	4,19	1,18	1,15	0,84	3,01
<b>Giappone</b>										
2007	51,2	5,1	12,6	3,9	26,7	4,95	1,23	1,06	0,59	3,71
2010	54,7	5,0	9,4	2,9	27,2	4,90	1,21	1,01	0,59	3,69
2011	56,1	4,7	8,1	2,5	27,3	....	....	....	....	....

Fonti: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banque de France e INSEE (Francia); Deutsche Bundesbank (Germania); Banco de España (Spagna); Eurostat e BCE (per i paesi dell'area dell'euro); Bank of England e Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti); Bank of Japan e Cabinet Office (Giappone). (1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. La composizione percentuale delle attività non include alcune partite minori. - (2) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e fondi di quiescenza. - (3) Debiti finanziari, debiti commerciali e altre partite minori. - (4) Dati riferiti al 3° trimestre. - (5) Dati riferiti all'area composta da 17 paesi. - (6) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.



Tavola 14.2

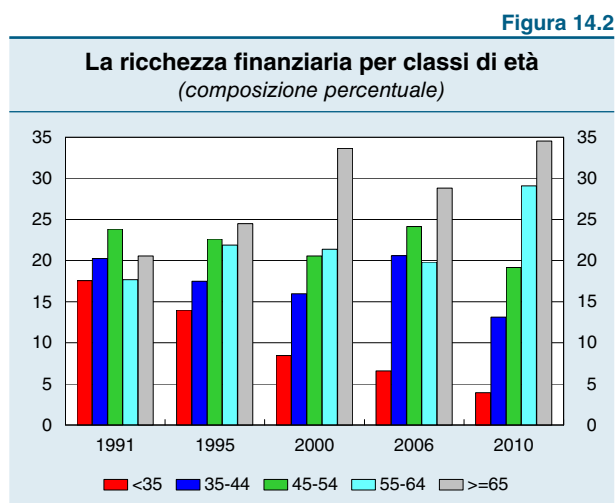
Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2011	Composizione percentuale		2010	2011
		2010	2011		
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Biglietti e monete	118.303	3,1	3,3	5.304	6.363
Strumenti di origine bancaria	1.014.505	27,7	28,5	-23.960	6.544
di cui: <i>depositi a vista</i>	497.836	14,0	14,0	-10.140	-6.244
<i>altri depositi</i>	143.070	3,6	4,0	-4.152	-757
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	373.659	10,0	10,5	-9.669	13.545
Depositi e altra raccolta postale (3)	330.151	8,9	9,3	11.904	4.363
Titoli pubblici	200.011	4,3	5,6	-17.635	61.329
di cui: <i>a breve termine</i>	24.294	0,3	0,7	-13.355	14.064
<i>a medio e a lungo termine</i>	175.717	3,9	4,9	-4.280	47.265
Titoli di imprese a medio e a lungo termine	2.990	0,1	0,1	4.577	-17.388
Quote di fondi comuni	208.355	6,4	5,9	-1.968	-22.661
di cui: <i>italiani</i>	118.821	3,9	3,3	-19.300	-26.601
<i>esteri</i>	89.534	2,4	2,5	17.332	3.940
Azioni e partecipazioni	703.864	22,7	19,8	53.375	11.459
di cui: <i>italiane</i>	663.688	21,6	18,7	51.811	9.447
<i>estere</i>	40.176	1,1	1,1	1.564	2.012
Altre attività sull'estero	177.566	5,5	5,0	-1.425	-14.365
di cui: <i>depositi</i>	29.841	0,9	0,8	-3.153	847
<i>titoli a breve termine</i>	402	0,0	0,0	11	43
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	147.323	4,5	4,1	1.717	-15.256
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	678.878	18,4	19,1	27.711	4.687
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	417.497	11,4	11,7	23.837	10
Altre attività (4)	119.507	3,2	3,4	4.092	653
<b>Totale attività</b>	<b>3.554.132</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>61.975</b>	<b>40.985</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine (5)	60.151	6,2	6,4	852	1.318
di cui: <i>bancari</i>	58.403	6,0	6,2	1.969	1.628
Debiti a medio e a lungo termine (6)	658.342	70,2	70,3	32.611	17.968
di cui: <i>bancari</i>	559.557	58,7	59,8	36.847	20.313
Altre passività finanziarie (7)	217.423	23,6	23,2	5.157	1.463
<b>Totale passività</b>	<b>935.916</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>38.620</b>	<b>20.749</b>
<b>SALDO</b>	<b>2.618.216</b>			<b>23.355</b>	<b>20.236</b>

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le gestioni patrimoniali non sono evidenziate. Le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Conti correnti, libretti e buoni postali. – (4) Crediti commerciali e altre partite minori. – (5) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (6) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e prestiti da altri residenti. – (7) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

*La distribuzione della ricchezza tra le famiglie.* – I dati dell'IBF confermano l'evidenza macroeconomica: tra il 2008 e il 2010 la ricchezza netta è rimasta pari a circa 8 volte il reddito disponibile. Tale rapporto è invece diminuito nel medesimo periodo da 5,4 a 5,1 per i nuclei con capofamiglia di età inferiore a 35 anni, a fronte dell'aumento registrato per le altre classi di età. Le famiglie giovani detengono strutturalmente un patrimonio inferiore al resto della popolazione; il divario si è tuttavia accentuato negli ultimi anni, soprattutto a causa della diversa dinamica della componente finanziaria.

La concentrazione della ricchezza finanziaria è aumentata durante la crisi: la quota di attività finanziarie posseduta dal 10 per cento delle famiglie più ricche è salita, tra il 2008 e il 2010, dal 44 al 47 per cento. Più del 60 per cento del totale delle attività finanziarie è detenuto da nuclei con un capofamiglia di età superiore a 55 anni, mentre ha continuato a ridursi la quota posseduta da quelli con capofamiglia di età inferiore a 35 anni (meno del 4 per cento nel 2010, oltre dieci punti percentuali più bassa di quanto osservato nella prima metà degli anni novanta; fig. 14.2). Nel 2010 l'80 per cento del portafoglio dei nuclei con capofamiglia giovane era detenuto sotto forma di depositi, una percentuale più elevata di quella dell'intero campione, pari al 54 per cento.



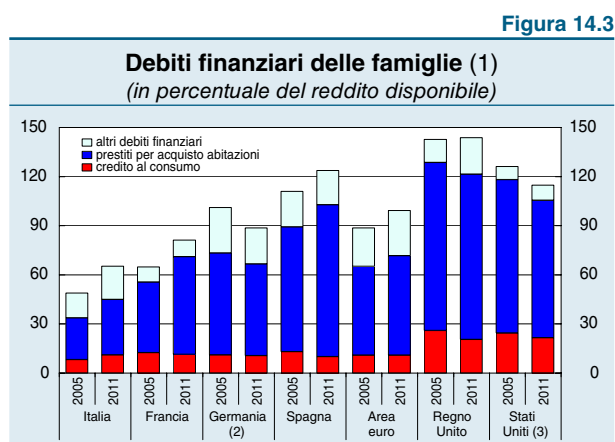
Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Anche gli indicatori di vulnerabilità sono peggiorati in misura più marcata per i nuclei con capofamiglia giovane: tra questi ultimi, la quota di quelli che non hanno attività finanziarie liquide sufficienti a garantire un tenore di vita al livello della soglia di povertà per almeno sei mesi in caso di perdita del reddito ha raggiunto nel 2010 il 17 per cento, quasi quattro punti in più rispetto al 2008; per il campione nel suo complesso sia l'incidenza sia l'aumento sono stati inferiori (10 per cento nel 2010, dal 9 nel 2008).

### L'indebitamento delle famiglie

Alla fine del 2011 i debiti finanziari delle famiglie si collocavano attorno al 65 per cento del reddito disponibile, un livello contenuto nel confronto internazionale, in particolare nella componente dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (fig. 14.3).

I debiti contratti presso gli intermediari creditizi sono cresciuti del 3,4 per cento nel 2011 (4,9 nel 2010), registrando una progressiva decelerazione in corso d'anno. Il rallentamento è proseguito nei primi mesi del 2012: in marzo il tasso di crescita sui dodici mesi è stato pari al 2,2 per cento. La decelerazione è stata più

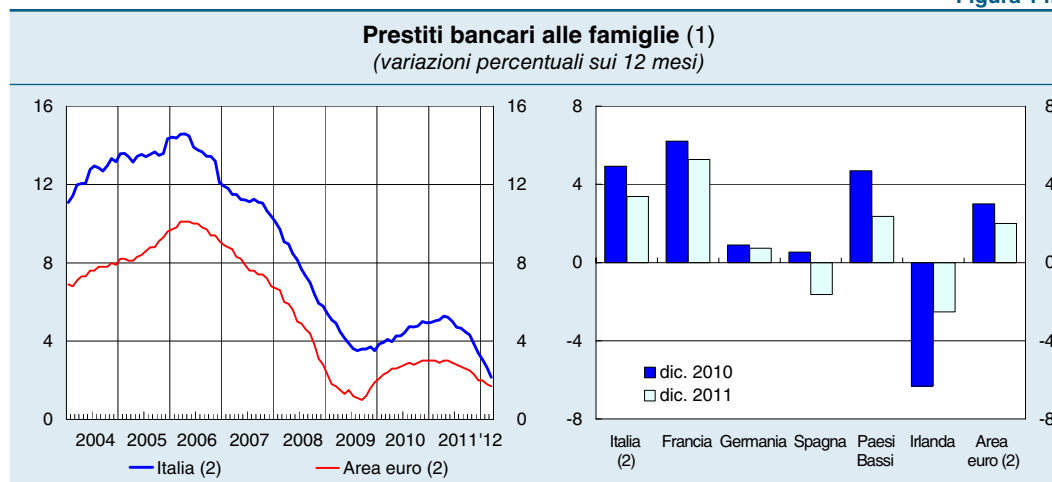


Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banque de France e INSEE (Francia); Deutsche Bundesbank (Germania); Banco de España (Spagna); Eurostat e BCE (per i paesi dell'area dell'euro); Bank of England e Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti).

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Il dato del 2011 si riferisce al 3° trimestre. - (3) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro a servizio delle famiglie.

marcata di quella osservata nell'area dell'euro, dove le dinamiche nei principali paesi sono state molto differenziate (fig. 14.4).

Figura 14.4



Fonte: elaborazioni su dati BCE e segnalazioni di vigilanza.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Le variazioni percentuali sono calcolate anche al netto degli effetti delle cartolarizzazioni.

Il rallentamento è stato meno intenso per i finanziamenti concessi alle sole famiglie consumatrici (tav. 14.3); si registra tuttavia una forte decelerazione dei prestiti diversi da quelli per l'acquisto di abitazioni e dal credito al consumo. In base alle indicazioni che emergono dalle indagini condotte presso gli intermediari bancari, l'espansione meno sostenuta dei prestiti è riconducibile sia a fattori di domanda sia a condizioni

Tavola 14.3

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

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2012 (2)
	dicembre 2009	dicembre 2010	giugno 2011	dicembre 2011	marzo 2012	
<b>Prestiti per l'acquisto di abitazioni</b>						
Banche	1,8	3,4	4,2	3,6	2,6	338.335
<b>Credito al consumo</b>						
Banche	5,2	0,3	0,1	0,0	-0,9	57.919
Società finanziarie	-0,3	-0,2	0,4	1,0	-1,1	52.847
Totale banche e società finanziarie	2,6	0,1	0,3	0,5	-1,0	110.766
<b>Altri prestiti (3)</b>						
Banche	7,3	8,5	4,4	1,9	0,4	86.381
<b>Prestiti totali</b>						
Totale banche e società finanziarie	2,8	3,5	3,4	2,7	1,4	535.483

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto delle cartolarizzazioni e riclassificazioni. I dati di marzo 2012 sono provvisori. Per le definizioni delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

più restrittive dal lato dell'offerta, connesse con le maggiori difficoltà di raccolta degli intermediari conseguenti alla crisi sul debito sovrano. Nella prima parte del 2012 le banche hanno segnalato condizioni meno rigide nell'offerta di credito (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

*I prestiti per l'acquisto di abitazioni.* – Nel 2011 la consistenza dei prestiti per l'acquisto di abitazioni delle famiglie consumatrici è aumentata del 3,6 per cento, decelerando nella parte finale dell'anno. Il rallentamento è proseguito nei primi mesi del 2012: alla fine del primo trimestre, il tasso di crescita era pari al 2,6 per cento. Le erogazioni di nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni sono state pari a 49 miliardi, il 12,0 per cento in meno rispetto al 2010. Il calo è stato più ampio nella seconda parte dell'anno in concomitanza con la crisi del debito sovrano e con il consistente aumento dei tassi di interesse. Sulla riduzione non sembra aver inciso la dinamica dei prezzi delle abitazioni, rimasti stabili per tutto il 2011. Al netto di surroghe e sostituzioni, in forte calo rispetto al 2010, la contrazione delle erogazioni sarebbe stata meno accentuata (-7 per cento circa).

*Il peggioramento avvenuto nel corso del 2011 delle condizioni per l'accensione di un contratto di mutuo si è riflesso in una riduzione delle surroghe, finalizzate alla ricerca di migliori termini contrattuali. L'incidenza delle surroghe sulle erogazioni è stata pari al 9 per cento (13 per cento nel 2010); quella delle sostituzioni, che possono comportare anche la variazione dell'importo del finanziamento, è rimasta invariata al 3 per cento. Le rinegoziazioni delle condizioni contrattuali con la propria banca, che non implicano l'accensione di un nuovo contratto, hanno riguardato poco più dell'1 per cento dei mutui in essere (2 per cento nel 2010).*

Nel corso dell'anno le banche hanno notevolmente irrigidito i criteri di offerta dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, principalmente attraverso un marcato aumento dei margini su tutta la clientela, non solo per le fasce giudicate più rischiose. La domanda si è fortemente indebolita, sia a causa del peggioramento del ciclo economico, che si è riflesso in un calo pronunciato del grado di fiducia delle famiglie, sia dei consistenti aumenti dei tassi di interesse. Sui nuovi mutui concessi, le condizioni contrattuali diverse dai tassi non sono sostanzialmente peggiorate. In base ai dati dell'Indagine regionale sul credito bancario condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, la percentuale di mutui con un rapporto tra prestiti e valore dell'immobile (*loan to value*) superiore all'80 per cento è risultata simile a quella dell'anno precedente (5,9 rispetto al 5,2 per cento); la quota di mutui con durata di 30 anni o maggiore è aumentata (dal 21,9 al 25,0 per cento); la durata media dei contratti di mutuo, circa 22 anni, non si è ridotta. È tuttavia diminuito, di poco più di un punto percentuale (al 60 per cento), il valore medio del *loan to value*, e si è dimezzata, al 13,1 per cento, la quota di mutui concessi che permettono di estendere la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti senza costi aggiuntivi. Al fine di ridurre i rischi associati al decesso, all'invalidità o alla perdita dell'occupazione del mutuatario, per oltre un terzo delle erogazioni il contratto di mutuo è stato accompagnato dall'accensione di una polizza assicurativa.

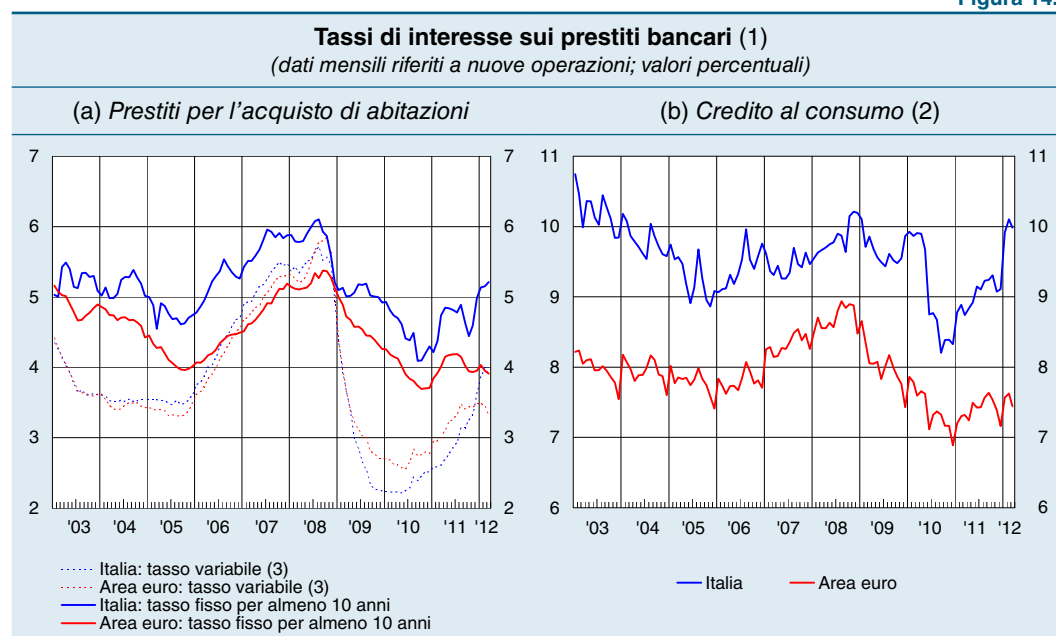
*La crisi finanziaria ha interrotto una lunga fase di forte espansione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Dal 2008 al 2011 il numero dei nuovi mutui concessi è diminuito in media del 9 per cento all'anno. Il calo ha colpito in misura più accentuata i mutuatari più giovani e quelli extracomunitari, che hanno risentito maggiormente sia della fase negativa del ciclo economico, sia delle politiche di affidamento più selettive da parte delle banche; l'irrigidimento dell'offerta ha inciso in misura minore sui mutuatari con redditi elevati. In particolare, la crescita dell'importo medio dei mutui concessi a giovani ed extracomunitari è stata assai più contenuta rispetto alla media: la riduzione del *loan to value*, in calo di quasi nove punti percentuali rispetto al livello precedente la crisi, può essere risultata più vincolante per questi gruppi di mutuatari.*

Nel 2011 il calo delle erogazioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni ha interessato soprattutto alcuni tra i principali gruppi bancari italiani, che hanno risentito in misura maggiore delle difficoltà di raccolta sui mercati all'ingrosso determinate dalla crisi del debito sovrano (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*); per contro, le filiali e filiazioni di banche estere hanno aumentato la quota dei prestiti concessi di otto punti percentuali (al 28 per cento).

*I tassi di interesse sui mutui.* – I tassi di interesse sui nuovi contratti di mutuo sono cresciuti nei primi mesi dell'anno seguendo gli aumenti dei tassi di riferimento (Euribor e IRS). Dalla seconda metà del 2011, a seguito del maggior costo della raccolta, in particolare quella obbligazionaria, conseguente al propagarsi della crisi del debito sovrano, gli intermediari hanno considerevolmente rivisto al rialzo i margini rispetto ai tassi di riferimento. L'incremento è stato più consistente per i nuovi contratti a tasso variabile, il cui costo è aumentato fino al 3,9 per cento nel mese di marzo del 2012 (1,4 punti in più da dicembre 2010, oltre il doppio rispetto all'area dell'euro; fig. 14.5.a). Nello stesso periodo, sui nuovi contratti a tasso fisso per almeno dieci anni i tassi sono saliti di 0,9 punti (0,2 nell'area), raggiungendo il 5,2 per cento nel mese di marzo 2012. Il costo complessivo di un mutuo (TAEG, comprensivo delle commissioni) è salito fino al 4,5 per cento; il differenziale con l'area dell'euro, che era negativo alla fine del 2010 (-0,5 punti), è considerevolmente aumentato fino a raggiungere 0,7 punti percentuali nel mese di marzo 2012, il valore massimo da quando le due serie sono rilevate (gennaio 2003).

*La quota di mutui concessi a tasso variabile si è ridotta dall'83 per cento nel 2010 al 69 nei primi tre mesi del 2012. La dinamica del differenziale di costo si conferma un fattore determinante nella scelta tra il contratto a tasso fisso e quello a tasso variabile; negli anni successivi alla crisi, l'importanza di questo fattore è stata più evidente per i mutuatari più giovani e per quelli extracomunitari.*

**Figura 14.5**



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) TAEG sulle nuove operazioni. Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media ponderata, per gli importi, tra le varie scadenze. Dal giugno del 2010 i tassi di interesse relativi alle carte di credito non sono più inclusi. – (3) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

*Il credito al consumo.* – Nel 2011 il credito al consumo è cresciuto dello 0,5 per cento; la dinamica è peggiorata nel primo trimestre del 2012: nel mese di marzo il tasso di crescita sui dodici mesi è divenuto negativo (-1,0 per cento) sia per le banche sia per le società finanziarie, che detengono rispettivamente circa la metà del mercato (cfr. tav. 14.3). Ha continuato a ridursi il credito finalizzato all'acquisto di beni durevoli a causa della debolezza della domanda, in particolare di mezzi di trasporto (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Tra i finanziamenti non finalizzati, è proseguita l'espansione sia dei prestiti personali sia di quelli per la cessione del quinto dello stipendio, che servono a finanziare tipologie di spese più generali, non necessariamente connesse con l'acquisto di un bene.

*Nel periodo 2008-2010, in base ai dati dell'IBF, la quota di nuclei familiari che ha fatto ricorso al credito al consumo è rimasta stabile attorno al 17 per cento. L'utilizzo di questa forma di debito è tuttavia aumentato fra le famiglie con reddito molto basso (primo quartile). Il ricorso al credito al consumo è risultato, inoltre, frequente tra coloro che nel 2010 hanno dichiarato entrate insolitamente contenute rispetto al normale: circa un quarto di queste famiglie ha utilizzato il credito per compensare riduzioni consistenti delle entrate ed evitare un brusco calo del tenore di vita. La quota di credito al consumo detenuta dal quartile di famiglie con i redditi più bassi ha raggiunto nel 2010 un livello storicamente elevato (27 per cento), inferiore solo a quello della precedente recessione del 1993 (29 per cento).*

*I tassi di interesse sul credito al consumo.* – I tassi di interesse bancari sulle nuove operazioni di credito al consumo (TAEG) sono aumentati di 0,8 punti percentuali nel 2011 e hanno registrato un ulteriore brusco incremento di 0,9 punti nei primi tre mesi del 2012, al 10 per cento. L'aumento, connesso con le difficoltà di raccolta degli intermediari bancari, è stato molto più ampio di quello osservato nell'area dell'euro (fig.14.5.b): il differenziale con l'area, già elevato alla fine del 2010 (1,4 punti), ha raggiunto i 2,5 punti percentuali all'inizio del 2012, il valore massimo da quando le due serie sono rilevate (gennaio 2003).

### ***La vulnerabilità delle famiglie indebitate***

Sulla base dei dati dell'IBF, si stima che nel 2011 la quota di famiglie indebitate vulnerabili, caratterizzate da un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento, sia rimasta stabile attorno al 10 per cento (2,2 per cento delle famiglie totali), il livello osservato alla fine del 2010. Anche l'incidenza sul reddito della rata del mutuo per l'acquisto di un'abitazione non risulterebbe molto diversa da quella relativa al 2010 (15,8 per cento per la famiglia mediana). Vi ha contribuito, in un anno di tassi di interesse crescenti sui nuovi contratti, l'elevata quota (70 per cento) di mutui in essere a tasso variabile indicizzato all'Euribor, il cui livello è rimasto contenuto e in calo nella parte finale dell'anno.

*Tra il 2008 e il 2010 l'incidenza sul reddito della rata del mutuo per l'acquisto di un'abitazione si è leggermente ridotta per la famiglia mediana (dal 17,1 al 15,8 per cento) grazie alla consistente riduzione dei tassi di interesse osservata nel 2009, che ha più che compensato la dinamica negativa del reddito disponibile. Vi hanno contribuito le migliori condizioni contrattuali ottenute dalle famiglie per il loro mutuo attraverso surroghe e sostituzioni, particolarmente frequenti nel biennio 2009-2010, e le iniziative di sostegno alle famiglie in difficoltà. Tra queste ultime, la moratoria promossa dall'Associazione bancaria italiana (ABI), in accordo con le principali associazioni dei consumatori, rimane quella di maggior impatto. Dalla sua attivazione (febbraio 2010) allo scorso marzo 64.000 mutuatari hanno potuto sospendere per almeno un anno il pagamento della rata. Si stima che ne possa aver beneficiato circa un quinto delle famiglie vulnerabili. La rata sospesa (quasi 7.700 euro a famiglia) rappresenta circa un quarto del reddito disponibile delle famiglie mutuatari con un reddito inferiore a quello me-*

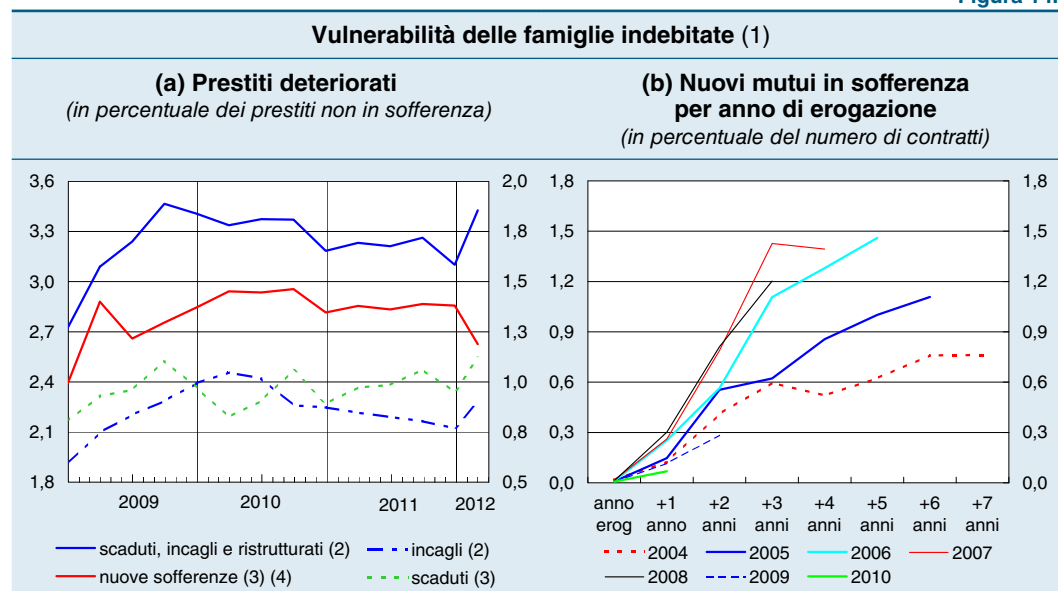


diano. In base alle evidenze tratte da alcuni gruppi bancari, poco meno di due terzi delle famiglie che prima della sospensione presentavano ritardi nei rimborsi ha ripreso a pagare regolarmente alla fine della moratoria. Dopo varie proroghe, il periodo per richiedere la moratoria terminerà il 31 luglio 2012.

Nel 2011 gli indicatori di rischiosità del credito alle famiglie hanno oscillato attorno ai livelli raggiunti alla fine del 2010, elevati rispetto a quelli precedenti la crisi. Nei primi tre mesi del 2012 la quota di prestiti su cui sono stati segnalati ritardi di pagamento (scaduti) e la percentuale di quelli su cui sono state registrate temporanee difficoltà di rimborso (incagli) sono lievemente aumentate, rispettivamente all'1,1 e al 2,3 per cento; il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti vivi è leggermente diminuito all'1,2 per cento (fig 14.6.a).

Le politiche più selettive adottate dalle banche nella concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni si sono riflesse in un calo marcato del tasso di ingresso in sofferenza dei nuovi contratti di mutuo stipulati nel 2009 e nel 2010, rispetto a quelli concessi nel triennio 2006-08 (fig. 14.6.b). Alla selezione più accurata della clientela e alle misure di sostegno alle famiglie mutuatrici può essere ricondotto anche il miglioramento del saldo negativo tra l'incidenza dei prestiti che sono transitati verso classi di rischio inferiori e quella dei finanziamenti che hanno invece registrato un passaggio verso stati di anomalia più gravi (da -2,7 punti nel 2010 a -2,3 nel 2011).

Figura 14.6



Fonte: segnalazioni di vigilanza per scaduti, incagli e ristrutturati; Centrale dei rischi per le nuove sofferenze; Centrale dei rischi, Rilevazione analitica dei tassi di interesse per i nuovi mutui in sofferenza per anno di erogazione.

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra. – (4) Dati trimestrali depurati dalla componente stagionale. Flusso di sofferenze rettificato in percentuale dei prestiti non in sofferenza rettificato alla fine del trimestre precedente, espresso su base annua.

## LE IMPRESE

### La redditività e il fabbisogno finanziario

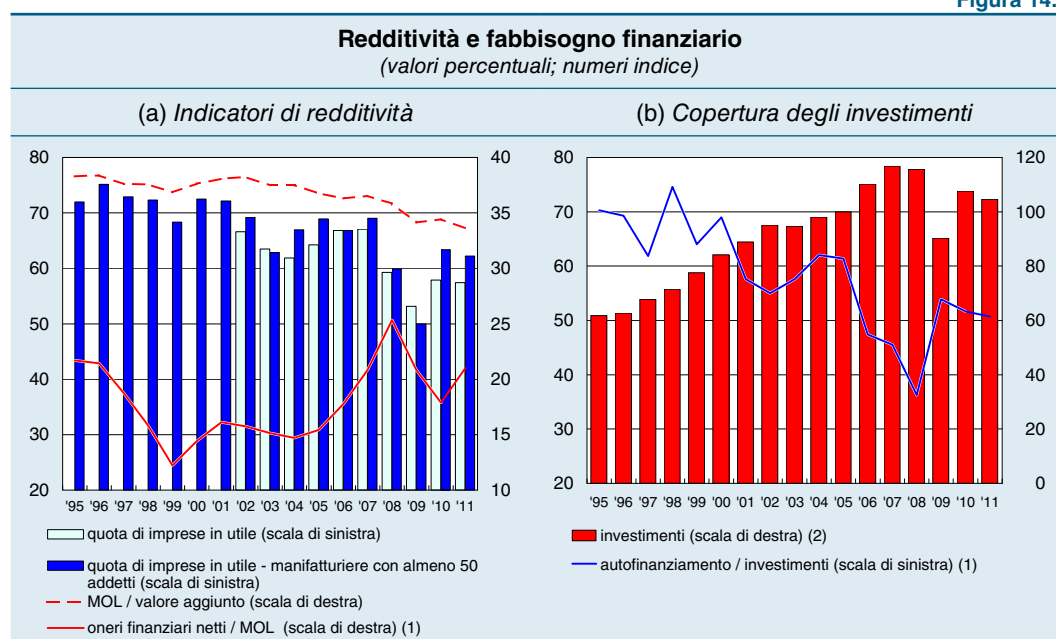
*La redditività.* – La recessione avviatasi nell'estate del 2011 ha colpito le imprese in una situazione finanziaria resa fragile dal prolungato periodo di debolezza economica: i dati di bilancio Cerved indicano che nel 2010 meno della metà delle aziende aveva recuperato il livello di fatturato pre-crisi. Il peggioramento del quadro congiunturale



ha determinato un nuovo calo della redditività: sulla base dei conti nazionali, nel 2011 il margine operativo lordo (MOL) delle imprese non finanziarie si è ridotto dell'1,1 per cento raggiungendo, in rapporto al valore aggiunto, il livello più basso dall'inizio degli anni novanta (33,6 per cento; fig. 14.7.a). La redditività ha anche risentito dell'aumento del costo del danaro: l'incidenza degli oneri finanziari netti è salita al 21,0 per cento del MOL, tre punti percentuali in più rispetto al 2010.

*Sulla base dell'indagine Invind, condotta dalla Banca d'Italia nei primi mesi dell'anno presso un campione di imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti, la percentuale di imprese in utile nel 2011 è rimasta stabile al 57 per cento, un valore più basso di circa nove punti percentuali rispetto al triennio 2005-07. Il mancato recupero è particolarmente ampio tra le imprese di minore dimensione e per quelle localizzate nelle regioni meridionali.*

Figura 14.7



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, ed elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati dei *Conti economici nazionali* del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1995-2011. – (2) Indici: 2005=100.

*La formazione del fabbisogno finanziario.* – Nel 2011 la riduzione della redditività ha comportato un lieve peggioramento della capacità delle imprese di utilizzare le risorse finanziarie interne per sostenere gli investimenti, nonostante il calo di questi ultimi (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*; fig. 14.7.b). Il fabbisogno finanziario, solo di poco superiore rispetto all'anno precedente, è stato di 33 miliardi (tav. 14.4).

Il fabbisogno di molte imprese ha continuato a risentire dei forti ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali. Sulla base dei dati Invind si stima che la durata complessiva dei crediti commerciali sia stata in media pari a 104 giorni, circa 8 in più rispetto agli anni precedenti la crisi; in presenza di una durata contrattuale pressoché invariata, l'aumento ha risentito soprattutto dell'ampliamento dei ritardi (57 giorni nel 2011). Il divario tra l'ammontare dei crediti e dei debiti commerciali, una componente rilevante delle esigenze di capitale circolante, è cresciuto durante la crisi soprattutto per le imprese del Mezzogiorno.

Tavola 14.4

<b>Attività e passività finanziarie delle imprese (1)</b> (milioni di euro e composizione percentuale)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2011	Composizione percentuale		2010	2011
		2010	2011		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi a vista	226.527	15,4	14,9	896	-5.014
Altri depositi	20.836	1,2	1,4	3.097	2.238
Titoli a breve termine	1.004	0,0	0,1	-709	422
Titoli a medio e a lungo termine	68.352	6,0	4,5	5.599	-30.169
di cui: <i>pubblici italiani</i>	35.746	3,1	2,4	15.583	-5.920
<i>di imprese italiane</i>	1.730	0,8	0,1	-10.269	-12.534
<i>di soggetti esteri</i>	15.123	1,1	1,0	-712	-1.691
Azioni e altre partecipazioni	489.581	33,0	32,3	15.065	32.029
di cui: <i>estere</i>	225.561	14,0	14,9	9.401	13.611
Quote di fondi comuni	1.665	0,1	0,1	-268	-369
Crediti commerciali	590.149	37,0	38,9	47.708	32.204
Crediti finanziari a breve termine sull'estero	33.326	2,1	2,2	-1.940	903
Altre attività finanziarie (2)	83.813	5,0	5,5	5.792	7.833
<b>Totale attività</b>	<b>1.515.254</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>75.241</b>	<b>40.078</b>
di cui: <i>sull'estero</i>	386.258	24,3	25,5	6.338	19.190
<b>PASSIVITÀ</b>					
Totale debiti finanziari	1.270.358	36,0	37,4	29.068	19.307
di cui: <i>sull'estero</i>	129.463	4,1	3,8	97	-4.454
Debiti a breve termine (3)	404.777	10,9	11,9	5.209	18.875
di cui: <i>verso banche italiane</i>	337.526	9,1	9,9	1.705	11.596
Debiti a medio e a lungo termine (4)	774.803	22,3	22,8	11.451	965
di cui: <i>verso banche italiane</i>	556.731	15,6	16,4	17.912	11.736
Titoli	90.778	2,8	2,7	12.408	-534
Azioni e altre partecipazioni	1.382.005	43,5	40,6	22.115	21.366
di cui: <i>detenute all'estero</i>	233.287	6,8	6,9	-1.462	18.242
Debiti commerciali	574.341	15,5	16,9	58.819	30.888
Altre passività finanziarie (5)	174.403	5,0	5,1	-4.369	2.009
<b>Totale passività</b>	<b>3.401.108</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>105.633</b>	<b>73.571</b>
di cui: <i>sull'estero</i>	402.015	12,0	11,8	6.523	16.918
<b>SALDO</b>	<b>-1.885.854</b>			<b>-30.392</b>	<b>-33.493</b>

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) La voce è costituita da: riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (4) Includono anche i prestiti cartolarizzati e i finanziamenti concessi dalle società di leasing. – (5) La voce è costituita da: conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

## *L'indebitamento e la struttura finanziaria*

Nel 2011 i debiti finanziari delle imprese sono aumentati di 19 miliardi (0,7 per cento); la crescita si è concentrata nei prestiti a breve termine (tav. 14.4). Dopo il forte

incremento osservato nello scorso decennio, il rapporto tra debiti finanziari e valore aggiunto è rimasto sostanzialmente invariato attorno al 180 per cento (fig. 14.8). Anche il leverage, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi ultimi e del patrimonio netto ai valori di mercato, è elevato nel confronto storico; nel 2011 è salito di quasi tre punti, al 48,0 per cento, riflettendo principalmente la riduzione del valore di mercato del patrimonio.

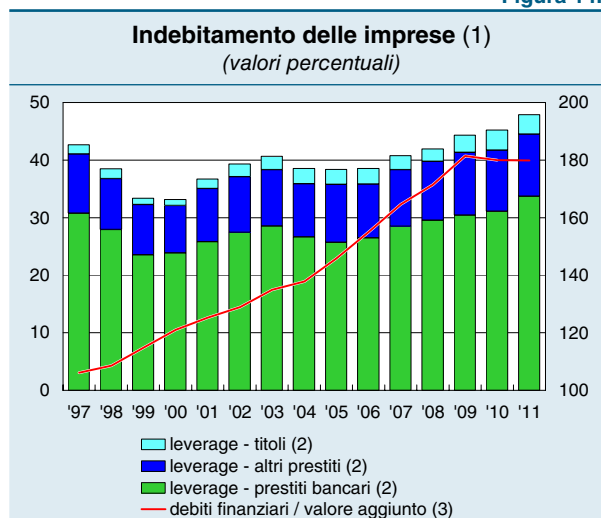
Il rapporto tra debiti finanziari e PIL in Italia è nettamente inferiore a quello registrato in Francia, in Spagna, nel Regno Unito e in Giappone; tuttavia, a causa del minore valore del patrimonio netto, il leverage è più elevato rispetto a quello della Francia e del Regno Unito (tav. 14.5). Le imprese italiane presentano un'incidenza dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari molto più elevata rispetto agli altri paesi industrializzati (70 per cento); nel corso degli ultimi anni la dipendenza dal finanziamento bancario è rimasta elevata, mentre è diminuita nell'area dell'euro e nei paesi anglosassoni a fronte di un accresciuto ricorso al mercato obbligazionario. Tra i debiti bancari la quota di quelli con scadenza originaria inferiore a dodici mesi è pari al 38 per cento, a fronte del 24 nell'area dell'euro. Livello e composizione dell'indebitamento verso il sistema creditizio hanno reso le imprese italiane particolarmente vulnerabili ai rischi di tasso e di rifinanziamento derivanti dall'inasprimento dell'offerta di prestiti bancari.

*La finanza delle microimprese.* – Le imprese con meno di dieci addetti, che in Italia rappresentano oltre il 30 per cento del valore aggiunto e circa la metà degli occupati, risultano caratterizzate da un peso dei debiti finanziari più elevato rispetto alle altre. Dall'analisi di oltre 400.000 bilanci presenti negli archivi Cerved nel 2010, il leverage era pari al 63,0 per cento, 11 punti in più rispetto alla media del campione (fig. 14.9). È maggiore anche la dispersione: sono relativamente più numerose, da un lato, le imprese che non hanno debiti finanziari (20 per cento, rispetto al 9 delle altre classi dimensionali), dall'altro quelle con un leverage superiore al 75 per cento (33 e 31 per cento).

Il peso del debito bancario tra le microimprese è più contenuto rispetto a quello delle aziende di piccola e media dimensione; la differenza dipende soprattutto dalla elevata incidenza delle società che non hanno prestiti bancari (37 per cento).

*A parità di settore di attività economica e area geografica, le microimprese prive di debiti bancari hanno un fatturato più basso e sono di più recente costituzione rispetto alle omologhe affidate dal sistema bancario. Queste caratteristiche potrebbero renderle più opache alla valutazione da parte degli intermediari.*

Figura 14.8



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Scala di sinistra. Il leverage è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. – (3) Scala di destra.

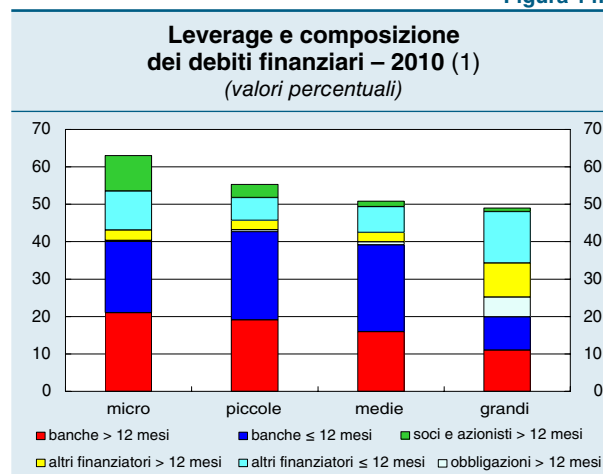
Tavola 14.5

Passività delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)									
PAESI E ANNI	Composizione percentuale delle passività				Indicatori finanziari				Per memoria: Attività finanziarie / PIL
	Titoli (2)	Prestiti	Azioni e altre partecipazioni	Debiti commerciali e altre passività (3)	Passività / PIL	Debiti finanziari / PIL	Quota di debiti bancari (4)	Leverage (5)	
<b>Italia</b>									
2007	2,1	30,8	47,6	19,4	2,29	0,75	69,5	40,9	1,03
2010	3,0	33,2	43,5	20,3	2,26	0,82	68,4	45,4	0,97
2011	2,9	34,7	40,6	21,8	2,15	0,81	70,0	48,0	0,96
<b>Francia</b>									
2007	3,7	20,1	64,3	11,8	3,95	0,94	40,0	27,1	2,71
2010	5,6	22,5	58,5	13,4	3,69	1,04	38,9	32,4	2,56
2011	6,2	23,9	55,2	14,7	3,45	1,04	39,4	35,3	2,44
<b>Germania</b>									
2007	2,5	28,3	48,0	21,2	1,92	0,59	54,4	39,1	1,28
2010	3,1	31,9	42,5	22,5	1,91	0,67	47,7	45,1	1,31
2011 (6)	3,4	35,4	38,3	22,9	1,80	0,70	44,8	50,3	1,26
<b>Spagna</b>									
2007	0,4	34,2	48,3	17,1	3,81	1,32	64,3	41,7	2,27
2010	0,6	40,9	43,1	15,4	3,39	1,41	60,5	49,1	1,99
2011	0,7	41,9	41,4	16,0	3,16	1,35	58,2	50,7	1,89
<b>Area dell'euro (7)</b>									
2007	2,4	28,9	54,2	14,5	2,94	0,92	52,8	36,7	1,81
2010	3,4	31,8	49,9	14,9	2,88	1,01	50,3	41,4	1,81
2011	3,7	33,4	47,5	15,4	2,74	1,02	49,5	43,9	1,76
<b>Regno Unito</b>									
2007	10,0	29,1	56,8	4,2	2,74	1,07	36,0	40,7	1,36
2010	9,9	30,2	55,7	4,1	2,73	1,10	33,3	41,9	1,42
2011	12,0	30,1	53,6	4,3	2,63	1,11	30,3	44,0	1,47
<b>Stati Uniti (8)</b>									
2007	9,4	15,7	57,4	17,6	3,02	0,75	38,6	30,4	1,22
2010	12,7	14,9	53,4	19,0	2,74	0,76	33,2	34,1	1,20
2011	13,6	14,9	52,9	18,6	2,66	0,76	32,0	35,0	1,22
<b>Giappone</b>									
2007	6,5	26,0	45,2	22,3	2,84	0,92	....	41,8	1,82
2010	7,7	31,9	37,4	23,1	2,48	0,98	....	51,4	1,73
2011	8,0	34,1	33,7	24,2	2,41	1,02	....	55,5	1,76

Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banque de France e INSEE (Francia); Deutsche Bundesbank (Germania); Banco de España (Spagna); Eurostat e BCE (per i paesi dell'area dell'euro); Bank of England e Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti); Bank of Japan e Cabinet Office (Giappone). (1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Comprendono gli strumenti derivati. - (3) Includono le riserve tecniche di assicurazione e i fondi pensione. - (4) Valori percentuali; quota dei prestiti delle banche residenti sul totale dei debiti finanziari. Per gli Stati Uniti sono inclusi anche i prestiti degli emittenti privati di titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS). - (5) Valori percentuali; rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. - (6) Dati riferiti al 3° trimestre. - (7) Dati riferiti all'area composta da 17 paesi. - (8) Dati riferiti al settore *nonfinancial business*.

Tra le microimprese è elevata l'incidenza dei prestiti a medio e a lungo termine concessi da soci e azionisti (15 per cento dei debiti finanziari nel 2010). La presenza di tali finanziamenti, che possono produrre un beneficio fiscale per i proprietari, tende a controbilanciare i rischi di un indebitamento elevato e a conferire una maggiore stabilità alla struttura finanziaria: per loro natura, infatti, questi debiti non comportano rilevanti rischi di rifinanziamento ed eventuali mancati rimborsi non determinano necessariamente il fallimento dell'impresa.

Figura 14.9



Fonte: Cerved.

(1) Il leverage è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto. Le microimprese sono quelle con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo inferiori a 2 milioni; per le piccole imprese i corrispondenti valori sono 50 addetti e 10 milioni; per le medie imprese 250 addetti, 50 milioni di fatturato e 43 di attivo; al di sopra di queste soglie le imprese vengono incluse tra le grandi.

*La finanza delle grandi imprese.* – I dati Cerved relativi a circa 5.000 bilanci indicano che le grandi imprese presentano un leverage più contenuto della media (fig. 14.9), ma prima della crisi hanno accresciuto il proprio indebitamento in misura più accentuata rispetto alle altre classi dimensionali (rispettivamente, di 3,0 e 1,5 punti percentuali tra il 2002 e il 2007).

Nel 2010 circa il 50 per cento dei debiti era costituito da finanziamenti diversi da prestiti bancari o obbligazioni: si tratta in larga parte di debiti intragruppo nei confronti delle società che svolgono l'attività di raccolta o gestione di fondi per tutte le affiliate. I debiti contratti direttamente con il sistema bancario rappresentavano circa il 40 per cento del totale. La struttura finanziaria delle grandi imprese riflette anche la capacità dei gruppi industriali di maggiore dimensione di accedere al finanziamento delle banche internazionali e ai mercati finanziari; nel 2010 le obbligazioni rappresentavano oltre il 10 per cento dei debiti finanziari in bilancio.

*Le imprese di maggiore dimensione sono spesso finanziate con prestiti sindacati, erogati da un pool di banche che partecipano pro quota al finanziamento. Come già accaduto nel 2008, l'approvvigionamento per il tramite di queste operazioni ha risentito nel 2011 delle tensioni degli intermediari bancari: secondo i dati di fonte Dealogic, le erogazioni lorde si sono fortemente ridotte rispetto al 2010, passando da 43 a 27 miliardi. Una quota elevata di queste risorse è stata utilizzata per sostituire altri debiti o per rifinanziare prestiti in scadenza.*

*Nel 2011 le tensioni sui mercati finanziari connesse con la crisi del debito sovrano non hanno ridotto l'accesso al mercato obbligazionario da parte delle società italiane, come avvenuto nel 2008, ma ne hanno peggiorato considerevolmente le condizioni. Secondo i dati di fonte Dealogic, le emissioni lorde di titoli sui mercati internazionali sono state pari a 19 miliardi e hanno fatto capo a nove gruppi industriali (14 miliardi e 14 emittenti nel 2010). La più elevata avversione al rischio degli investitori e la loro preferenza per titoli caratterizzati da un maggiore grado di liquidità hanno influenzato i rendimenti e la durata delle emissioni. Considerando i grandi gruppi industriali che hanno emesso titoli in via pressoché continuativa nell'ultimo decennio, nel 2011 le emissioni sono state collocate con uno spread elevato rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato dei paesi ritenuti meno rischiosi: il differenziale è stato in media di oltre 300 punti base, circa 100 in più rispetto alla media del 2010 e non lontano dal precedente picco del 2008. La durata media delle emissioni si è attestata a sei anni, circa la metà del periodo precedente la crisi finanziaria.*

## Il credito

*Quantità e tassi di interesse.* – Dalla metà del 2011 la crescita dei prestiti bancari alle imprese, al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, ha rallentato; nei primi mesi del 2012 i tassi di variazione sono divenuti negativi (-2,3 per cento nei dodici mesi terminanti in marzo; tav. 14.6). A differenza di quanto osservato in occasione della precedente fase di riduzione del credito nel 2009, la contrazione degli ultimi mesi è stata maggiore tra le piccole imprese e più omogenea tra le aree geografiche (fig. 14.10); le differenze tra settori sono rimaste ampie, con una notevole riduzione dei prestiti nel comparto delle costruzioni e un forte aumento per le imprese dell'energia.

Le anticipazioni concesse dalle società di factoring sono cresciute notevolmente (10,8 per cento nei dodici mesi terminanti a marzo 2012), a fronte dell'esigenza di smobilizzare crediti commerciali i cui tempi di pagamento si sono fortemente allungati durante la crisi.

Tavola 14.6

Credito alle imprese (1)						
<i>(dati di fine periodo; valori percentuali)</i>						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Composizione percentuale
	2008	2009	2010	2011	marzo 2012	marzo 2012
<b>Banche</b>						
<b>Branche di attività economica (2)</b>						
Industria manifatturiera	5,9	-7,8	-1,6	0,8	-3,7	20,9
Costruzioni	13,2	1,9	0,1	-2,7	-4,7	15,0
Servizi	6,7	-4,5	-0,8	2,1	-2,3	41,4
Altro	9,2	6,2	7,8	8,5	5,0	10,3
<b>Forme tecniche</b>						
Anticipi e conti correnti (3)	8,5	-19,0	-1,2	0,5	-3,3	24,2
Mutui	7,4	5,7	5,0	0,5	-0,9	41,7
Altri prestiti	5,7	3,6	-4,2	1,0	-3,8	21,7
<b>Totale</b>	<b>7,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>87,6</b>
<b>Società finanziarie (4)</b>						
Leasing	9,5	-4,0	0,7	0,4	0,4	8,7
Factoring	13,1	-14,7	4,6	15,3	10,8	3,1
Altri finanziamenti	14,1	-22,6	62,4	-9,0	-10,4	0,6
<b>Totale</b>	<b>10,5</b>	<b>-7,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>12,4</b>
<b>Banche e società finanziarie (4)</b>						
<b>Totale</b>	<b>7,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>100,0</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.  
 (1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2012 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle riclassificazioni e, a eccezione di quelle suddivise per forma tecnica, delle cartolarizzazioni. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati tratti dalla Centrale dei rischi. – (3) Fino al dicembre 2008 gli anticipi sono inclusi nella voce "Altri prestiti". – (4) I dati delle società finanziarie si riferiscono agli intermediari ex art. 107 del TUB; fino al 2008 sono tratti dalla Centrale dei rischi.

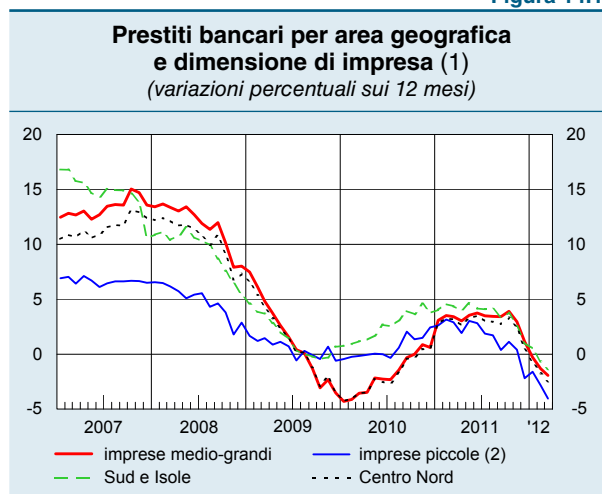
Nel 2011 si è accentuata la crescita dei tassi bancari praticati alle imprese, iniziata intorno alla metà dell'anno precedente: alla fine dell'anno i tassi medi sulle consistenze sono stati pari al 4,0 per cento, quasi un punto percentuale in più rispetto a dodici mesi prima (fig. 14.11). L'aumento, dovuto alle particolari difficoltà di provvista da parte delle banche italiane, è stato maggiore di quello osservato per la media dell'area: da luglio

i tassi sui nuovi prestiti diversi dai conti correnti sono divenuti superiori a quelli dell'area e il divario ha superato gli 80 punti base nel gennaio del 2012. In seguito, grazie al miglioramento delle condizioni di liquidità delle banche, sono emersi segnali di distensione nelle condizioni di tasso applicate alle imprese, che hanno riguardato soprattutto i nuovi prestiti di importo superiore a un milione di euro.

*Domanda e offerta di credito.* – L'indagine Invind mostra che nel secondo semestre del 2011 il saldo tra le imprese che hanno accresciuto la domanda di credito e quelle che l'hanno ridotta ha raggiunto i 17 punti percentuali (9 punti percentuali un anno prima). Le motivazioni della domanda connesse con le tensioni di liquidità delle aziende sono state più importanti rispetto alle esigenze di finanziare piani di investimento.

Le tensioni finanziarie dovute alla crisi del debito sovrano hanno d'altro canto indotto un rilevante inasprimento delle condizioni di offerta del credito da parte delle banche (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Sulla base dei dati Invind, circa il 40 per cento delle imprese ha indicato un peggioramento nell'accesso al credito nel secondo semestre del 2011, un valore doppio rispetto al corrispondente periodo del 2010. Il motivo principale del peggioramento è stato l'aumento del costo del credito, ma è anche aumentata significativamente la quota di imprese che hanno avuto difficoltà nell'ottenere i finanziamenti desiderati.

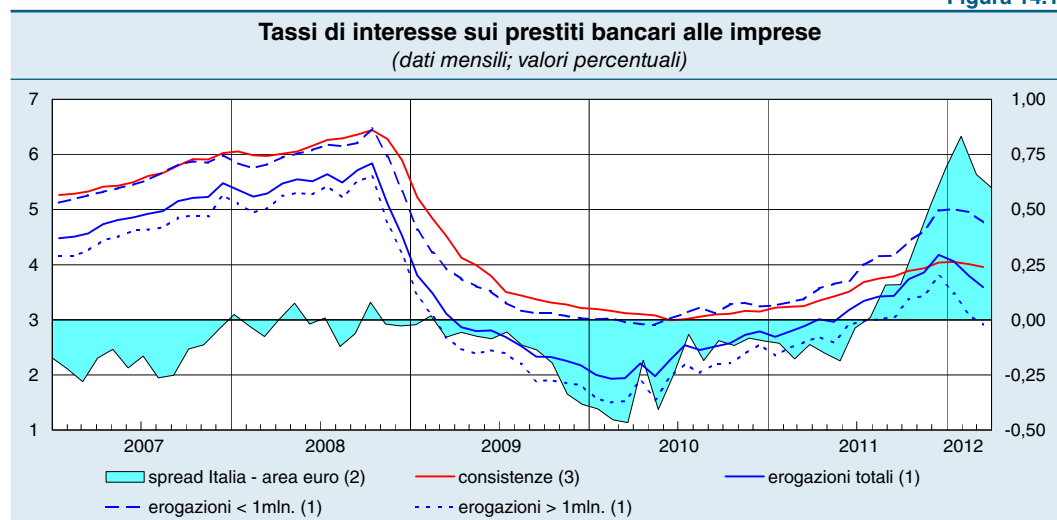
Figura 14.10



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di cartolarizzazioni e riclassificazioni. Per la definizione della serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Figura 14.11



Fonte: segnalazioni armonizzate del SEBC; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

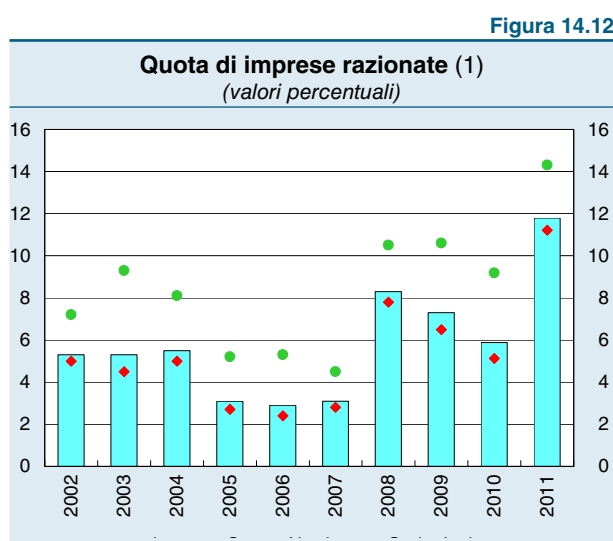
(1) Scala di sinistra; nuove operazioni diverse dai finanziamenti in conto corrente. – (2) Scala di destra; spread sui tassi applicati alle nuove operazioni diverse dai finanziamenti in conto corrente. – (3) Scala di sinistra.



Le previsioni fornite dalle imprese con riferimento al primo semestre dell'anno in corso suggeriscono che la domanda di credito sia destinata ad aumentare soprattutto per il debole andamento del reddito e per le esigenze di ristrutturazione del debito. Le aziende si attendono inoltre un peggioramento delle condizioni di accesso al credito meno marcato di quello osservato nel secondo semestre del 2011.

La decelerazione dei prestiti bancari alle imprese dalla metà del 2011 è stata più accentuata in Italia che negli altri principali paesi dell'area. I risultati della recente indagine condotta dalla Banca centrale europea sull'accesso al credito (Survey on the access to finance of SMEs in the euro area) indicano che nel nostro paese sono più elevate le percentuali di imprese con un aumento del fabbisogno di finanziamenti esterni e con un peggioramento nella loro disponibilità. Ne deriva un'incidenza delle imprese che non sono riuscite a ottenere i finanziamenti richiesti di oltre quattro punti percentuali più elevata rispetto alla media dell'area.

*Il razionamento del credito durante la crisi.* – Sulla base di dati Invind, nel 2011 la quota di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto l'intero ammontare del credito richiesto è raddoppiata all'11,8 per cento, un valore elevato rispetto al passato (fig. 14.12) e pari a oltre un terzo delle imprese che hanno chiesto credito. L'aumento è stato contenuto solo tra le imprese con oltre 250 addetti. Sono risultate più numerose rispetto al 2010 anche le aziende che hanno ricevuto richieste di rimborso anticipato dei prestiti (8,8 per cento) e quelle che, pur desiderando maggiori finanziamenti, non hanno avviato contatti con le banche per la convinzione di vedersi respingere la richiesta (1,5 per cento).



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto l'intero ammontare del credito richiesto. Prima del 2010 le domande sulle difficoltà di accesso al credito erano riferite al periodo della rilevazione; dal 2010 i dati sono riferiti all'intero anno.

Dal 2008 le difficoltà di accesso al credito sono cresciute soprattutto tra le aziende manifatturiere e tra quelle localizzate nelle regioni meridionali. Le condizioni economiche e finanziarie dell'impresa sono rimaste un fattore determinante nella capacità di accesso al credito: l'incidenza del razionamento è rimasta prossima allo zero per le società con i bilanci più equilibrati in base al punteggio *z-score* attribuito dalla Cerved e ha superato il 15 per cento tra le imprese più rischiose.

*Il forte incremento del razionamento non sembra, tuttavia, riconducibile al peggioramento della qualità media dei bilanci aziendali. I risultati di un'analisi shift-share indicano che l'incremento della quota di imprese razionate tra il periodo 2005-07 e il successivo triennio, pari a quattro punti percentuali, è interamente ascrivibile alla variazione all'interno delle singole classi di rischio, mentre è nullo il contributo derivante dai cambiamenti nella distribuzione delle imprese tra le diverse classi.*

*Stime econometriche hanno confermato che la presenza di condizioni finanziarie fragili si associa a una probabilità di razionamento molto più elevata della media, sia prima sia durante la crisi. Invece, altri indicatori verosimilmente correlati alle prospettive di crescita delle imprese (variazioni del fatturato e degli investimenti, valore aggiunto per addetto, propensione all'export) non sembrano aver influenzato significativamente l'accesso al credito delle aziende durante la crisi, pur risultando negativamente correlati alla probabilità di razionamento negli anni immediatamente precedenti. Durante*

*la crisi la presenza di relazioni bancarie più strette ha comunque agevolato l'accesso al credito delle imprese, favorendo in particolare quelle caratterizzate da migliori prospettive di crescita. Tale risultato è coerente con l'ipotesi che le banche più coinvolte nel finanziamento delle imprese detengano migliori informazioni e abbiano maggiori incentivi a utilizzarle nella selezione della clientela.*

*Gli interventi a sostegno dell'accesso al credito.* – Durante la crisi sono state promosse numerose iniziative mirate a sostenere le condizioni finanziarie delle imprese e a favorirne l'accesso al credito. Il recente peggioramento della congiuntura e delle condizioni di offerta dei prestiti bancari ha indotto il Governo e le associazioni di categoria a rinnovare o rafforzare alcuni di questi strumenti.

Il Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese, attivo dal 2000, ha assunto un ruolo rilevante nell'agevolare l'accesso al credito durante la crisi. Il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, cosiddetto "salva Italia", ne ha incrementato la dotazione di 400 milioni annui dal 2012 al 2014. Nel 2011 il Fondo ha concesso garanzie per 4,4 miliardi attivando 8,4 miliardi di finanziamenti, in calo rispetto al 2010. Il rallentamento, proseguito anche nei primi mesi del 2012, ha riflesso sia la dinamica del credito bancario sia il peggioramento della qualità media delle imprese affidate, che potrebbe aver impedito alle banche di richiedere la garanzia del Fondo.

Nel febbraio scorso l'ABI e le associazioni di categoria delle imprese hanno sottoscritto un'intesa (Nuove misure per il credito alle PMI) finalizzata alla sospensione dei pagamenti da parte di talune imprese. L'accesso alla misura, che ricalca in larga parte l'Avviso comune varato nel 2009, è riservato alle imprese con adeguate prospettive economiche, prive di gravi anomalie nel rimborso dei debiti: rispetto al precedente intervento, i requisiti di ammissibilità appaiono più restrittivi, in particolare per le imprese che già presentino temporanee tensioni di liquidità.

*L'Avviso comune prevedeva la sospensione per dodici mesi dei rimborsi della quota di capitale relativa ad alcune forme di debito delle piccole e medie imprese. Nei due anni successivi al suo avvio sono state accolte oltre 225.000 domande per un valore complessivo di prestiti superiore a 65 miliardi, per circa tre quarti rappresentati da mutui; si stima che l'accordo abbia determinato una sospensione di rimborsi pari a circa 15 miliardi. Un'analisi condotta sulle singole sospensioni di pagamento concesse da alcuni intermediari, anche non direttamente riconducibili all'Avviso comune, mostra che le operazioni si sono rivelate efficaci nel mitigare le tensioni di liquidità delle aziende: circa il 60 per cento dei prestiti con ritardi di pagamento all'avvio dell'operazione è tornato regolare dopo l'applicazione della misura. Tale quota risulta significativamente più elevata tra le aziende che all'avvio della sospensione presentavano condizioni finanziarie più solide (85 per cento) rispetto a quelle più rischiose (35 per cento).*

### ***Fragilità finanziaria e difficoltà di rimborso dei debiti***

La crisi degli ultimi anni ha reso fragili le condizioni di bilancio delle imprese, che nel 2011 sono notevolmente peggiorate pur in presenza di una dinamica congiunturale meno negativa di quella a cavallo tra il 2008 e il 2009. Il rapporto tra oneri finanziari e MOL, un indicatore comunemente utilizzato per giudicare la capacità delle imprese di rimborsare il debito, è rimasto su valori elevati rispetto al periodo pre-crisi (cfr. fig. 14.7), nonostante un costo del debito oggi molto più basso.

*Sulla base di stime coerenti con le previsioni delle principali variabili macroeconomiche, dell'andamento del debito bancario e del suo costo, nel 2012 l'incidenza degli oneri finanziari netti sul MOL aumenterebbe ulteriormente di oltre due punti percentuali, rimanendo comunque inferiore rispetto al*

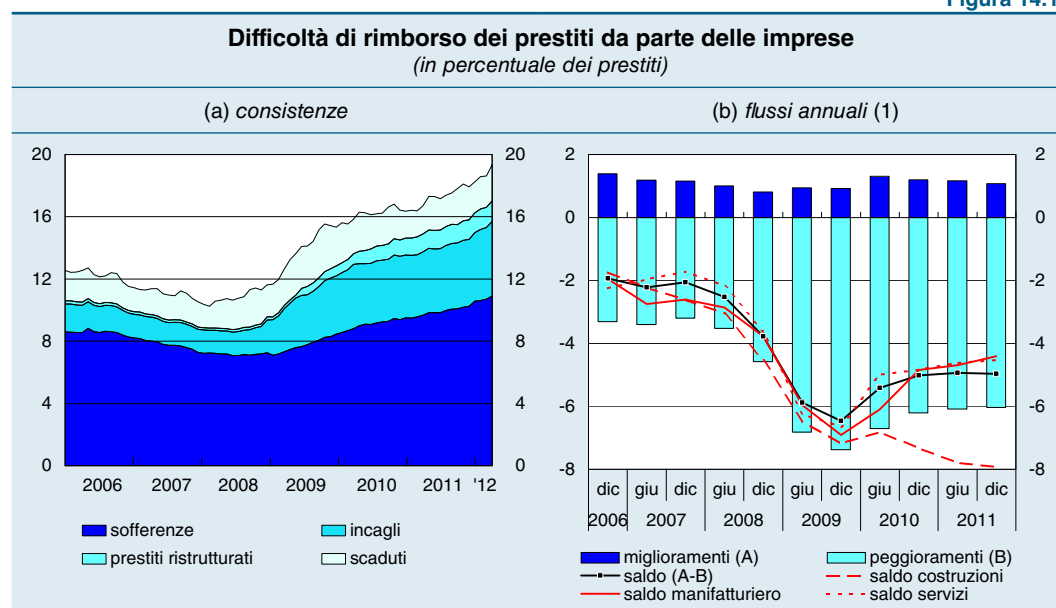
precedente picco toccato nel 2008. Salirebbe di due punti percentuali, al 33 per cento, anche l'incidenza delle imprese con un peso degli oneri finanziari sul MOL superiore al 50 per cento, una soglia oltre la quale si riducono notevolmente l'intensità dell'accumulazione del capitale, la redditività e la capacità di finanziare gli investimenti con risorse generate all'interno dell'azienda. L'aumento del numero di queste imprese sarebbe più elevato nel Nord Est, tra le imprese di piccola dimensione e nei comparti della manifattura e dell'edilizia.

L'accresciuta fragilità finanziaria delle imprese si è riflessa nei ritardi di pagamento sui crediti commerciali, nella crescita ancora sostenuta dei fallimenti (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*) e nelle difficoltà di rimborso dei debiti bancari.

I prestiti su cui gli intermediari finanziari rilevano anomalie nei rimborsi da parte delle imprese sono giunti nello scorso marzo al 19,3 per cento del totale (fig. 14.13.a). Nel primo trimestre del 2012 il flusso annualizzato di nuove sofferenze ha raggiunto, in rapporto ai prestiti vivi, il livello più elevato dall'inizio della crisi (2,9 per cento; cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

Un indice delle difficoltà finanziarie delle imprese, basato sulle transizioni dei prestiti tra le diverse classi di anomalia nei rimborsi, mostra come anche nel 2011 abbiano prevalso i passaggi verso le classi peggiori (fig. 14.13.b). Il saldo tra i prestiti in miglioramento e quelli in peggioramento (-5,0 punti percentuali) è stato più negativo tra le imprese del settore delle costruzioni e nelle regioni del Mezzogiorno (rispettivamente, -7,9 e -6,3 punti percentuali).

Figura 14.13



## Il capitale di rischio

Nel 2011 l'incremento del patrimonio netto delle imprese è stato pari a 21 miliardi, in linea con l'anno precedente (cfr. tav. 14.4). Le operazioni di nuova quotazione sono state sei (otto nel 2010), concentrate nei mercati di borsa dedicati alle piccole e medie imprese.

Secondo i dati diffusi dall'Aifi, nel 2011 gli investimenti in capitale di rischio effettuati dalle società di private equity e di venture capital hanno superato i 3,6 miliardi, un valore elevato rispetto al precedente biennio. La maggior parte delle risorse continua a essere impiegata in operazioni di leveraged buy-out (63 per cento) e destinata a imprese con oltre 250 addetti (70 per cento). Le operazioni che potrebbero avere un maggiore impatto sulla crescita rappresentano una quota molto contenuta degli investimenti, anche nel confronto internazionale: i finanziamenti diretti ai settori ad alta tecnologia sono stati pari all'8 per cento del totale, poco superiori al 2 per cento quelli indirizzati a imprese nelle fasi iniziali di attività (*seed* o *start-up*). I dati della European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) riferiti alla media del periodo 2008-2010 indicano che per queste due tipologie di investimenti la quota in Italia è più bassa, rispettivamente, di circa cinque e quattro punti percentuali rispetto alla media europea.

Il finanziamento di imprese ad alta tecnologia e con elevate potenzialità di crescita è un'attività praticata, su scala più contenuta, anche da investitori privati denominati *business angels*; si tratta in larga parte di imprenditori, liberi professionisti o dirigenti aziendali ancora in attività che, attraverso la sottoscrizione di una quota minoritaria del capitale, affiancano i soci fondatori nella fase di avvio di un'impresa.

*Sulla base dell'indagine condotta annualmente dall'Italian Business Angel Network (IBAN), i business angels contattati hanno dichiarato di aver investito nel 2011 circa 35 milioni in oltre 150 operazioni, un numero superiore a quello realizzato nel comparto di seed e start-up dalle società di venture capital; rispetto a queste ultime, tuttavia, l'importo medio degli investimenti (circa 230.000 euro) è pari a meno di un terzo. L'indagine indica che una quota elevata degli investimenti (76 per cento nel 2011) viene effettuata congiuntamente da più business angels con l'obiettivo di diversificare il rischio. In queste operazioni il livello di coinvolgimento degli investitori nell'attività dell'impresa resta elevato solo per il "capofila"; il contributo principale alle imprese partecipate viene fornito soprattutto nella definizione delle strategie aziendali.*

Dalla fine del 2010 l'offerta di capitale di rischio per le imprese italiane si è arricchita grazie alla presenza del Fondo italiano di investimento, provvisto di una dotazione di 1,2 miliardi e finalizzato a favorire il rafforzamento patrimoniale e i processi di aggregazione tra le imprese con fatturato compreso tra 10 e 250 milioni. Fino ad aprile del 2012 il Fondo ha deliberato 22 investimenti diretti per circa 225 milioni e 12 investimenti indiretti in fondi di capitale di rischio, per circa 245 milioni. Con l'obiettivo di rafforzare il segmento di mercato che appare meno sviluppato nel confronto internazionale, è stata di recente proposta la destinazione di circa 50 milioni in favore di fondi specializzati nell'investimento in imprese di minore dimensione o di recente costituzione.

## 15. I MERCATI FINANZIARI

Le tensioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno assunto natura sistemica dall'estate del 2011; hanno investito anche i titoli di Stato italiani. Il contagio è stato favorito dai segnali di rallentamento della crescita globale, dall'incertezza circa l'evolversi della crisi del debito pubblico in Grecia e Portogallo nonché dai dubbi sull'adeguatezza delle misure adottate dalle autorità, a livello nazionale e comunitario. È stato accentuato nel nostro paese dalla preoccupazione degli investitori per l'alto debito pubblico e per la perdurante bassa crescita; le agenzie di rating hanno declassato in più occasioni i titoli pubblici dell'Italia.

Sul mercato dei titoli di Stato italiani la liquidità si è ridotta considerevolmente; gli investitori non residenti hanno effettuato ingenti vendite di titoli, che hanno trovato contropartita negli acquisti operati da residenti (soprattutto dalle famiglie). I differenziali di interesse tra titoli italiani e tedeschi hanno raggiunto i livelli massimi dall'introduzione dell'euro, superando in novembre i 550 punti base sulla scadenza decennale. Nonostante le eccezionali tensioni sui mercati, il Tesoro italiano è stato sempre in grado di collocare i titoli necessari a finanziare i rimborsi e il fabbisogno, mantenendo nel contempo elevata la vita media residua del debito.

Lo stretto legame che nelle economie avanzate intercorre tra l'emittente sovrano e gli intermediari finanziari ha influito sulla situazione delle banche italiane: i loro corsi azionari hanno segnato forti cali; i premi per il rischio sulle obbligazioni bancarie sono saliti in misura significativa; il ricorso ai mercati della raccolta all'ingrosso si è fortemente contratto.

I titoli delle principali società non finanziarie italiane hanno risentito in misura minore delle tensioni sul debito sovrano, ma hanno comunque subito un aumento dei premi per il rischio, sia sul mercato obbligazionario sia su quello azionario.

A partire dallo scorso dicembre le condizioni dei mercati finanziari italiani hanno registrato un netto miglioramento, in seguito alle misure di sostegno alla liquidità adottate dall'Eurosistema, alle manovre di correzione dei conti pubblici realizzate dal Governo e ai progressi conseguiti nelle sedi della cooperazione europea.

Dalla seconda metà di marzo i differenziali di interesse dell'Italia con la Germania sono tornati ad aumentare. Vi ha contribuito il riemergere di timori sulla coesione dell'area dell'euro, indotti da un deterioramento delle previsioni sui conti pubblici in Spagna, dal permanere della debole congiuntura nell'area e dal risultato delle elezioni in Grecia.

### *I titoli pubblici*

*L'offerta e la domanda di titoli.* – Nel 2011 le emissioni nette di titoli pubblici italiani si sono ridotte (a 46 miliardi), grazie anche all'utilizzo delle disponibilità liquide

del Tesoro. Alla fine del 2011 la consistenza di titoli pubblici in rapporto al PIL era pari al 101,6 per cento (era il 99,8 l'anno precedente); il totale del debito pubblico in rapporto al PIL si attestava al 120,1 per cento (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

Pur in presenza di eccezionali tensioni sui mercati, il Tesoro italiano è stato costantemente in grado di collocare i titoli necessari a far fronte all'ingente volume di rimborsi e al finanziamento del fabbisogno, evitando nel contempo un eccessivo accorciamento della vita media del debito che avrebbe reso il mercato dei titoli italiani più esposto a crisi di liquidità. L'attività di emissione è divenuta più agevole a partire dallo scorso gennaio. Il rapporto tra le quantità richieste e quelle offerte (*cover ratio*) si è mantenuto per tutte le aste elevato, ben superiore all'unità; per i BTP decennali, tra ottobre e aprile è stato in media superiore a 1,4.

La vita media residua dei titoli di Stato resta elevata; nell'anno è diminuita solo lievemente (di tre mesi, a sei anni e dieci mesi). La durata finanziaria media si è ridotta in misura maggiore (di sette mesi, a quattro anni e cinque mesi), risentendo però anche dell'effetto del rialzo dei tassi di interesse. I BOT sono tornati a registrare emissioni nette positive (per 2 miliardi, a fronte di rimborsi netti per 10 miliardi nel 2010), mentre per i BTP le emissioni nette sono scese da 89 a 70 miliardi e per i CCT, i CTZ e i Prestiti della Repubblica si sono avuti rimborsi netti (per 14, 7 e 4 miliardi, rispettivamente, a fronte di rimborsi netti per 7 miliardi ed emissioni nette per 6 e 2 miliardi nel 2010). Nel comparto dei BTP, le emissioni nette sono lievemente salite per i titoli a dieci anni (da 29 a 30 miliardi), mentre si sono ridotte sulle scadenze più brevi e su quelle più lunghe (da 20 a 10 e da 38 a 16 miliardi, rispettivamente); sono aumentati i collocamenti netti di BTP indicizzati ai prezzi al consumo nell'area dell'euro (da 1 a 13 miliardi).

*Nel marzo del 2012 è stato emesso per la prima volta un titolo di Stato con durata quadriennale destinato ai piccoli investitori e denominato "BTP Italia". Esso offre una copertura contro il rischio di inflazione in Italia attraverso un meccanismo di indicizzazione semestrale del capitale legato all'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati al netto dei tabacchi. Per coloro che detengono il titolo dalla sottoscrizione alla scadenza è previsto un "premio fedeltà" dello 0,4 per cento lordo. Il collocamento del primo BTP Italia è avvenuto sulla piattaforma elettronica MOT di Borsa Italiana durante quattro giorni di mercato aperto e gli investitori privati hanno potuto sottoscriverlo mediante l'home banking senza pagamento di commissioni, oltre che attraverso i canali tradizionali. L'importo minimo sottoscrivibile è stato di 1.000 euro. Il collocamento ha raccolto oltre 130.000 richieste, per un valore di 7,3 miliardi di euro.*

Dall'estate l'aumento delle tensioni ha determinato forti cessioni nette di titoli di Stato da parte degli investitori esteri (pari a 73 miliardi nel complesso dell'anno), concentrate nei comparti dei BTP e dei BOT; la quota di titoli pubblici detenuta dall'estero è diminuita di sette punti percentuali (al 46 per cento, il livello più basso dal 2005). Consistenti investimenti netti nei BTP sono stati effettuati da famiglie, assicurazioni e banche italiane (per 39, 28 e 20 miliardi, rispettivamente). I BOT sono stati acquistati prevalentemente dalle famiglie e dalle banche (per 14 e 7 miliardi, rispettivamente). I fondi comuni italiani hanno invece ceduto titoli di Stato (per 19 miliardi) a causa dei cospicui riscatti di quote.

*Se si tiene conto anche dei titoli di Stato italiani detenuti da gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riconducibili a risparmiatori italiani (cfr. Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2, 2011), la quota di titoli pubblici italiani che fa capo a investitori esteri era pari alla fine del 2011 al 40 per cento, in calo di sette punti percentuali rispetto a un anno prima.*



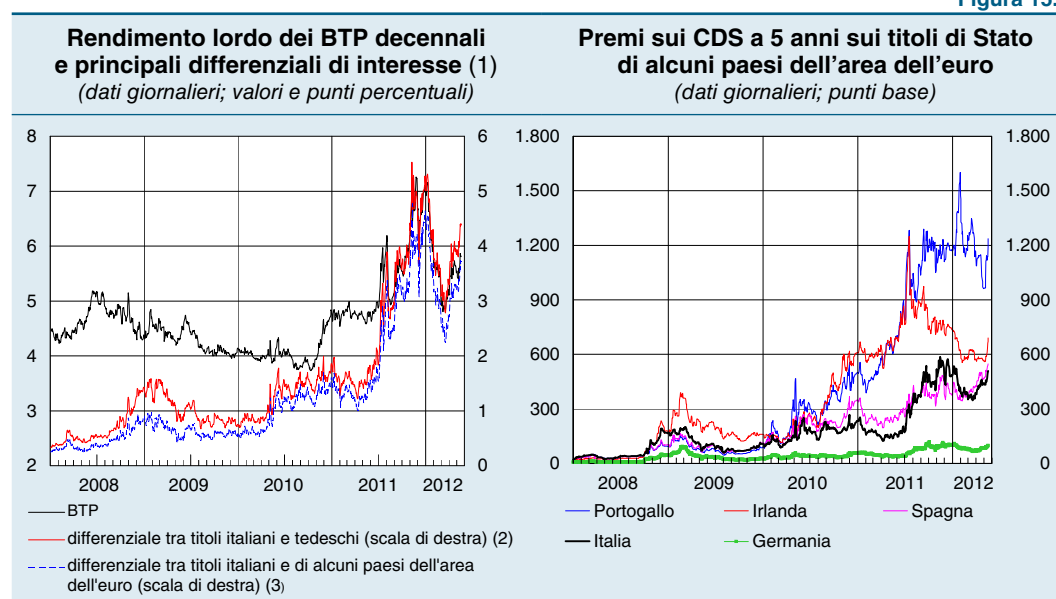
Dati della Banca dei regolamenti internazionali relativi ai sistemi bancari di 24 paesi indicano che, dopo un lieve aumento nel primo semestre del 2011, l'esposizione delle banche straniere al settore pubblico italiano è scesa nella seconda parte dell'anno di 65 miliardi di euro (a 135 miliardi), risentendo anche della riduzione dei corsi dei titoli pubblici italiani. La maggior parte del calo è ascrivibile a banche europee (52 miliardi), in particolare francesi, inglesi e belghe (23, 6 e 6 miliardi, rispettivamente), e a banche giapponesi (6 miliardi); le banche statunitensi hanno ridotto l'esposizione in misura più contenuta (2 miliardi).

La quota di titoli di Stato detenuta da residenti in rapporto alle attività finanziarie complessive, pur in aumento, resta ancora al di sotto dei valori massimi registrati in passato: essa è salita al 6,9 per cento alla fine del 2011 (dal 6,4 di un anno prima), ma era del 13,2 per cento a marzo del 1999. Per le banche, in particolare, l'incidenza dei titoli di Stato italiani sul totale delle attività finanziarie si è ridotta di quasi i due terzi tra marzo del 1999 e la fine del 2011, passando dal 14,2 al 5,0 per cento. Ciò segnala un potenziale ampio margine di incremento degli acquisti di titoli di Stato italiani da parte degli investitori residenti.

Nei primi due mesi del 2012 gli operatori esteri hanno continuato a effettuare vendite nette di titoli di Stato italiani a medio e a lungo termine, in parte compensate da acquisti netti di titoli a breve. Nel primo trimestre del 2012 vi sono stati consistenti acquisti netti da parte delle banche italiane (per 70 miliardi).

*I tassi di interesse.* – Dall'estate del 2011 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani sono aumentati rapidamente, raggiungendo livelli assai elevati, i massimi dall'avvio dell'Unione monetaria; sulla scadenza decennale, nell'arco dell'anno essi sono saliti di 2,3 punti percentuali, fino al 7,1 per cento, per poi ridiscendere al 5,8 per cento alla fine della seconda decade di maggio (fig. 15.1).

Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il rendimento del BTP e quello del corrispondente titolo Bund. – (3) Differenziale tra il rendimento del BTP e la media semplice dei corrispondenti titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro che alla fine del 2010 avevano merito di credito AAA da parte delle principali agenzie di rating (Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi).

Il rialzo dei tassi di interesse sui titoli di Stato italiani ha riflesso il forte aumento dei premi per il rischio. Nel 2011 il differenziale di interesse tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente Bund tedesco si è ampliato di oltre 3,4 punti percentuali, raggiungendo in novembre i valori massimi dall'avvio dell'euro e attestandosi alla fine dell'anno



a 5,3 punti; esso è in seguito ridisceso, pur tra ampie oscillazioni, e alla fine della seconda decade di maggio era pari a 4,4 punti. I premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni sui titoli di Stato italiani hanno seguito andamenti analoghi (fig. 15.1).

Le tensioni finanziarie si sono tradotte in una brusca riduzione delle transazioni e della liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani. Tra giugno e dicembre il volume delle contrattazioni medie giornaliere sull'MTS si è ridotto di circa il 70 per cento; i differenziali denaro-lettera sul mercato dei BTP sono aumentati in media di quasi 100 punti base (a circa 120 punti; cfr. il paragrafo del capitolo 20: *I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato*). In Italia, così come in altri paesi dell'area dell'euro, la ridotta funzionalità del mercato dei titoli di Stato può avere contribuito ad allontanare alcuni investitori, aggravando le tensioni. Dallo scorso gennaio, soprattutto dopo le operazioni di rifinanziamento a tre anni dell'Eurosistema, le condizioni del mercato secondario sono migliorate in misura sensibile, pur senza tornare ai livelli precedenti l'estate.

Il marcato aumento del compenso richiesto dagli investitori per l'acquisto di titoli di Stato italiani ha riflesso fattori sistemici: l'estensione delle tensioni finanziarie ai mercati dei titoli sovrani dell'area dell'euro è stata indotta dai segnali di rallentamento della crescita globale che si sono diffusi nell'estate, dai timori delle sue ripercussioni sui conti pubblici e sulle condizioni del sistema bancario di diversi paesi dell'area dell'euro, nonché dai dubbi sulla adeguatezza dei meccanismi di risposta delle autorità comunitarie. Vi hanno contribuito però due vulnerabilità specifiche dell'Italia: il livello elevato del debito pubblico e le prospettive di crescita dell'economia particolarmente deboli. Questi fattori hanno anche indotto le maggiori agenzie di rating a declassare i titoli di Stato italiani tra settembre del 2011 e febbraio del 2012. Le aspettative negative hanno determinato un'ulteriore ricomposizione dei portafogli degli operatori verso i titoli dei paesi a cui le agenzie di rating riconoscono il più alto grado di affidabilità creditizia.

*L'analisi statistica del differenziale di interesse a dieci anni dell'Italia con la Germania mostra che il rialzo dello spread ha preso avvio nel giugno del 2011, successivamente al diffondersi di voci sulla decisione delle autorità dell'Unione europea di coinvolgere i creditori privati nella risoluzione della crisi greca (il cosiddetto Private Sector Involvement, PSI) e si è intensificato in concomitanza con notizie negative circa l'andamento delle crisi in Grecia e in Portogallo e con alcuni vertici delle autorità comunitarie nel secondo semestre dell'anno, in cui sono state adottate misure giudicate insufficienti dagli operatori dei mercati finanziari. In novembre hanno contribuito le tensioni politiche italiane, in presenza di una perdurante instabilità del quadro internazionale. I principali episodi di riduzione del differenziale si sono verificati in agosto, dopo il riavvio del Securities Markets Programme da parte della BCE (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune), e a partire da dicembre, in seguito al graduale delinearsi del piano di consolidamento fiscale del nuovo Governo italiano e all'ulteriore ampliamento dell'offerta di liquidità da parte dell'Eurosistema. Nei primi tre mesi del 2012 alla discesa dello spread ha contribuito anche la conclusione del PSI greco. Dalla terza decade di marzo il differenziale di interesse dell'Italia è stato di nuovo sospinto verso l'alto da rinnovate tensioni sul mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro, legate a incertezze circa la dinamica dei conti pubblici in Spagna, al permanere della debole congiuntura nell'area dell'euro e al risultato delle elezioni in Grecia.*

### ***Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche***

*Le emissioni.* – Nel complesso del 2011 le emissioni nette di obbligazioni delle società italiane sono state positive (61 miliardi, interamente riconducibili alle banche; tav. 15.1).

Le altre società finanziarie e le società non finanziarie hanno effettuato modesti rimborsi netti.

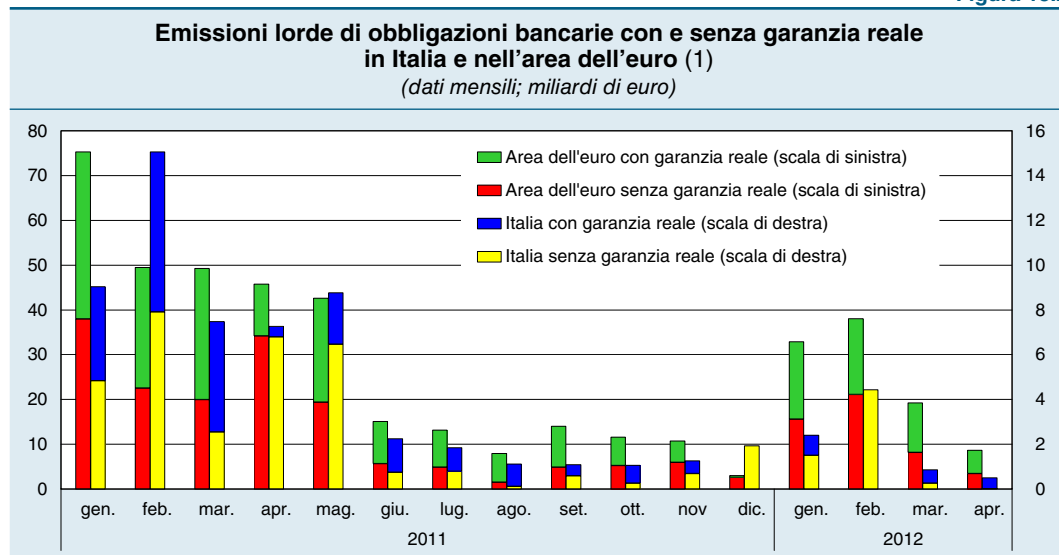
Tavola 15.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2011
Banche	79.081	-11.800	66.330	819.601	807.045	873.618	55
Altre società finanziarie	44.337	-36.458	-4.376	279.767	243.371	239.050	15
Società non finanziarie	14.544	12.408	-534	77.121	89.776	89.487	6
Totale	137.962	-35.850	61.420	1.176.489	1.140.192	1.202.155	76
<i>Per memoria:</i>							
Mercato internazionale (3)	73.531	15.339	28.574	641.810	657.794	687.041	43

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Salvo diversa indicazione, sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Elaborazioni su dati BRI. Sono incluse anche le *medium term notes* con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.

L'andamento delle emissioni di obbligazioni bancarie è stato assai differenziato nell'arco dell'anno. Fino a maggio gli intermediari italiani hanno fatto un ampio ricorso al mercato. Da giugno, tuttavia, le emissioni si sono bruscamente contratte (se si escludono le obbligazioni provviste di garanzia pubblica), riflettendo l'estendersi delle tensioni finanziarie a tutti i mercati della provvista all'ingrosso (fig. 15.2).

Figura 15.2



Fonte: Dealogic.

(1) Obbligazioni emesse da banche private classificate sulla base della residenza e del settore della capogruppo. Sono esclusi i *private placement*, le obbligazioni garantite dallo Stato, quelle ritenute in bilancio (*retained*) e quelle in cui l'emittente è anche il coordinatore del prestito sindacato (*self-funded*).

Dopo il virtuale arresto dell'attività nella seconda metà del 2011, nei primi mesi di quest'anno sono emersi segnali positivi sul ripristino dell'accesso al mercato obbligazionario internazionale da parte delle banche italiane. Tre banche hanno effettuato quattro emissioni senza collaterale o garanzia pubblica di importo superiore al miliardo di euro (per complessivi 5,3 miliardi) su scadenze fino a cinque anni. I segnali positivi di ripresa delle emissioni si sono tuttavia affievoliti con il riaccendersi

*delle tensioni sul debito sovrano. Nel complesso del primo quadrimestre del 2012 le emissioni lorde sul mercato internazionale sono state pari a 10 miliardi, costituite per circa un quarto da titoli provvisti di collaterale o garantiti dallo Stato.*

Nel 2011 le emissioni lorde di obbligazioni da parte delle società non finanziarie italiane sono state pari a 7 miliardi, leggermente inferiori ai rimborsi. Tale andamento è verosimilmente ascrivibile sia all'aumento del costo di finanziamento sia alla debolezza dell'attività di accumulazione di capitale. I nuovi collocamenti sono risultati molto concentrati, essendo per oltre quattro quinti riconducibili a sole quattro società (Eni, Pirelli, Telecom Italia e Terna). Nel primo trimestre del 2012, grazie alle migliorate condizioni sui mercati finanziari, si sono avute emissioni nette per 4 miliardi di euro. Secondo dati di fonte Dealogic, nel 2011 i collocamenti lordi sul mercato internazionale da parte di emittenti riconducibili a gruppi non finanziari italiani sono stati elevati (19 miliardi, contro 14 nel 2010), segnalando la capacità delle maggiori imprese italiane di mantenere l'accesso al mercato, sebbene a costi più elevati; nel primo quadrimestre del 2012 le emissioni lorde sono ulteriormente aumentate, a 6 miliardi.

*Nel comparto europeo dei titoli ad alto rendimento (high yield), le emissioni lorde sono rimaste sui livelli relativamente elevati dell'anno precedente (52 miliardi nel 2011 e 26 nel primo quadrimestre del 2012), continuando a beneficiare della ricerca di rendimenti più elevati da parte degli investitori e dei bassi tassi di insolvenza degli emittenti. Quasi l'80 per cento dei collocamenti è stato effettuato da società non finanziarie; le quote più alte sono relative a emittenti con sede nel Regno Unito, Italia, Francia e Germania (rispettivamente il 20, 14, 13 e 12 per cento). Le emissioni italiane sono tutte riconducibili a emittenti appartenenti al gruppo Fiat.*

I collocamenti netti complessivi di titoli garantiti da attività patrimoniali (titoli emessi da società veicolo e covered bond) da parte di emittenti italiani hanno registrato un forte incremento (34 miliardi, contro rimborsi netti per 23 miliardi nel 2010), riflettendo soprattutto la scarsa convenienza delle banche a finanziarsi sul mercato internazionale attraverso obbligazioni non garantite e la possibilità di usare strumenti cartolarizzati come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. In particolare, le emissioni nette di covered bond sono aumentate da 11 a 38 miliardi e sono rimaste sostenute anche nel primo quadrimestre del 2012 (7 miliardi).

*Sulla base delle statistiche dello European Securitisation Forum, la quota italiana delle cartolarizzazioni effettuate in Europa nel 2011 (misurata sulla base della provenienza geografica del collaterale utilizzato) è fortemente aumentata (dal 4 al 12 per cento). Secondo dati di fonte Dealogic, le emissioni lorde di covered bond da parte di società riconducibili a gruppi dell'Europa occidentale sono aumentate da 255 a 296 miliardi di euro; la quota italiana è più che raddoppiata, dal 7 al 16 per cento.*

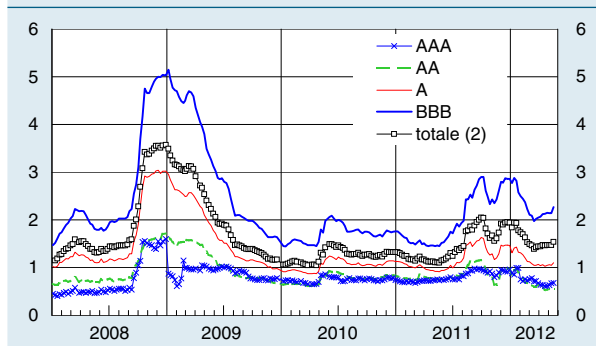
Le tensioni finanziarie della seconda metà del 2011 si sono ripercosse sulle emissioni lorde di carta commerciale e certificati di deposito da parte di società italiane, che si sono ridotte in misura marcata (da circa 200 miliardi nel 2010 a 130 nel 2011). Il calo è stato particolarmente forte per le banche, la cui quota sui nuovi collocamenti è scesa dal 61 al 53 per cento.

*Nel 2011 la quota italiana dei collocamenti lordi di carta commerciale e certificati di deposito effettuati nell'Europa occidentale è scesa di tre punti percentuali, al 7 per cento. Per le operazioni di emittenti italiani, la quota dei collocamenti con scadenza inferiore a 60 giorni è salita dal 53 al 63 per cento, mentre si è dimezzata quella dei collocamenti in dollari, dal 26 al 13 per cento, risentendo del calo della domanda da parte degli investitori statunitensi.*

*I rendimenti.* – Il rendimento medio delle obbligazioni con elevato merito di credito (con rating di tipo *investment grade*, non inferiore a BBB- o a Baa3), denominate in euro ed emesse da società non finanziarie, sia italiane sia estere, è rimasto invariato al 3,3 per cento nel 2011, per poi scendere al 2,6 alla fine della seconda decade di maggio; il calo dei tassi di interesse sui titoli di Stato dei paesi dell'area ritenuti meno rischiosi ha compensato l'aumento dei premi per il rischio, saliti da 1,3 a 2,0 punti percentuali (fig. 15.3). I rendimenti dei titoli high yield, più sensibili all'aumento delle tensioni nel corso dell'anno, sono invece saliti di 3,9 punti percentuali, al 12,1 per cento, per poi ridiscendere al 9,9 in maggio.

Figura 15.3

**Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro di imprese non finanziarie e titoli di Stato (1)**  
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a BBB- o Baa3. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi di durata corrispondente. – (2) Obbligazioni con elevato merito di credito (ossia con rating non inferiore a BBB- o Baa3).

La propagazione della crisi del debito sovrano al mercato finanziario italiano nella seconda parte dell'anno ha determinato un ampliamento dei differenziali di interesse dei titoli emessi da società non finanziarie italiane rispetto ai titoli di Stato tedeschi e francesi; per le obbligazioni con elevato merito di credito, nell'arco dei dodici mesi gli spread sono saliti in media di 2,2 punti percentuali (a 3,9 punti), contro un incremento di 0,6 punti per i titoli comparabili di imprese di altri paesi dell'area dell'euro. Dall'inizio del 2012 i differenziali sono invece scesi di 1,0 punti percentuali, più che per le altre imprese dell'area.

L'inasprimento delle tensioni sul debito sovrano italiano si è riflesso sugli spread obbligazionari delle principali banche italiane, che nel 2011 sono aumentati di 3,7 punti percentuali, contro un incremento di 1,7 e 0,6 punti registrato per le banche francesi e tedesche, rispettivamente. Dall'inizio del 2012 gli spread sui titoli delle banche italiane sono calati in misura marcata (1,2 punti), più di quelli degli altri intermediari dell'area.

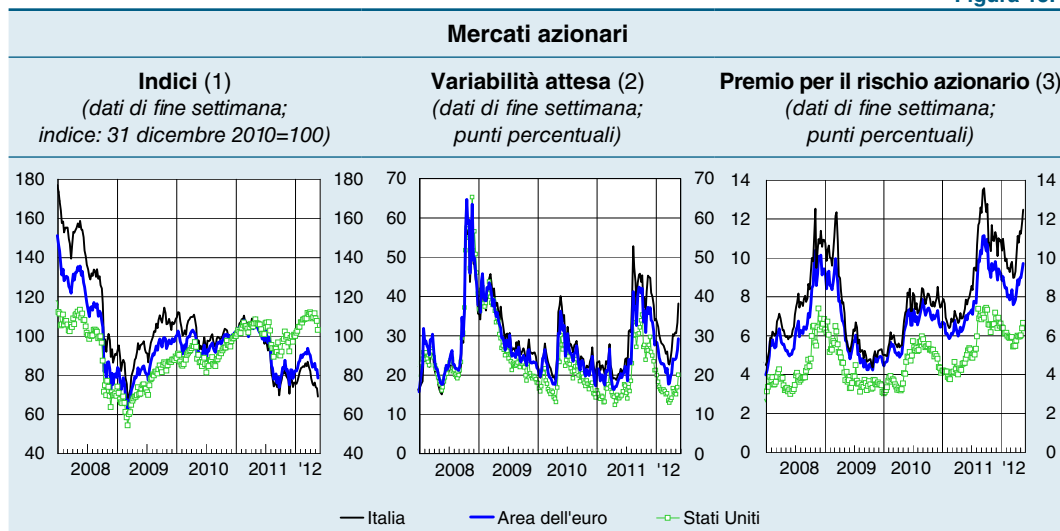
*Le variazioni dei rating dei titoli emessi dal prestatore sovrano di un determinato paese tendono a riflettersi quasi automaticamente sui rating dei titoli delle banche di quel paese, a causa dei numerosi canali attraverso cui il rischio sovrano influenza la rischiosità degli intermediari stessi (cfr. Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2, 2011). Nel corso del 2011, 38 banche italiane hanno registrato 78 riduzioni del rating da parte di almeno una delle tre maggiori agenzie internazionali specializzate nella valutazione del merito di credito. Circa l'85 per cento degli eventi si sono verificati negli ultimi mesi dell'anno, dopo il primo declassamento dei titoli di Stato italiani operato da una delle agenzie. Dall'inizio del 2012 si sono registrati 49 ulteriori declassamenti per 34 banche italiane.*

## Il mercato azionario

*L'andamento delle quotazioni.* – Nel 2011 l'indice generale della borsa italiana è sceso del 24 per cento (fig. 15.4), un calo più marcato di quello registrato in media

dai corsi delle azioni delle principali società quotate dell'area dell'euro (18 per cento). Dall'inizio del 2012 l'indice italiano è ulteriormente sceso del 9 per cento (contro un calo del 4 per cento per la media dell'area dell'euro), tra ampie oscillazioni.

Figura 15.4



Fonte: elaborazione su dati Bloomberg.

(1) Indice: FTSE Italia MIB storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni sugli indici delle principali borse. – (3) Il premio per il rischio è calcolato come differenza tra il rapporto tra utili attesi nei successivi 12 mesi e capitalizzazione corrente e il rendimento nominale del titolo di Stato decennale (per l'Italia e l'area dell'euro viene usato il titolo di Stato tedesco).

*La discesa delle quotazioni ha registrato un'accelerazione nel luglio del 2011, riflettendo l'acuirsi della crisi del debito sovrano e l'estendersi del contagio ai maggiori paesi dell'area, tra cui l'Italia. Tra la metà di dicembre del 2011 e la seconda decade di marzo del 2012 vi è stata una risalita dei corsi, favorita dall'aumento della liquidità offerta alle banche dall'Eurosistema e dal buon esito del coinvolgimento del settore privato nella ristrutturazione del debito greco. Le quotazioni sono successivamente tornate a scendere, a causa del perdurare delle preoccupazioni circa la solidità dei conti pubblici di alcuni paesi dell'area dell'euro e dell'incertezza sul quadro macroeconomico.*

Il calo dei corsi delle azioni italiane nel 2011 ha interessato tutti i principali settori del listino. Esso è stato particolarmente accentuato in quello bancario (-44 per cento), per effetto della contrazione della redditività delle banche e della loro maggiore esposizione alle tensioni sui titoli di Stato italiani. Anche il settore automobilistico e quello dei servizi hanno registrato perdite superiori a quelle dell'indice generale (-32 per cento per entrambi). Il deprezzamento delle azioni è stato meno marcato nel comparto dei servizi di pubblica utilità e in quello dei prodotti petroliferi (-14 e -5 per cento, rispettivamente); quest'ultimo ha beneficiato del rincaro delle materie prime energetiche.

*Alla fine di aprile del 2012 il rapporto tra la capitalizzazione di borsa delle banche italiane e il valore di bilancio del loro patrimonio netto (price-to-book ratio) era pari a circa un quarto, valore prossimo al minimo toccato nel marzo del 2009, prima che si avviasse una fase di forte ripresa delle quotazioni degli intermediari italiani. Nelle valutazioni degli investitori, i corsi azionari del settore risentono negativamente della bassa redditività corrente delle banche italiane e dell'incertezza sulle prospettive reddituali (cfr. il capitolo 17: L'attività delle banche e degli intermediari finanziari).*

La discesa dei corsi azionari presso la borsa italiana nel 2011 è riconducibile sia alla diminuzione degli utili attesi delle società quotate sia a un marcato aumento del premio

per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni. Le quotazioni hanno invece trovato sostegno nel calo dei rendimenti sulle attività prive di rischio, approssimati dai tassi sui titoli di Stato a lungo termine della Germania.

*Nel corso del 2011 le previsioni degli analisti finanziari sugli utili delle società quotate italiane hanno subito un drastico ridimensionamento, con riferimento sia al 2011 sia ai due anni successivi. Alla fine di aprile del 2012 gli analisti finanziari si attendevano tuttavia una ripresa significativa degli utili (del 14 per cento, sia per l'anno in corso sia per il 2013), di entità maggiore di quella prevista per le società quotate degli altri paesi dell'area.*

La volatilità implicita dei corsi azionari, che nel primo semestre del 2011 si era stabilizzata sui valori più bassi dall'avvio della crisi finanziaria nell'estate del 2007, è fortemente aumentata nella seconda metà dell'anno e, dopo un temporaneo calo, è tornata a salire a partire dallo scorso marzo (fig. 15.4).

Alla fine del 2011, il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione per le società quotate italiane era pari al 9 per cento, un livello superiore di oltre un punto percentuale a quello di un anno prima e di quasi tre punti a quello medio dalla metà degli anni ottanta. In base a stime che tengono conto anche delle aspettative sugli utili a breve termine, alla fine del 2011 il rendimento aggiuntivo rispetto a impieghi privi di rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni italiane era pari a 10,9 punti percentuali (contro 9,1 punti per l'area dell'euro nel suo complesso; fig. 15.4).

*L'offerta e la domanda di azioni.* – Nel 2011 vi sono state otto operazioni di prima quotazione in borsa (contro nove nel 2010), di cui sette sui listini dedicati alle piccole e medie imprese (tre sul Mercato alternativo del capitale, MAC, e quattro sull'Alternative Investment Market, AIM Italia). Il controvalore delle azioni collocate in operazioni di prima quotazione è stato modesto (0,4 miliardi, contro 2,3 nel 2010). Nel complesso dell'area dell'euro, le operazioni di prima quotazione hanno subito una diminuzione, passando da 85 nel 2010 a 69 nel 2011; nel primo quadrimestre del 2012 sono state pari a 20.

*Il segmento STAR di Borsa Italiana è volto ad agevolare le piccole e medie imprese nella raccolta di capitali e nel processo di internazionalizzazione attraverso il rispetto di standard elevati di trasparenza, liquidità del titolo e governo societario. La quotazione su questo listino, su cui alla fine del 2011 erano iscritte 70 società italiane, ha facilitato le imprese nella raccolta di capitali, specialmente dall'estero. Secondo dati di Borsa Italiana, gli operatori stranieri rappresentano oggi la gran parte degli investitori istituzionali presenti nel segmento e nel tempo sono divenuti più numerosi e maggiormente differenziati per provenienza geografica. Tra il 2002 e il 2011 il rendimento dell'indice del segmento è stato superiore a quello dell'indice generale di Borsa Italiana in otto anni su dieci. Alla fine del 2011 la capitalizzazione complessiva del segmento era tuttavia ancora modesta (11 miliardi, pari al 3 per cento del totale della capitalizzazione di borsa).*

*I mercati AIM Italia e MAC sono volti a facilitare la quotazione delle piccole e medie imprese attraverso requisiti meno stringenti in termini di capitalizzazione minima, di flottante e di governo societario e criteri di ammissione semplificati. Il numero di imprese quotate nei due mercati rimane molto limitato (14 e 10 società alla fine del 2011 per AIM Italia e MAC, rispettivamente), così come la loro capitalizzazione (pari complessivamente a meno dello 0,2 per cento del listino principale). A partire da marzo del 2012 i due mercati sono stati accorpati nel mercato AIM Italia – Mercato alternativo del capitale.*

La raccolta di fondi attraverso aumenti di capitale è stata superiore a quella del 2010 (11,9 miliardi, contro 6,9; tav. 15.2) e, come nei tre anni precedenti, è stata in gran parte (circa il 90 per cento) riconducibile alle banche, che hanno proseguito il



rafforzamento della propria base patrimoniale (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2007	2008	2009	2010	2011
Variazione dei corsi (1)	-8,0	-48,7	20,7	-8,7	-24,0
Società italiane quotate (numero a fine anno)	301	294	291	291	287
di cui: <i>al segmento STAR</i>	82	75	72	75	70
Capitalizzazione delle società italiane (2)	733.614	374.702	457.126	425.099	332.374
<i>in percentuale del PIL</i>	47,2	23,8	30,1	27,4	21,0
Composizione percentuale: (3)					
<i>industriali</i>	31	33	37	41	45
<i>assicurativi</i>	10	11	9	7	7
<i>bancari</i>	30	25	26	20	17
<i>finanziari</i>	4	3	2	3	3
<i>servizi</i>	26	28	26	28	29
Totale	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni delle società italiane (4)	5.441	7.700	18.541	6.855	11.862
di cui: <i>al segmento STAR</i>	409	238	97	50	311
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	11.178	464	561	8.060	12.743
di cui: <i>società estere</i>	..	..	51	..	..
<i>al segmento STAR</i>	4.243	..	226	..	..
Dividendi distribuiti dalle società italiane (6)	30.625	39.072	21.309	16.036	17.009
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	7,8	15,6	5,3	7,6	9,0
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	3,7	8,0	5,0	3,8	5,1
Controvalore degli scambi:					
<i>mercato di borsa</i> (8)	1.513.634	993.511	645.993	715.147	683.630
<i>futures sull'indice FTSE MIB</i> (9)	954.524	698.258	418.714	560.207	561.798
<i>opzioni sull'indice FTSE MIB</i> (9)	368.966	268.264	140.345	174.918	162.684
Turnover delle società italiane (10)	200	179	155	162	181

Fonte: Borsa Italiana, Thomson Reuters Datastream e World Federation of Exchanges.

(1) Variazione percentuale dell'indice FTSE Italia MIB storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. – (3) I dati non includono il mercato Expandi. – (4) Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. – (5) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (6) Elaborazioni su dati Borsa Italiana per il 2007; dati World Federation of Exchanges per il 2008 e il 2009; dati Borsa Italiana per il 2010 e il 2011. – (7) Dato di fine periodo; valori percentuali; utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal giugno 2009 sostituisce il precedente contratto sull'indice S&P MIB. – (10) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno.

Alla fine del 2011 erano quotate presso Borsa Italiana 287 società italiane, in diminuzione di quattro unità rispetto all'anno prima, e 41 società estere. A causa del calo delle quotazioni, nel 2011 la capitalizzazione complessiva delle società italiane si è ridotta da 425 a 332 miliardi di euro; in rapporto al PIL essa è scesa dal 27 al 21 per cento, ampliando il divario con gli altri maggiori paesi avanzati (in Germania, Francia, Stati Uniti e Regno Unito l'analogo rapporto è, rispettivamente, pari al 37, 55, 99 e 139 per cento).

Il controvalore medio giornaliero delle azioni scambiate su Borsa Italiana è stato nel 2011 lievemente inferiore a quello dell'anno precedente (2,8 miliardi, contro 2,9 nel 2010); è ulteriormente aumentato il volume degli scambi di *exchange-traded funds* (ETF) e di strumenti analoghi iscritti al listino, anche in ragione dell'incremento del loro numero (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*).



## **BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI**



## 16. IL SISTEMA FINANZIARIO

### *Gli andamenti nell'anno*

Il sistema finanziario italiano ha risentito dell'acuirsi dei rischi sul debito sovrano europeo dall'estate del 2011, dopo aver beneficiato nei mesi precedenti del lieve miglioramento del quadro macroeconomico e della relativa stabilità dei mercati finanziari.

Le tensioni sui mercati finanziari e i declassamenti del merito creditizio del nostro paese hanno comportato per le banche difficoltà di accesso ai mercati internazionali e un aumento del costo della provvista (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Nell'anno l'incidenza della raccolta all'ingrosso sul totale della provvista si è ridotta di 4,8 punti percentuali; è fortemente cresciuto il peso delle passività nei confronti dell'Eurosistema. Il costo medio della raccolta complessiva è aumentato di 33 punti base rispetto all'anno precedente.

Le difficoltà dal lato della provvista hanno contribuito, assieme alle crescenti incertezze sulla solidità della clientela, a determinare un inasprimento delle politiche creditizie. In un contesto caratterizzato dalla debolezza della domanda di credito, il tasso di crescita dei prestiti al settore privato non finanziario si è fortemente ridotto, fino a diventare negativo nel mese di dicembre. La contrazione ha riguardato in particolare i prestiti alle imprese e quelli erogati dai cinque maggiori gruppi bancari, più colpiti dalle difficoltà di raccolta sui mercati all'ingrosso. L'indebolirsi del quadro macroeconomico ha inciso negativamente sulla qualità del credito: nel secondo semestre il flusso di nuove sofferenze in rapporto agli impieghi è cresciuto; quello relativo ai prestiti alle imprese ha raggiunto lo stesso livello di dicembre del 2009, il più alto dall'inizio della crisi.

I provvedimenti adottati dall'Eurosistema nel dicembre scorso, tra cui le due operazioni di rifinanziamento a lungo termine attuate in dicembre e in febbraio, hanno contribuito in misura rilevante all'allentamento delle tensioni sulla liquidità bancaria. Gli intermediari hanno sostituito la raccolta all'ingrosso con il rifinanziamento presso l'Eurosistema; parte dei fondi sono stati investiti in titoli di Stato. Nei primi mesi di quest'anno si sono registrati primi segnali di ripresa delle emissioni obbligazionarie sui mercati internazionali.

L'allentamento delle tensioni dal lato della raccolta ha influito positivamente sull'offerta di credito. Le informazioni riportate dagli intermediari partecipanti alla *Bank Lending Survey* segnalano nel primo trimestre del 2012 un allentamento delle condizioni di finanziamento. In marzo la contrazione dei finanziamenti alle famiglie e alle imprese è diminuita: il tasso di crescita sui tre mesi dei prestiti al settore privato non finanziario, espresso su base annua, è stato negativo per lo 0,9 per cento, a fronte di una riduzione del 3,3 in febbraio. Su tali dinamiche possono influire negativamente il recente riacutizzarsi delle tensioni sui mercati finanziari e il persistere della debole congiuntura economica.

La quota dei prestiti a clientela residente non finanziata da depositi e da obbligazioni detenute dalle famiglie (*funding gap*), dopo essere aumentata nel corso del 2011, è diminuita nei primi mesi del 2012 al 16,5 per cento. A fronte del miglioramento dal

lato della provvista, i bilanci bancari continuano a risentire del marcato deterioramento della qualità del credito; restano elevate l'incidenza dei prestiti alle imprese in temporanea difficoltà (esposizioni incagliate e ristrutturare) e la dinamica delle nuove sofferenze.

Nel 2011 la redditività del sistema bancario italiano ha fortemente risentito delle ingenti svalutazioni una tantum che i principali gruppi hanno effettuato sugli avviamenti per allinearne il valore contabile all'evoluzione dei mercati e accrescere la trasparenza dei bilanci. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è stato negativo (-9,2 per cento). Si sono registrate perdite per 24,7 miliardi. Al netto delle svalutazioni degli avviamenti l'utile lordo sarebbe stato positivo, sebbene significativamente inferiore a quello conseguito nel 2010.

Le banche italiane hanno rafforzato significativamente le risorse patrimoniali di qualità primaria, maggiormente in grado di assorbire le perdite, grazie a ingenti aumenti di capitale e, in misura minore, all'autofinanziamento. Alla fine del 2011 il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) era pari al 9,3 per cento per il complesso delle banche, all'8,9 per i primi cinque gruppi bancari. Si è ridotto il divario di patrimonializzazione rispetto ai principali intermediari europei. La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio e il patrimonio di base, risulta nettamente inferiore rispetto a quella della maggiori banche europee. Nei primi mesi del 2012 le banche hanno intrapreso ulteriori azioni di rafforzamento patrimoniale per ottemperare alla raccomandazione sul capitale della European Banking Authority e ai nuovi requisiti di capitale previsti da Basilea 3, che cominceranno a entrare in vigore dal prossimo anno.

Nel settore del credito specializzato (leasing, factoring, credito al consumo) a una complessiva ripresa dei volumi operativi, particolarmente rilevante nel comparto del factoring, si è associato un incremento della rischiosità degli impieghi.

Il settore del risparmio gestito ha registrato un deflusso netto di risorse pari a 43 miliardi, risentendo sia della riduzione del risparmio delle famiglie italiane sia della ricomposizione di portafoglio a favore di titoli di Stato e prodotti bancari (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*). Il patrimonio delle famiglie gestito dagli investitori istituzionali in rapporto al PIL si è ridotto, analogamente a quanto avvenuto in quasi tutti i principali paesi. Si è accentuato il deflusso netto di risparmio dal complesso dei fondi comuni italiani; è fortemente calata la raccolta dei fondi promossi da intermediari esteri. Il peso degli intermediari nazionali nel mercato italiano dei fondi comuni ha continuato a ridursi. Dopo i risultati positivi registrati nel biennio 2009-2010, la raccolta netta delle gestioni patrimoniali e delle compagnie di assicurazione è calata drasticamente, in concomitanza con le crescenti tensioni sui mercati finanziari nella seconda parte dell'anno. Le risorse gestite dalle diverse forme pensionistiche complementari sono cresciute a un ritmo meno sostenuto rispetto agli anni precedenti, riflettendo i modesti rendimenti delle gestioni.

L'attività di controllo sulle banche ha beneficiato delle accresciute sinergie tra le analisi a distanza e gli accertamenti ispettivi, nonché degli intensificati scambi informativi con le altre funzioni dell'Istituto, tra cui quelle di ricerca economica e di banca centrale (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza*). È stato rafforzato il dialogo con gli intermediari, anche mediante incontri volti ad approfondire l'esame dei profili aziendali e a sensibilizzare le banche su specifiche tematiche. Particolare attenzione è stata dedicata ai livelli di patrimonializzazione delle banche a cui è stato chiesto di mantenere ovvero raggiungere livelli di tier 1 ratio superiori ai minimi regolamentari.

## La struttura del sistema finanziario

*Le banche e i gruppi bancari.* – Alla fine del 2011 operavano in Italia 740 banche, 20 in meno rispetto all'anno precedente (tav. 16.1). Nel corso dell'anno hanno iniziato a operare 10 banche (due società per azioni di piccola dimensione, una banca popolare, una banca di credito cooperativo e sei filiali di banche estere); sono stati chiusi 30 istituti, per effetto di 23 operazioni di incorporazione, fusione o cessione di attività, 6 liquidazioni e una trasformazione in società finanziaria. Il numero di gruppi bancari è aumentato di un'unità, a 77.

Tavola 16.1

Struttura del sistema finanziario italiano								
TIPO INTERMEDIARIO	31 dicembre 2010				31 dicembre 2011			
	Numero intermediari				Numero intermediari			
	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Inclusi nei gruppi di SIM	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Inclusi nei gruppi di SIM	Non inclusi nei gruppi	Totale
Gruppi bancari	–	–	–	76	–	–	–	77
Gruppi di SIM	–	–	–	19	–	–	–	20
Banche	205	–	555	760	188	–	552	740
di cui: banche spa	178	–	55	233	162	–	52	214
banche popolari	17	–	20	37	18	–	19	37
banche di credito cooperativo	9	–	406	415	8	–	403	411
succursali di banche estere	1	–	74	75	1	–	77	78
Società di intermediazione mobiliare	11	22	78	111	8	23	71	102
Società di gestione del risparmio e Sicav	35	6	157	198	31	6	153	190
Società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB	69	–	126	195	65	–	123	188
Società finanziarie iscritte nell'elenco generale ex art. 106 del TUB	73	2	1.213	1.288	36	1	745	782
Istituti di moneta elettronica (Imel)	–	–	3	3	–	–	3	3
Istituti di pagamento	–	–	1	1	9	–	25	34
Altri intermediari vigilati (2)	–	–	2	2	–	–	2	2

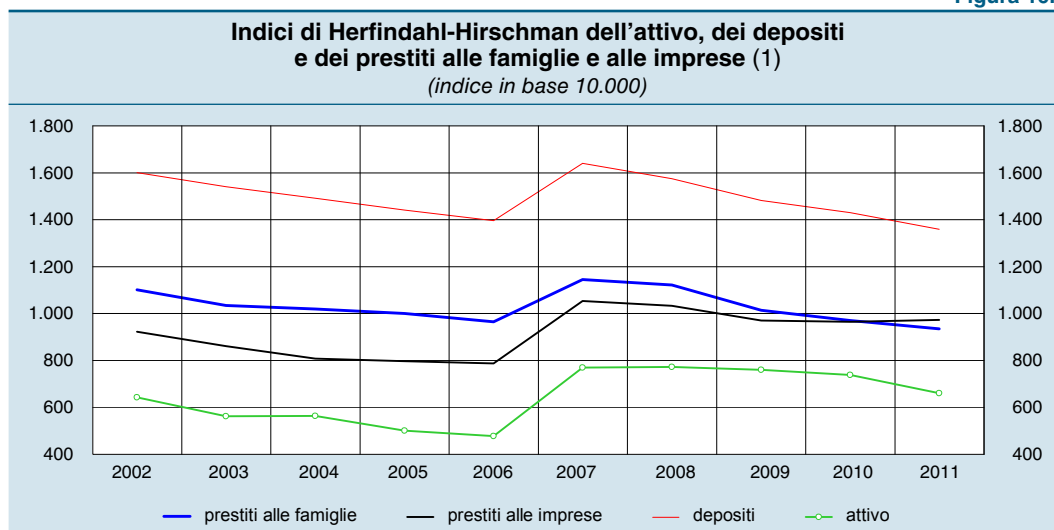
Fonte: albi ed elenchi di vigilanza.  
 (1) Di proprietà italiana o sottogruppi nazionali con impresa madre estera; sono comprese le banche e le SIM capogruppo. – (2) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

Gli sportelli sono diminuiti lievemente, da 33.640 a 33.607 unità. Il numero medio di abitanti per sportello è di 1.806 (1.499 al Centro Nord e 2.952 nel Mezzogiorno), a fronte di una media europea di 2.168 alla fine del 2010; il sistema bancario italiano è caratterizzato da un numero di abitanti per sportello superiore a quelli di Spagna (1.065) e Francia (1.661), inferiore a quelli di Germania (2.071) e Inghilterra (5.053).

Alla fine del 2011 i gruppi bancari e le banche individuali quotati in borsa erano 24, uno in meno rispetto all'anno precedente; 7 di essi erano banche popolari. Tra i primi 20 gruppi per attivo consolidato, 8 non erano quotati in borsa. I gruppi e le banche quotati detenevano il 61,2 per cento dell'attivo, circa tre punti percentuali in meno rispetto al 2010.

*Il grado di concentrazione del sistema bancario.* – Alla fine del 2011 il grado di concentrazione del sistema bancario, misurato dall'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) calcolato sul totale dell'attivo delle unità operanti in Italia, era lievemente superiore rispetto a quello nel 2002 (fig. 16.1); si è in parte riassorbito l'innalzamento del livello di concentrazione avvenuto tra il 2006 e il 2007 per effetto dell'integrazione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI e della fusione per incorporazione di Capitalia in UniCredit.

Figura 16.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) L'indice per l'attivo è calcolato su base nazionale; l'indice per il mercato dei prestiti alle imprese è calcolato su base regionale; gli indici per i mercati dei depositi e dei prestiti alle famiglie (limitatamente alle unità consumatrici) sono calcolati su base provinciale. Indice mediano per i mercati dei depositi e dei prestiti.

Tra il 2002 e il 2011 la concentrazione dei mercati locali dei servizi bancari è diminuita nei comparti dei prestiti alle famiglie e dei depositi. La riduzione della concentrazione è stata favorita dall'espansione di intermediari di piccola dimensione al di fuori delle tradizionali aree geografiche di riferimento, anche attraverso l'acquisizione di banche regionali o locali; la concentrazione è lievemente aumentata nel comparto dei prestiti alle imprese. Nello stesso periodo il numero medio di banche per provincia è rimasto stabile a 27 unità.

*La valutazione del livello di concorrenza sul mercato dei prestiti alle imprese è comunemente effettuata a livello regionale, mentre per i prestiti alle famiglie e per i depositi si utilizzano indicatori a livello provinciale. Nel 2011 l'indice HHI mediano per i prestiti alle imprese è stato pari a 973, in lieve crescita rispetto all'anno precedente (965); è continuata invece, per il quarto anno consecutivo, la flessione degli indici mediani dei prestiti alle famiglie e dei depositi, pari rispettivamente a 935 e 1.359 (970 e 1.431 nel 2010).*

Ripartendo gli intermediari in base alla dimensione e all'appartenenza ai gruppi bancari, ai 2 gruppi di maggiore dimensione (UniCredit e Intesa SanPaolo) faceva capo alla fine del 2011 il 31,1 per cento delle attività del sistema, mentre agli altri 3 gruppi di grande e media dimensione (Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane) era riconducibile una quota dell'attivo pari al 17,8 per cento (fig. 16.2). A una terza categoria, composta da 67 gruppi e banche individuali di dimensione medio-piccola (tra cui banche specializzate e filiazioni di gruppi esteri), faceva capo il 40,4 per cento del totale; il restante 10,7 per cento era detenuto da 563 piccoli intermediari con operatività prevalentemente locale. Alla fine del 2002 ai

primi 5 gruppi faceva capo il 51,6 per cento del complesso delle attività del sistema, rispetto al 48,9 dello scorso anno. A perimetro di gruppo costante (considerando solo le banche che fanno parte dei primi 5 gruppi alla fine del 2011) la quota si sarebbe ridotta di oltre dieci punti percentuali rispetto al 2002 (dal 60,7 al 48,9 per cento).

*Il grado di internazionalizzazione del sistema bancario.* – Nel 2011 l'esposizione per cassa delle banche italiane e delle loro controllate estere nei confronti di banche e clientela estere si è lievemente ridotta in rapporto al totale dell'esposizione (-1,5 punti percentuali, al 24,7 per cento); per i primi 5 gruppi bancari essa rimane comunque elevata e pari a circa un terzo (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Anche la presenza all'estero di succursali e filiazioni di banche italiane è diminuita rispetto al 2010; rimane rilevante in Svizzera, nei paesi dell'area dell'euro, in particolare Austria, Lussemburgo e Germania, e nell'Europa centrale e orientale.

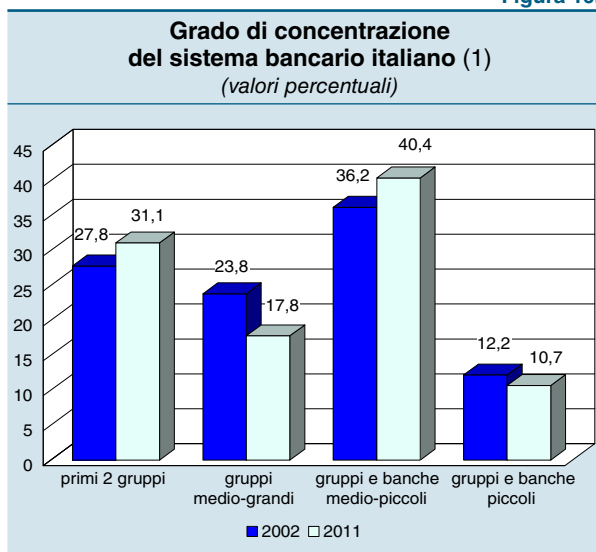
*I gruppi bancari italiani sono presenti con 4 succursali in 3 centri classificati dalla Banca dei regolamenti internazionali come centri finanziari offshore ma giudicati positivamente dal Fondo monetario internazionale; alla fine del 2011 le esposizioni verso questi centri finanziari ammontavano a 11,2 miliardi di euro, pari allo 0,4 per cento del complesso delle esposizioni.*

Alla fine del 2011 operavano in Italia 24 filiazioni di società e banche estere, 2 delle quali figuravano tra i primi 10 gruppi bancari presenti nel Paese, con una quota del totale delle attività pari al 9,3 per cento. Le succursali di banche estere erano 77 e detenevano l'8,2 per cento dell'attivo (8,4 nel 2010). Alla fine del 2011 nel capitale di 49 banche erano presenti 40 azionisti esteri – in prevalenza comunitari – con quote superiori al 5 per cento.

*Gli intermediari non bancari.* – Alla fine del 2011 operavano 187 società di gestione del risparmio (SGR), 8 in meno rispetto alla fine del 2010, e 3 società di investimento a capitale variabile (Sicav; tav. 16.1); all'inizio del 2012 le 3 Sicav sono state oggetto di operazioni di fusione con altri organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Le cancellazioni di SGR effettuate nel corso dell'anno (12) sono riconducibili in prevalenza a operazioni di fusione; ulteriori interventi di razionalizzazione sono previsti nei prossimi mesi in tutti i comparti di operatività. Le nuove iscrizioni hanno riguardato 4 società, di cui 3 nel comparto immobiliare.

Le società di intermediazione mobiliare (SIM; imprese che offrono servizi di investimento) iscritte all'albo erano 102, 9 in meno rispetto all'anno precedente. Le cancellazioni (12) sono seguite a liquidazioni volontarie e a operazioni di fusione per incorpora-

Figura 16.2



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Quote di mercato sul totale dell'attivo, calcolate utilizzando per i gruppi bancari il dato consolidato (limitatamente alle componenti italiane) e per le banche non appartenenti a gruppi il dato individuale.



zione in banche e altri intermediari finanziari. Le nuove iscrizioni (3) hanno riguardato società impegnate prevalentemente nell'attività di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti. La maggior parte delle SIM fa capo a soggetti indipendenti; il numero di intermediari di emanazione bancaria si è ridotto da 20 a 16 unità.

Le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB (prevalentemente attive nei settori del leasing, del factoring e del credito al consumo) erano 188, 7 in meno rispetto all'anno precedente. Il flusso in uscita non è stato pienamente compensato dall'ingresso di nuovi operatori, tra cui 8 confidi.

*Gli intermediari dell'elenco speciale, soprattutto quelli appartenenti a gruppi bancari italiani, hanno consolidato la loro presenza nei settori del factoring e del leasing con quote di mercato pari, rispettivamente, all'85,5 e all'80,2 per cento. Le società finanziarie operative nel settore del credito al consumo detenevano una quota pari al 48,4 per cento del mercato; nel comparto è rilevante la presenza di società appartenenti a gruppi bancari esteri.*

L'albo degli istituti di pagamento ex art. 114-septies del TUB (intermediari abilitati alla prestazione di servizi di pagamento) contava 34 soggetti, per la quasi totalità iscritti nel corso dell'anno.

Nell'elenco generale ex art. 106 del TUB erano iscritte 782 finanziarie (che svolgono le medesime attività degli intermediari registrati nell'elenco speciale ma che non posseggono i requisiti per l'iscrizione in tale elenco); la flessione rispetto al 2010 (1.288 operatori) riflette l'uscita dall'elenco delle società veicolo in operazioni di cartolarizzazione e di quelle attive nella prestazione di servizi di pagamento, nonché un crescente numero di cancellazioni su richiesta degli stessi intermediari ovvero con provvedimenti d'ufficio conseguenti all'azione condotta per reprimere le situazioni di irregolarità (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza*). Nelle altre sezioni previste dall'art. 155 risultavano iscritti 610 confidi e 123 casse peota.

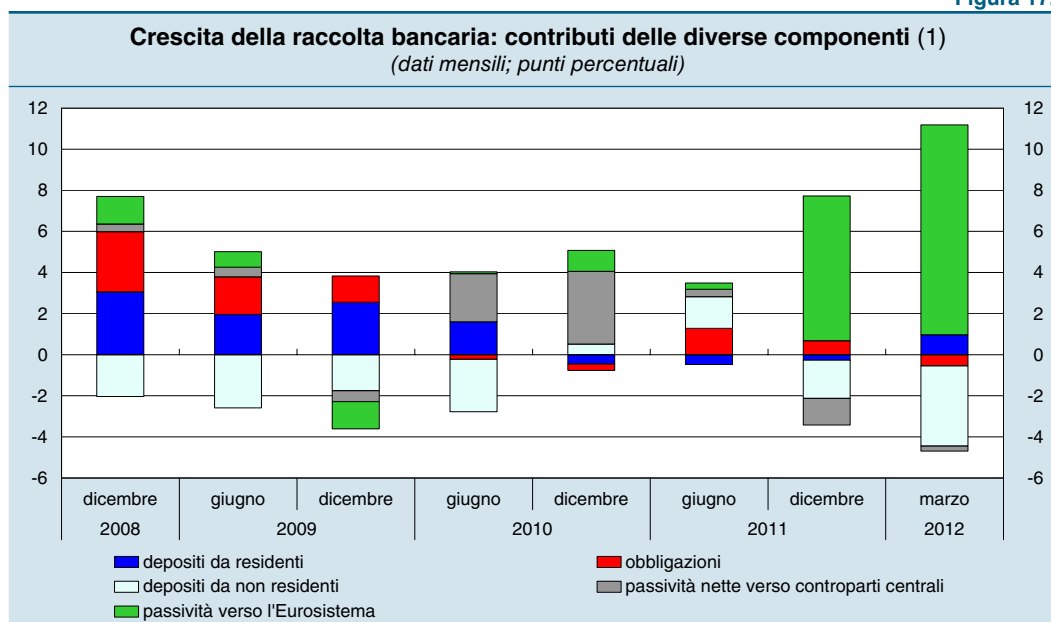
Gli iscritti nell'albo dei mediatori creditizi (che mettono in relazione banche o intermediari finanziari con la potenziale clientela) erano 131.855, di cui 122.516 persone fisiche e 9.339 società. I soggetti registrati nell'elenco degli agenti in attività finanziaria (che promuovono e concludono, su mandato delle società finanziarie, i contratti di finanziamento), erano 75.869, di cui 70.547 persone fisiche e 5.322 società; si stima che circa 29.000 di essi svolgano esclusivamente l'attività di money transfer. Gli operatori professionali in oro, ai quali è richiesta la costituzione sotto forma di società di capitali, erano 357.

## 17. L'ATTIVITÀ DELLE BANCHE E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

### *La raccolta e la gestione della liquidità*

Nel 2011 la raccolta delle banche italiane ha attraversato due fasi distinte. Nei primi sei mesi dell'anno, beneficiando delle condizioni relativamente favorevoli sui mercati internazionali, gli intermediari hanno emesso un ammontare di obbligazioni sufficiente a rifinanziare l'intero importo in scadenza nel 2011. Anche i depositi da non residenti sono aumentati: in giugno essi superavano dell'8,2 per cento il livello di dodici mesi prima. Dall'estate, tuttavia, la dinamica e la composizione della raccolta sono state significativamente influenzate dal propagarsi all'Italia della crisi del debito sovrano, con difficoltà di accesso ai mercati all'ingrosso e più elevati costi di provvista. Complessivamente, nei dodici mesi terminanti a dicembre del 2011 la raccolta delle banche operanti in Italia, escluse le passività nei confronti di altre banche italiane, è cresciuta del 4,3 per cento, come nel 2010 (tav. 17.1). La maggiore raccolta è quasi interamente attribuibile all'aumento, concentrato nella seconda parte dell'anno, delle passività nei confronti dell'Eurosistema, che ha più che compensato la contrazione della provvista sui mercati internazionali (fig. 17.1).

Figura 17.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2012 sono provvisori. La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Tavola 17.1

Andamento delle principali poste dei bilanci bancari (1)									
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e milioni di euro)									
VOCI	flussi sui 12 mesi				variazioni percentuali sui 12 mesi				consistenze a dicembre 2011
	giugno 2010	dicembre 2010	giugno 2011	dicembre 2011	giugno 2010	dicembre 2010	giugno 2011	dicembre 2011	
<b>Attivo</b>									
Cassa	488	-492	-89	361	4,9	-4,2	-0,9	3,2	11.515
Titoli di debito (2)	53.307	40.629	-9.688	34.781	24,0	18,3	-2,8	10,1	375.706
di cui: <i>titoli pubblici</i>	49.535	42.932	3.868	25.648	31,1	26,1	1,8	12,4	224.114
Prestiti	37.305	80.175	86.946	38.904	2,1	4,5	4,7	2,0	1.949.303
Attività verso controparti centrali (3)	11.089	-5.474	-4.419	-17.040	62,5	-16,2	-13,7	-44,6	21.199
Attività verso l'Eurosistema (d)	-12.499	-11.716	-1.809	10.485	-35,9	-33,4	-8,1	44,8	33.887
Attività sull'estero	-17.211	7.011	7.402	31.093	-4,9	2,2	2,2	9,3	366.971
Attività verso IFM residenti									
<i>prestiti</i>	-2.213	-19.244	-1.723	39.986	-0,4	-4,3	-0,6	11,5	374.821
<i>titoli</i>	2.957	-5.655	9.063	90.808	1,5	-2,6	4,4	44,4	294.901
Azioni e partecipazioni	4.166	10.890	10.275	1.035	2,7	7,2	6,9	0,6	135.798
Altre attività (4)	26.406	857	-76.641	87.929	6,4	0,2	-17,4	22,6	478.142
<b>Passivo</b>									
Depositi da residenti in Italia (a)	35.889	-10.043	-10.974	-6.189	3,2	-0,9	-1,0	-0,5	1.150.624
Depositi da non residenti (b)	-57.427	11.578	34.968	-42.739	-12,0	2,7	8,2	-9,8	394.577
Obbligazioni (5) (c)	-5.101	-7.162	29.200	15.815	-0,8	-1,2	4,9	2,6	619.303
Passività verso controparti centrali (3)	63.840	74.577	5.163	-47.292	215,0	197,0	4,7	-40,8	68.580
Passività verso l'Eurosistema (d)	2.110	22.898	7.065	163.959	5,9	79,8	18,7	317,9	215.544
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti (6)	-1.282	-3.372	-15.238	3.556	-10,2	-10,2	-10,2	1,7	159.414
Passività verso IFM residenti									
<i>depositi</i>	4.550	-20.864	-3.553	37.368	0,9	-4,6	-0,8	10,6	377.941
<i>obbligazioni</i>	2.957	-5.655	9.063	90.808	1,5	-2,6	4,4	44,4	294.901
Capitale e riserve	13.995	13.143	22.583	26.545	5,0	6,4	4,8	4,3	379.435
Altre passività	37.557	12.647	-59.371	78.342	3,8	-9,4	9,3	1,0	381.923
<i>Per memoria</i>									
Passività nette verso controparti centrali (3) (7) (e)	52.751	78.951	8.482	-30.252	::	::	12,8	-39,0	47.380
Raccolta complessiva (f=a+b+c+d+e)	28.221	96.222	68.741	100.593	1,3	4,3	3,0	4,3	2.427.429

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) L'aggregato non include le obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie monetarie (IFM) residenti. Esso include i titoli derivanti da crediti cartolarizzati non cancellati. – (3) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (4) L'aggregato comprende: quote di fondi comuni monetari, attività mobili e immobili e altre voci di minor rilievo. – (5) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti in Italia. – (6) I dati sono disponibili solamente da giugno 2010. – (7) I tassi di crescita non vengono riportati in quanto non significativi.

*La raccolta all'ingrosso.* – La raccolta all'ingrosso – depositi e pronti contro termine da non residenti e obbligazioni diverse da quelle detenute da famiglie – ha risentito della diminuzione dei depositi da non residenti (-9,8 per cento, nei dodici mesi terminanti a dicembre del 2011) e della provvista netta in operazioni di pronti contro termine con la controparte centrale che gestisce le operazioni garantite da titoli di Stato

nel mercato MTS (Cassa di compensazione e garanzia, CCG; -39,0 per cento). I primi hanno iniziato a contrarsi dall'estate, in concomitanza con il calo dei volumi scambiati sui mercati dei certificati di deposito e della carta commerciale in dollari. Ne è conseguita una forte riduzione (pari a circa 40 miliardi di euro nell'intero 2011) dei prestiti intragrupo effettuati dalle filiali e dalle controllate estere dei gruppi bancari italiani con sede negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Irlanda. Le passività nette verso la CCG hanno invece subito un calo dall'autunno, dopo il declassamento del debito del nostro paese da parte delle principali agenzie di rating e l'ulteriore perdita di valore dei titoli di Stato utilizzati come garanzia; tali fattori hanno determinato un incremento dei margini richiesti dalle controparti centrali. Le banche hanno reagito alle difficoltà di accesso ai mercati della raccolta all'ingrosso e ai suoi maggiori costi incrementando il ricorso al rifinanziamento dall'Eurosistema.

Per effetto di tali andamenti, tra dicembre del 2010 e dicembre del 2011 la raccolta all'ingrosso si è ridotta di 4,8 punti percentuali in rapporto al totale della provvista; la quota del rifinanziamento dall'Eurosistema è invece cresciuta di 6,7 punti.

*La raccolta al dettaglio.* – Tra la fine del 2010 e la fine del 2011 i depositi da clientela residente sono lievemente diminuiti (-0,5 per cento). A fronte di una modesta crescita dei depositi delle famiglie (0,4 per cento), il calo è quasi interamente attribuibile alla contrazione di quelli delle società non finanziarie (-4,8 per cento).

*La recessione in corso, la crisi del debito sovrano e le difficoltà incontrate dalle banche sui mercati della provvista all'ingrosso hanno influito sulla dinamica e sulla composizione dei depositi. La contrazione dei flussi di cassa delle imprese e la minore disponibilità di credito hanno contribuito alla riduzione della liquidità depositata presso gli intermediari da parte delle società non finanziarie (cfr. il capitolo 14: La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese). I più alti rendimenti dei titoli di Stato si sono riflessi in una contrazione del totale dei depositi in conto corrente (-2,9 per cento) e in un aumento di quelli a scadenza (41,2 per cento), che offrono una remunerazione più elevata.*

Nel 2011 le obbligazioni sottoscritte dalle famiglie sono aumentate del 6,9 per cento, contribuendo alla crescita della raccolta obbligazionaria complessiva (2,6 per cento). Alla fine dello scorso anno le obbligazioni sottoscritte dalle famiglie rappresentavano circa il 16 per cento della provvista totale.

La raccolta al dettaglio delle banche italiane rimane elevata nel confronto internazionale. A dicembre del 2011 essa può essere stimata pari al 65 per cento della provvista totale, contro il 60 per la media degli altri paesi dell'area dell'euro.

*La raccolta al dettaglio include i depositi (esclusi quelli di società finanziarie e di altre banche) e le obbligazioni detenute da soggetti diversi da banche e fondi comuni monetari residenti nell'area dell'euro. Essa è calcolata sulla base delle statistiche armonizzate dell'Eurosistema, che non consentono di distinguere tra le obbligazioni collocate presso investitori istituzionali e quelle detenute dalle famiglie.*

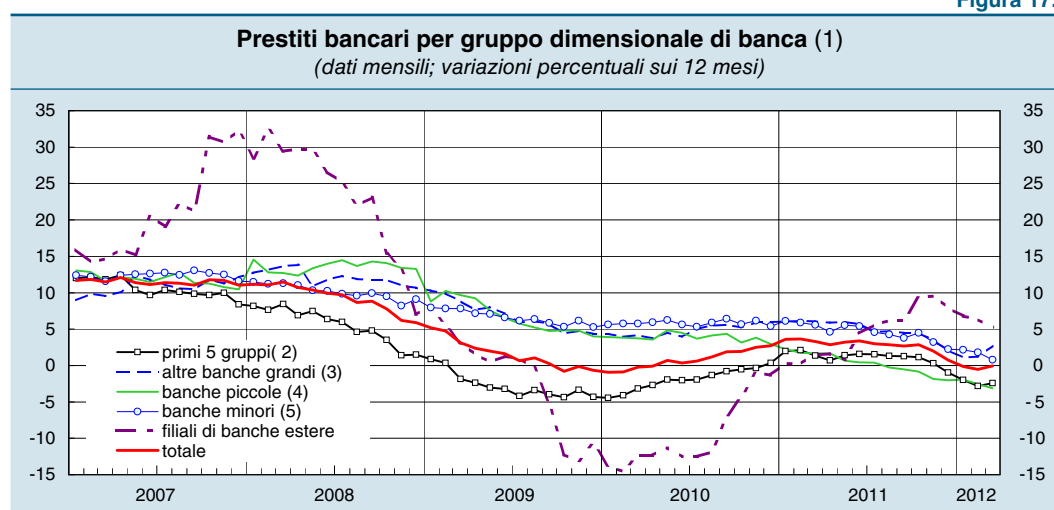
*Il costo della raccolta e la posizione di liquidità.* – A dicembre del 2011 il costo medio della raccolta (inclusa quella da altre banche residenti in Italia) era pari all'1,6 per cento, superiore di 33 punti base rispetto ai dodici mesi precedenti. Il maggior ricorso al rifinanziamento dall'Eurosistema ha contribuito a contenere l'incremento, in presenza di un aumento dei tassi interbancari e dei rendimenti corrisposti sulle obbligazioni di nuova emissione e sui depositi.

La posizione di liquidità a breve termine delle banche italiane ha risentito delle tensioni sui mercati all'ingrosso: la rilevazione settimanale effettuata dalla Banca d'Italia presso 32 gruppi bancari indica che la posizione netta di liquidità, data dalla somma algebrica tra i flussi di cassa attesi dagli intermediari e le riserve liquide disponibili entro l'orizzonte temporale di un mese, è diminuita significativamente tra maggio e novembre del 2011, per poi tornare a migliorare a fine anno, collocandosi al 4,5 per cento dell'attivo totale (4,7 alla fine del 2010). Tale andamento è riconducibile all'operazione di rifinanziamento a lungo termine effettuata dall'Eurosistema a dicembre del 2011 e alla possibilità di utilizzare obbligazioni proprie, assistite da garanzia pubblica (decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201; cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza*), come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento (cfr. il capitolo 20: *Le infrastrutture del sistema dei pagamenti all'ingrosso e dei mercati monetario e finanziario*).

### Le attività

*Il credito.* – Nel 2011 anche la dinamica del credito ha avuto un andamento eterogeneo tra la prima e la seconda metà dell'anno. Tra gennaio e giugno i prestiti a residenti erogati dalle banche operanti in Italia sono cresciuti a ritmi superiori rispetto a quelli dei due anni precedenti. A giugno del 2011 il tasso di variazione del credito sui dodici mesi, al netto di sofferenze e pronti contro termine, era pari al 3,4 per cento (tav. 17.2; fig. 17.2). Nella seconda metà dell'anno, la crisi del debito sovrano ha influito negativamente sull'offerta di credito; il rallentamento dell'attività economica ha indotto un indebolimento della domanda di prestiti e un peggioramento della qualità dei debitori. Tali sviluppi si sono riflessi sulla dinamica del credito principalmente nell'ultimo trimestre dell'anno: il ritmo di espansione sui dodici mesi dei finanziamenti erogati dalle banche italiane è nettamente diminuito e a dicembre si collocava allo 0,7 per cento (tav. 17.2; fig. 17.2).

Figura 17.2



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2012 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La suddivisione degli intermediari è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a marzo del 2012 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre del 2008. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di cartolarizzazioni e riclassificazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Banche appartenenti ai seguenti gruppi: Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane e UniCredit. – (3) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 21.532 e 182.052 milioni. – (4) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 3.626 e 21.531 milioni. – (5) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati inferiori a 3.626 milioni.

Tavola 17.2

Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi)									
PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese				Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale
			medio-grandi	piccole (2)					
				famiglie produttrici (3)					
<b>Centro Nord</b>									
2010 – dic.	4,0	7,2	0,5	0,1	2,6	5,3	3,8	16,2	2,6
2011 – mar.	3,0	2,5	3,2	3,2	3,1	5,7	3,7	17,9	3,3
giu.	3,9	0,4	3,5	3,6	3,0	5,9	3,6	11,9	3,3
set.	1,5	1,0	2,7	3,2	0,5	2,6	3,6	11,9	2,6
dic.	-1,0	-1,8	0,4	1,0	-2,3	-0,3	2,8	9,4	0,6
2012 – mar.	2,6	3,9	-2,5	-2,1	-4,2	-2,0	1,8	5,2	0,0
<b>Sud e Isole</b>									
2010 – dic.	0,1	-3,9	3,7	4,5	1,7	2,0	4,4	0,6	3,5
2011 – mar.	-1,2	-7,3	4,4	5,2	2,0	2,1	4,3	3,9	3,6
giu.	3,9	-10,8	4,2	5,0	1,9	2,1	4,1	3,5	3,9
set.	1,8	-21,6	3,4	4,6	-0,1	0,3	4,0	2,3	3,1
dic.	3,1	-19,8	1,0	1,9	-1,6	-1,2	2,9	2,4	1,7
2012 – mar.	0,7	-17,6	-1,4	-0,7	-3,3	-3,0	1,5	-4,0	-0,3
<b>Italia</b>									
2010 – dic.	3,6	7,0	0,9	0,6	2,4	4,5	3,9	14,4	2,7
2011 – mar.	2,6	2,3	3,3	3,4	2,9	4,9	3,8	16,2	3,3
giu.	3,9	0,1	3,6	3,7	2,8	5,0	3,7	10,9	3,4
set.	1,5	0,5	2,8	3,4	0,4	2,1	3,7	10,8	2,7
dic.	-0,6	-2,2	0,5	1,1	-2,2	-0,5	2,8	8,7	0,7
2012 – mar.	2,4	3,4	-2,3	-1,9	-4,0	-2,3	1,8	4,2	0,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) I dati di marzo 2012 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni e riclassificazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Alla fine del 2011 il tasso di crescita sui dodici mesi dei finanziamenti alle imprese è sceso allo 0,5 per cento, dallo 0,9 della fine del 2010; i prestiti alle società con meno di 20 addetti sono calati del 2,2 per cento (erano cresciuti del 2,4 per cento nel 2010). I prestiti alle famiglie consumatrici hanno rallentato, dal 3,9 al 2,8 per cento (per un'analisi approfondita dell'andamento del credito alle famiglie e alle imprese, cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

Nel corso del 2011 gli intermediari hanno progressivamente inasprito i criteri di erogazione del credito, sia alle imprese sia alle famiglie. Secondo l'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema presso i maggiori gruppi bancari (*Bank Lending Survey*, BLS), sul rallentamento dei prestiti in Italia avrebbero inciso fattori di offerta riconducibili alla difficoltà a raccogliere fondi sui mercati all'ingrosso e al deteriorarsi della posizione di liquidità degli intermediari, oltre al peggioramento delle attese circa l'evoluzione dell'attività economica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei finanziamenti erogati dalle banche italiane appartenenti ai primi cinque gruppi è divenuto negativo a dicembre del 2011 (-1,0 per cento), senza differenze sostanziali tra imprese e famiglie. Pur continuando a espandersi, nel 2011 anche i prestiti delle altre banche grandi e quelli delle banche minori hanno rallentato rispetto al 2010 (dal 6,0 al 2,0 per cento e dal 5,4 al 2,3 per cento). Nello stesso periodo i finanziamenti erogati dalle filiali di banche estere sono invece aumentati a un ritmo sostenuto (7,9 per cento), rappresentando nel dicembre del 2011 il 5,6 per cento del totale dei prestiti (5,9 per cento dei prestiti a famiglie e imprese).

L'eterogeneità dell'andamento del credito per categorie di intermediari riflette la diversa intensità dei vincoli incontrati dal lato della raccolta. Le banche maggiori hanno risentito in misura più marcata delle turbolenze innescate dalla crisi del debito sovrano, principalmente a causa del loro maggior ricorso ai mercati internazionali della raccolta all'ingrosso. Il rallentamento dei prestiti da parte di tutte le classi di intermediari italiani ha riflesso anche il deterioramento congiunturale della qualità del credito.

*Per quantificare l'impatto delle tensioni nei mercati della raccolta sull'offerta di prestiti alle imprese non finanziarie in Italia, si sono confrontati la quantità di credito accordato e i tassi di interesse applicati dalle banche italiane con quelli delle filiali e filiazioni di banche estere, meno colpite dalle difficoltà di raccolta causate dalla crisi del debito sovrano. Secondo stime econometriche che tengono conto della domanda di credito delle imprese e delle loro condizioni di bilancio, nella media del secondo semestre del 2011 il credito concesso dalle filiali e filiazioni di banche estere sarebbe cresciuto di circa due punti percentuali in più di quello erogato dagli intermediari italiani; i tassi di interesse sulle operazioni a revoca praticati dalle banche estere sarebbero stati inferiori di circa 20 punti base rispetto a quelli fissati dagli intermediari italiani. L'analisi, su un campione composto da sole banche italiane, conferma lo stretto legame tra le difficoltà di provvista sui mercati interbancari esteri e le politiche di credito più restrittive.*

*I titoli e le altre attività.* – Nel 2011 i titoli di debito detenuti in portafoglio dalle banche, al netto di quelli derivanti da crediti cartolarizzati non cancellati, sono aumentati dell'11,1 per cento. Alla fine dello scorso anno essi rappresentavano circa il 6 per cento del totale dell'attivo. L'incremento ha riguardato principalmente i titoli di Stato; gli acquisti netti di quelli italiani sono stati positivi per tutte le classi dimensionali di banche, eccetto le filiali di banche estere.

Alla fine del 2011 il valore dei titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie e monetarie residenti in Italia detenuti in portafoglio dalle banche è aumentato del 44,4 per cento, a circa 295 miliardi. La crescita riflette principalmente operazioni di acquisto di obbligazioni proprie che, a partire da dicembre del 2011, possono essere assistite da garanzia pubblica e utilizzate come attività stanziabili per il rifinanziamento presso l'Eurosistema.

Tra dicembre del 2010 e dicembre del 2011 le attività sull'estero hanno registrato un incremento pari a circa 31 miliardi (9,3 per cento), dovuto principalmente a transazioni intragruppo. Vi hanno contribuito i trasferimenti di fondi effettuati sia da filiali di banche estere verso le case madri, sia da alcuni grandi gruppi italiani verso le proprie filiali estere, presumibilmente anche per rifinanziare passività di queste ultime sui mercati all'ingrosso.

### *I primi mesi del 2012*

Le difficoltà di raccolta incontrate dagli intermediari italiani si sono attenuate nei primi mesi dell'anno in corso, grazie alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine



condotte dall'Eurosistema (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Le banche italiane vi hanno fatto ricorso in ampia misura: tra dicembre del 2011 e marzo del 2012 l'aumento di circa 60 miliardi del rifinanziamento presso l'Eurosistema ha più che compensato la minore raccolta all'ingrosso (-35 miliardi). La differente composizione della provvista si è riflessa in una lieve riduzione del suo costo medio (circa un decimo di punto percentuale tra dicembre e marzo).

La posizione di liquidità degli intermediari è conseguentemente migliorata: in aprile è salita all'8,5 per cento dell'attivo totale, circa quattro punti percentuali in più che alla fine del 2011. Al miglioramento ha concorso anche l'introduzione della garanzia concessa dallo Stato su alcune tipologie di emissioni obbligazionarie che ha contribuito a incrementare il collaterale disponibile.

L'allentarsi delle tensioni sui mercati ha consentito anche una parziale riapertura del mercato primario delle emissioni obbligazionarie all'ingrosso. Nei primi tre mesi dell'anno le banche italiane hanno collocato obbligazioni per 6 miliardi di euro (27 miliardi nello stesso periodo del 2011).

Con riferimento ai 32 maggiori gruppi bancari italiani, nei primi cinque mesi del 2012 sono scadute obbligazioni per 48 miliardi di euro, 25 dei quali all'ingrosso; altri 64 miliardi circa verranno a scadenza nella restante parte dell'anno (37 all'ingrosso). La capacità di far fronte a questi impegni è assicurata dall'ampia liquidità fornita dall'Eurosistema. Parte di tali fondi è stata investita in titoli di Stato, anche al fine di sfruttare il differenziale positivo tra il rendimento dei titoli pubblici e il costo della raccolta. Complessivamente, nel primo trimestre del 2012 le banche hanno effettuato acquisti netti di titoli pubblici per 69,3 miliardi di euro. Circa un terzo di questi ha riguardato titoli con durata all'emissione pari o inferiore a un anno: l'investimento sarebbe quindi almeno in parte temporaneo, rapidamente liquidabile per far fronte ai rimborsi di obbligazioni in scadenza nei prossimi mesi.

Le minori tensioni dal lato della raccolta hanno contribuito a contenere la contrazione dei finanziamenti alle famiglie e alle imprese: in marzo il tasso di variazione sui tre mesi, corretto per la stagionalità e per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, è stato pari a -0,9 per cento, contro -3,3 in febbraio.

Tale andamento è coerente con le informazioni riportate dagli intermediari partecipanti alla BLS. Nel primo trimestre del 2012 la restrizione dei criteri adottati nella concessione di prestiti alle imprese e alle famiglie si sarebbe attenuata. La domanda di credito continuerebbe tuttavia a rimanere debole.

Il riacutizzarsi delle tensioni sui mercati finanziari e la perdurante incertezza circa l'evoluzione della congiuntura economica potrebbero tuttavia influenzare negativamente la dinamica del credito nei prossimi mesi.

Alla fine dello scorso marzo la quota di prestiti a clientela residente non finanziata da depositi o da obbligazioni detenute dalle famiglie (una misura del *funding gap*) era pari al 16,5 per cento. Tale quota era più elevata per le filiazioni di banche estere (32 per cento) e per i cinque maggiori gruppi (20 per cento); era invece più contenuta per gli intermediari di minore dimensione.

*Nel calcolo del funding gap, tra i prestiti sono state incluse le sofferenze al valore di realizzo, ed escluse le operazioni di pronti contro termine con controparti centrali, nonché i prestiti cartolarizzati ed effettivamente ceduti. Tra i depositi non sono inclusi quelli connessi con operazioni di cartolarizzazione*

e i pronti contro termine con controparti centrali. Sono state inoltre escluse le filiali di banche estere e la Cassa depositi e prestiti, vista la peculiare struttura dei loro bilanci.

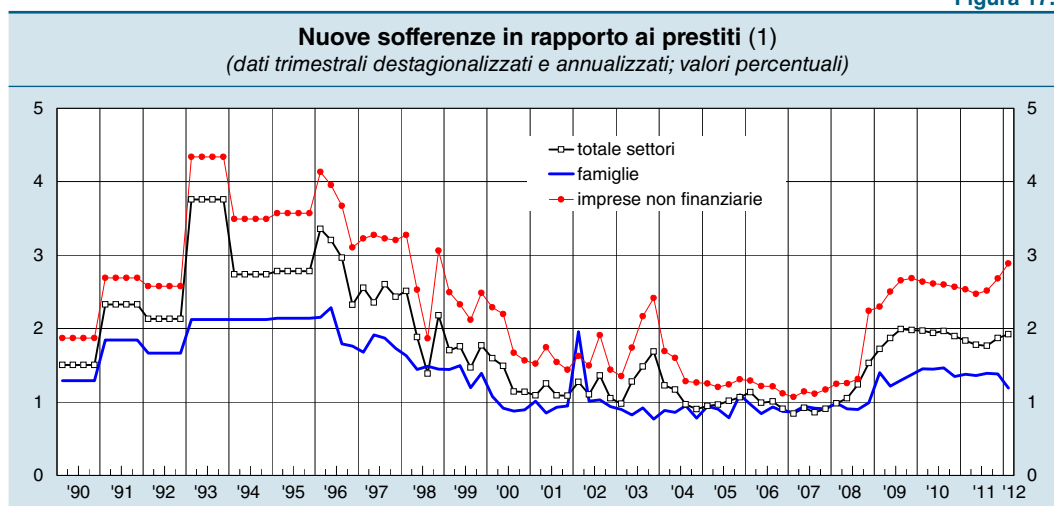
Nell'ultimo decennio l'evoluzione del funding gap si è caratterizzata per tre fasi distinte. Nella prima, che si estende fino agli inizi del 2005, esso si è mantenuto relativamente stabile attorno al 10 per cento. La seconda fase, sino alla metà del 2008, è segnata da un forte incremento, dovuto all'accelerazione dei prestiti, il cui tasso di crescita è salito dal 5 per cento, in linea con la dinamica della raccolta, a valori superiori al 10 per cento. La fase successiva è caratterizzata dalle forti oscillazioni indotte dalle crisi: dapprima la caduta, nei mesi immediatamente successivi al dissesto di Lehman Brothers, quindi una ripresa nel 2010 e nel corso del 2011, cui è seguita una nuova diminuzione nei primi mesi del 2012.

## Il rischio di credito e il rischio paese

**La qualità del credito.** – La qualità del credito è peggiorata a partire dalla seconda metà del 2011, soprattutto per effetto del forte rallentamento dell'attività economica.

Il flusso di nuove sofferenze delle banche e delle società finanziarie operanti in Italia è stato pari a 32,2 miliardi, un valore lievemente inferiore a quello dell'anno precedente (32,9 miliardi), significativamente più alto di quelli registrati prima della crisi (11,3 miliardi in media nel periodo 2000-07) ma al di sotto di quelli raggiunti in seguito alla recessione del 1993. Nella media dell'anno il rapporto tra le nuove sofferenze e lo stock dei prestiti vivi (tasso di ingresso in sofferenza) è stato pari all'1,9 per cento, inferiore di un decimo di punto rispetto al 2010. Dopo essere diminuito nei primi sei mesi dell'anno, il flusso ha ripreso ad aumentare dal terzo trimestre. Il peggioramento della qualità del credito nell'ultimo trimestre è stato particolarmente pronunciato per le imprese, il cui tasso di ingresso in sofferenza ha raggiunto in dicembre il 2,7 per cento, lo stesso livello del dicembre del 2009 (fig. 17.3); nel primo trimestre del 2012 è ulteriormente aumentato, al 2,9 per cento.

Figura 17.3



(1) Flusso di sofferenze rettificato nel trimestre in percentuale dei prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente, espresso su base annua. Per la definizione di sofferenze rettificato cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Sofferenze rettificato. Tutte le serie sono depurate dalla componente stagionale, dove presente. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Per il complesso dei gruppi bancari e delle banche italiane i crediti deteriorati verso la clientela ordinaria (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturato, scadute o sconfinanti) hanno continuato a crescere nel 2011 (13,0 per cento), sebbene a ritmi inferiori

rispetto al 2010 (15,4 per cento). L'incremento è dovuto soprattutto all'aumento dei crediti in sofferenza (16,3 per cento), che rappresentano oltre la metà del totale delle esposizioni deteriorate.

Alla fine del 2011 l'incidenza del complesso delle posizioni deteriorate sul totale dei crediti verso la clientela era dell'11,2 per cento, oltre un punto in più di quella dell'anno precedente (tav. 17.3). Essa resta elevata anche per la lentezza delle procedure di recupero dei crediti anomali. Il tasso di copertura delle sofferenze, ossia il rapporto tra la consistenza delle rettifiche e l'ammontare lordo delle esposizioni, si è ridotto dal 57,2 al 55,7 per cento, un livello significativamente inferiore a quello osservato prima della crisi anche se più elevato di quello della prima metà degli anni novanta. Si stima che per riportarlo sul livello medio osservato nel biennio 2006-07 sarebbero necessari ulteriori accantonamenti per un ammontare pari allo 0,5 per cento del complesso delle esposizioni.

Tavola 17.3

Qualità del credito del sistema bancario italiano (1) (dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Crediti (2)		Quota sul totale dei crediti in bilancio verso clientela		Tasso di copertura (3)	
		di cui: quota verso residenti	2010	2011 (4)	2010	2011 (4)
<b>Totale sistema (5)</b>						
<b>Crediti verso clientela</b>	<b>2.139.784</b>	<b>80,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>
in bonis	1.900.834	79,7	90,1	88,8	0,6	0,6
deteriorati	238.950	85,9	9,9	11,2	39,2	39,2
sofferenze	132.788	85,1	5,3	6,2	57,2	55,7
incagli	70.470	89,0	3,1	3,3	21,5	21,3
esposizioni ristrutturate	20.537	76,9	0,8	1,0	13,8	17,4
esposizioni scadute e/o sconfinanti	15.155	91,2	0,7	0,7	7,1	8,3
<b>Crediti verso banche</b>	<b>220.844</b>	<b>44,3</b>			<b>0,3</b>	<b>0,2</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
 (1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) I crediti sono al lordo delle relative rettifiche di valore. – (3) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Dati provvisori. – (5) Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri.

Per le banche non appartenenti a gruppi, tra cui le banche di credito cooperativo e le banche popolari di minori dimensioni, il tasso di copertura delle partite deteriorate era inferiore a quello di sistema; l'incidenza delle stesse sul totale delle esposizioni creditizie, tuttavia, era più bassa della media.

Gli indicatori prospettici mostrano che la qualità del credito potrebbe lievemente peggiorare anche nel 2012. A dicembre del 2011 la probabilità media di ingresso in sofferenza entro un anno (*probability of default*, PD) per le imprese non finanziarie censite dalla Centrale dei rischi si manteneva elevata (2,2 per cento) rispetto ai livelli osservati prima della crisi (1,7 alla fine del 2007). Nel primo trimestre del 2012 la PD media è cresciuta al 2,3 per cento. In base ai dati della Centrale dei rischi, inoltre, nel 2011 la quota di prestiti alle imprese che hanno già manifestato segnali di temporanea

difficoltà (esposizioni incagliate e ristrutturare) è aumentata di sette decimi di punto, al 6,4 per cento.

*Secondo un'analisi delle transizioni dei prestiti alle imprese tra i diversi gradi di anomalia nel rimborso del debito, oltre il 68 per cento di quelli classificati come incaglio alla fine del 2010 risultava ancora nella stessa categoria di rischio alla fine del 2011. La quota di prestiti passati dallo stato di incaglio verso anomalie più gravi (crediti in sofferenza) è stata pari al 23 per cento, quella dei prestiti migrati verso classi di rischio inferiori (crediti in bonis, sconfinamenti, scaduti) al 9 per cento.*

*Il rischio paese.* – Nel 2011 l'esposizione per cassa delle banche italiane e delle loro controllate estere verso non residenti è leggermente diminuita (-1,4 per cento). Alla fine dell'anno ammontava a 658,3 miliardi, pari al 24,7 per cento dell'esposizione complessiva. Per i primi cinque gruppi, cui è riconducibile il 92,9 per cento dell'esposizione per cassa verso l'estero, la quota sul totale delle attività era pari al 34,6 per cento.

In valore assoluto, le esposizioni maggiori riguardavano i residenti in Germania (181,6 miliardi), Austria (78,1 miliardi), Regno Unito (37,3 miliardi) e Polonia (32,4 miliardi). L'esposizione diretta nei confronti dei paesi che hanno maggiormente risentito della crisi dei debiti sovrani era, nel complesso, contenuta: 21,6 miliardi verso la Spagna, 12,1 verso l'Irlanda, 2,5 verso il Portogallo e 1,7 verso la Grecia. Si tratta principalmente di crediti al settore privato e di titoli del settore bancario e finanziario.

Alla fine del 2011 l'esposizione per cassa del sistema bancario italiano verso i paesi dell'Europa centrale e orientale ammontava a 164,3 miliardi (di cui 39,9 a famiglie e 76,2 a imprese), pari al 6,1 per cento dell'esposizione complessiva, in larga parte riferibile ai maggiori gruppi. Sebbene il Fondo monetario internazionale preveda che il PIL di queste economie nel 2012 continui complessivamente a crescere, la situazione finanziaria di famiglie e imprese in quest'area rimane fragile, anche in ragione dell'elevata percentuale di prestiti espressi in valute diverse da quella locale. Per i due maggiori gruppi italiani questi crediti rappresentavano la metà dell'esposizione complessiva verso questi paesi. A fronte di un aumento delle attività deteriorate, pari al 9,8 per cento delle esposizioni complessive verso l'Europa centrale e orientale, i due maggiori gruppi hanno adottato politiche di accantonamento più prudenti nei paesi in cui i rischi creditizi restano più elevati (Romania, Ungheria, Ucraina).

### *La redditività*

Nel 2011 la redditività del sistema bancario italiano è peggiorata. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è stato negativo (-9,2 per cento, contro 3,4 nel 2010; tav. 17.4). L'esercizio si è chiuso in perdita per 24,7 miliardi, a fronte di utili per 7,9 miliardi nel 2010. Tale andamento è interamente attribuibile alle ingenti svalutazioni una tantum degli avviamenti, circa 29 miliardi, che i principali gruppi hanno effettuato per allineare i bilanci all'evoluzione dei mercati. Tali rettifiche non hanno avuto alcun impatto sull'adeguatezza patrimoniale del sistema, poiché l'avviamento è interamente dedotto dal patrimonio di vigilanza. Al netto di tali svalutazioni, l'utile lordo, ancorché in flessione, sarebbe stato positivo (4,7 miliardi rispetto agli 11,8 del 2010).

Tavola 17.4

<b>Conto economico delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)</b> (milioni di euro e variazioni percentuali)						
VOCI	Totale sistema			Maggiori gruppi (2)		
	2010	2011 (3)	Variazione percentuale	2010	2011 (3)	Variazione percentuale
Margine di interesse (a)	53.475	54.049	1,1	32.751	32.227	-1,6
Altri ricavi (b)	37.761	38.096	0,9	23.154	23.757	2,6
di cui: <i>commissioni</i>	30.330	30.031	-1,0	18.545	18.034	-2,8
Margine di intermediazione (c=a+b)	91.236	92.144	1,0	55.905	55.984	0,1
Costi (d)	59.415	62.601	5,4	35.668	38.033	6,6
di cui: <i>spese per il personale</i>	33.260	33.767	1,5	20.241	20.687	2,2
Risultato di gestione (e=c-d)	31.820	29.544	-7,2	20.237	17.951	-11,3
Accantonamenti e rettifiche di valore (f)	21.632	52.248	141,5	14.601	43.476	197,8
di cui: <i>per deterioramento di crediti</i>	18.435	19.324	4,8	12.140	12.775	5,2
Risultato operativo netto (g=e-f)	10.188	-22.706	-322,9	5.636	-25.525	-552,9
Proventi non ricorrenti (h)	1.647	-1.103	-167,0	1.473	-1.088	-173,9
Utile lordo (i=g+h)	11.835	-23.808	-301,2	7.108	-26.613	-474,4
Imposte (l)	4.403	333	-92,4	2.071	-1.092	-152,7
Utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte (m)	1.097	61	-94,5	801	37	-95,3
Utile di pertinenza di terzi (n)	632	583	-7,7	413	425	2,8
Utile di pertinenza della capogruppo (o=i-l+m-n) (4)	7.897	-24.664	-412,3	5.426	-25.908	-577,5
<b>Indicatori (valori percentuali)</b>						
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione	41,4	41,3		41,4	42,4	
Cost-income ratio (5)	65,1	67,9		63,8	67,9	
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione	57,9	65,4		60,0	71,2	
ROE	3,4	-9,2		3,8	-15,8	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Per omogeneità nel confronto, la composizione dei gruppi bancari è quella della fine del 2011. Per la definizione degli aggregati cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Primi 5 gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre del 2011. – (3) Dati provvisori. – (4) Comprende l'utile al netto delle imposte delle banche non appartenenti a gruppi. – (5) Il *cost-income ratio* è il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione.

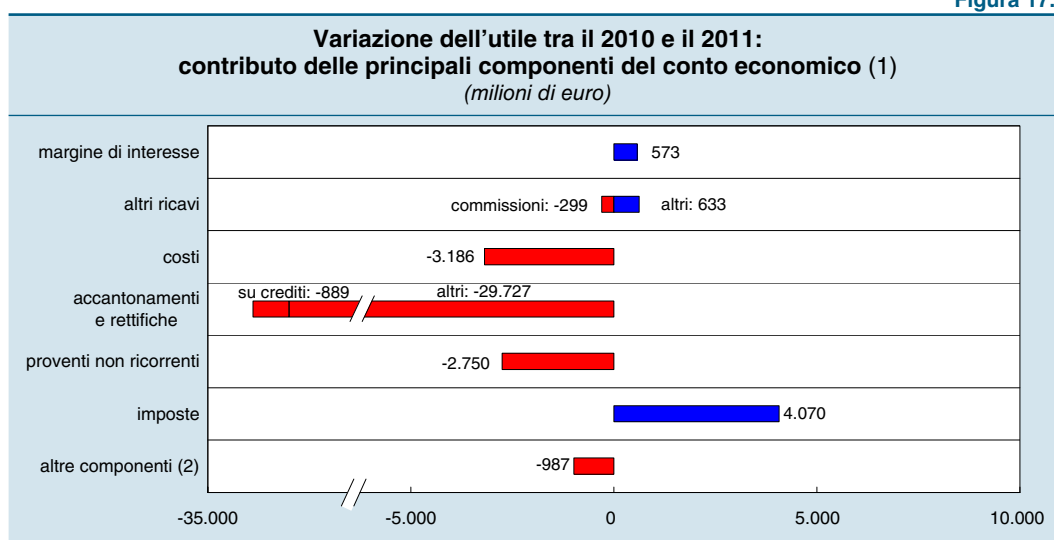
Il margine di interesse è cresciuto dell'1,1 per cento (con un incremento di 573 milioni; fig. 17.4). I proventi dell'attività di negoziazione, che hanno beneficiato nel primo semestre del 2011 di una ripresa dei mercati finanziari, hanno più che compensato la contrazione delle commissioni nette (-1,0 per cento). Il margine di intermediazione è aumentato dell'1,0 per cento.

Il risultato di gestione si è ridotto rispetto all'esercizio precedente (-7,2 per cento), principalmente per effetto di un aumento dei costi operativi (5,4 per cento) riconducibile per due terzi a maggiori ammortamenti su attività immateriali diverse dall'avviamento (tra cui sono inclusi marchi e brevetti). I costi del personale e le altre spese amministrative sono cresciuti dell'1,5 per cento, soprattutto per via di spese non ricor-

renti, tra cui gli oneri per l'incentivazione all'esodo anticipato del personale; le spese per le retribuzioni e gli oneri sociali sono invece rimasti invariati. Il *cost-income ratio*, pari al 67,9 per cento, è stato superiore di quasi tre punti percentuali rispetto a quello osservato nel 2010.

Gli accantonamenti e le rettifiche di valore hanno risentito delle svalutazioni sugli avviamenti effettuate dai principali gruppi, a cui è ascrivibile gran parte dell'aumento. Le rettifiche per le perdite su crediti sono cresciute del 4,8 per cento; la loro incidenza sul risultato di gestione è stata del 65,4 per cento, circa otto punti percentuali in più rispetto a quella osservata nell'anno precedente.

Figura 17.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) Dati provvisori. Per la definizione degli aggregati cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Utile/perdita dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte e utile/perdita di pertinenza di terzi.

*Per i cinque maggiori gruppi il margine di interesse è diminuito dell'1,6 per cento. Il calo è ascrivibile sia a una lieve compressione del differenziale tra tassi attivi e passivi, che ha riflesso l'aumento del costo della raccolta, sia a una leggera flessione dei volumi intermediati. A fronte di un margine di intermediazione sostanzialmente stabile, i costi operativi sono cresciuti del 6,6 per cento. Ne è conseguita una diminuzione del risultato di gestione (-11,3 per cento). L'incidenza delle rettifiche per le perdite su crediti su tale aggregato è salita al 71,2 per cento, 11 punti percentuali in più rispetto al 2010.*

Nel 2011 solo due dei cinque maggiori gruppi hanno distribuito dividendi, per circa 870 milioni di euro, meno della metà di quanto distribuito mediamente nei due anni precedenti (2009-2010), e meno del 10 per cento dei dividendi distribuiti nel biennio precedente la crisi (2006-07), quando il *pay-out ratio* era pari a circa due terzi degli utili. Il 95 per cento dei dividendi distribuiti è riconducibile a un unico intermediario.

*Nel confronto internazionale la redditività operativa dei primi due gruppi italiani, misurata dal risultato operativo netto in rapporto al capitale e alle riserve e al netto delle svalutazioni sugli avviamenti, è stata inferiore a quella osservata per un campione di 11 grandi banche europee (6 contro 9 per cento). La minore leva finanziaria delle banche italiane e il loro modello di business tradizionale, basato sulla raccolta al dettaglio e sull'erogazione di finanziamenti a famiglie e imprese, si traducono in una diversa composizione delle fonti di ricavo: per le banche italiane il margine di interesse rappresenta il 60 per cento di quello di intermediazione contro il 50 per le banche europee; la componente relativa all'attività di negoziazione incide per il 4 per cento, contro il 13 per cento per quelle europee. Inoltre, hanno contribuito alla minore redditività la maggiore incidenza sul totale delle attività sia dei costi (1,6 contro 1,3 per cento), sia degli accantonamenti e delle rettifiche di valore per perdite su crediti (0,7 contro 0,4 per cento).*

## Il patrimonio

Nel corso del 2011 le banche italiane hanno rafforzato significativamente le risorse patrimoniali di qualità primaria, maggiormente in grado di assorbire le perdite, soprattutto attraverso il ricorso al mercato.

*Il patrimonio e i coefficienti patrimoniali.* – Alla fine del 2011 il patrimonio di vigilanza consolidato era pari a 238,3 miliardi, in crescita del 4,5 per cento rispetto all'anno precedente (tav. 17.5). L'incremento ha riflesso la dinamica del patrimonio di base, cresciuto dell'8,4 per cento, a 184,2 miliardi, principalmente per effetto dei significativi aumenti di capitale realizzati da alcuni grandi gruppi nel corso dell'anno. Il rafforzamento patrimoniale ha beneficiato in misura limitata dell'autofinanziamento, contenuto in questa fase congiunturale. Il patrimonio supplementare ha registrato una diminuzione del 7,4 per cento, a 59,4 miliardi, a seguito del mancato rinnovo di passività subordinate in scadenza.

Tavola 17.5

VOCI	Intero sistema		Maggiori gruppi (2)	
	2010	2011	2010	2011
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	5.171	2.212	3.195	31
Patrimonio di vigilanza	227.960	238.253	136.475	142.635
Coefficiente relativo al core tier 1 (valori percentuali)	8,3	9,3	7,4	8,9
Coefficiente relativo al tier 1 (valori percentuali)	9,3	10,0	8,9	10,0
Coefficiente di patrimonializzazione (valori percentuali)	12,4	13,0	12,5	13,3
Leva finanziaria (3) (4)	19	17	22	19
Ecceденze patrimoniali	81.531	91.397	49.451	56.888

Fonte: segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) Sono escluse le succursali di banche estere. Per la definizione di patrimonio di vigilanza e per il calcolo dei coefficienti patrimoniali cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Primi 5 gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre del 2011. – (3) Rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio e il patrimonio di base (tier 1). – (4) Dati provvisori.

Le attività ponderate per il rischio sono rimaste stabili; quelle dei maggiori gruppi si sono contratte dell'1,6 per cento.

*Per i cinque maggiori gruppi la riduzione delle attività ponderate per il rischio è ascrivibile, da un lato, alla contrazione dei prestiti alle imprese e alle famiglie; dall'altro, al proseguimento di alcune operazioni di ridimensionamento della rete territoriale, cessione di attività non strategiche e ricomposizione del portafoglio verso attività caratterizzate da fattori di ponderazione più favorevoli. L'entrata in vigore, a dicembre del 2011, della direttiva cosiddetta CRD3 (cfr. il capitolo 19: L'azione di vigilanza) che ha reso, tra l'altro, più severo il metodo di calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato, ha avuto un impatto contenuto sui requisiti prudenziali delle banche italiane, caratterizzate da un modello di business basato sull'intermediazione tradizionale.*

Il rafforzamento della base patrimoniale ha determinato un aumento dei coefficienti patrimoniali rispetto alla fine del 2010. Il core tier 1 ratio, relativo al patrimonio di migliore qualità, è cresciuto di un punto percentuale, al 9,3 per cento; il tier 1 ratio, relativo all'intero patrimonio di base, è aumentato di sette decimi, al 10,0 per cento. Il coefficiente complessivo (total capital ratio) ha raggiunto il 13,0 per cento (0,6 punti percentuali in più).



*Per i cinque maggiori gruppi l'incremento dei coefficienti è riconducibile agli aumenti di capitale realizzati nel corso del 2011 (per un importo complessivo superiore a 10 miliardi) e alla ristrutturazione di strumenti convertibili in patrimonio di qualità elevata (per oltre 2,5 miliardi), oltre che alla riduzione delle attività ponderate per il rischio. Alla fine del 2011 il core tier 1 ratio di tali gruppi era mediamente pari all'8,9 per cento (7,4 alla fine del 2010); il tier 1 ratio e il total capital ratio avevano raggiunto, rispettivamente, il 10,0 e il 13,3 per cento (dall'8,9 e 12,5 per cento alla fine del 2010).*

Nel confronto internazionale i due maggiori gruppi italiani continuano a caratterizzarsi per livelli medi di patrimonializzazione più contenuti. Le recenti operazioni di ricapitalizzazione realizzate da questi gruppi hanno tuttavia ridotto il divario con i principali intermediari europei. Alla fine del 2011 il tier 1 ratio di un campione di 11 grandi banche europee era pari, in media, al 12,1 per cento (10,2 per i due gruppi italiani). Allo stesso tempo la leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio e il patrimonio di base, era considerevolmente maggiore per le banche europee rispetto a quelle italiane: 30 contro 19.

*Nel 2011 la European Banking Authority (EBA) e le autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri, tra cui la Banca d'Italia, hanno condotto, con la collaborazione dello European Systemic Risk Board (ESRB), della Banca centrale europea e della Commissione, un esercizio di stress sul sistema bancario dell'Unione europea volto a valutare nel biennio 2011-12 la capacità del sistema di assorbire l'impatto di scenari particolarmente avversi con riguardo ai rischi di credito e di mercato, inclusi quelli derivanti da un aumento del rischio sovrano.*

*L'esercizio ha riguardato complessivamente 90 gruppi bancari di 21 Stati membri, tra cui cinque italiani: UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane.*

*I risultati, pubblicati il 15 luglio del 2011, hanno confermato la solidità patrimoniale delle banche italiane. Applicando le condizioni ipotizzate nello stress test, per tutti i cinque gruppi il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) sarebbe risultato, alla fine del 2012, ben al di sopra della soglia del 5 per cento stabilita dalle autorità come riferimento per valutare la necessità di eventuali interventi di ricapitalizzazione. In particolare, per i cinque gruppi italiani il core tier 1 ratio aggregato sarebbe stato del 7,3 per cento alla fine del 2012, di poco inferiore alla mediana del campione di banche europee (7,7 per cento). Includendo ulteriori risorse patrimoniali caratterizzate da elevata capacità di assorbire le perdite, il coefficiente per questi gruppi salirebbe al 7,9 per cento.*

*Le prospettive di rafforzamento patrimoniale.* – A seguito della decisione del Consiglio europeo del 26 ottobre 2011 di rafforzare la base patrimoniale delle banche per accrescerne la capacità di fare fronte a eventuali ulteriori shock e rassicurare gli investitori circa la loro solidità, l'EBA ha emanato lo scorso 8 dicembre una raccomandazione sul capitale delle banche (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza*).

Per raggiungere l'obiettivo di capitale indicato nella raccomandazione, quattro delle cinque banche che hanno partecipato all'iniziativa (UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane) avevano bisogno nel complesso di maggior capitale per 15,4 miliardi di euro. In particolare, per UniCredit l'ammontare era di 8,0 miliardi; Banca Monte dei Paschi di Siena presentava un fabbisogno di 3,3 miliardi; Banco Popolare di 2,7 miliardi; Unione di Banche Italiane di 1,4 miliardi. Intesa Sanpaolo non necessitava di capitale aggiuntivo.

Il 20 gennaio di quest'anno le banche hanno trasmesso alla Banca d'Italia i piani che intendono attuare per raggiungere l'obiettivo patrimoniale. Alla fine di maggio i piani definiti dopo l'interazione con le autorità di vigilanza sono all'attenzione dell'EBA. Il gruppo UniCredit ha realizzato nei primi mesi di quest'anno un aumento di capitale che soddisfa pienamente le sue esigenze patrimoniali. Le altre banche prevedono di realizzare una pluralità di iniziative: cessione di attività, operazioni su strumen-

ti ibridi, capitalizzazione degli utili, ottimizzazione delle attività ponderate per il rischio tramite la validazione dei modelli interni.

A gennaio del 2012 la Banca d'Italia ha, inoltre, rivisto le condizioni di autorizzazione per le operazioni di *buy-back* (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza*) che consentono di rafforzare la base patrimoniale attraverso la destinazione dell'eventuale plusvalenza (connessa con un prezzo di riacquisto inferiore a quello di emissione) all'incremento del patrimonio di qualità più elevata (core tier 1). Si stima che le operazioni di *buy-back* realizzate dai cinque maggiori gruppi nei primi mesi del 2012 possano determinare un incremento medio del core tier 1 ratio di circa dieci punti base. Tenendo conto anche dell'aumento di capitale realizzato da UniCredit nei primi mesi dell'anno, il coefficiente relativo al patrimonio di qualità più elevata raggiungerebbe, in media, il 9,7 per cento.

Al rafforzamento patrimoniale delle banche contribuisce in prospettiva l'entrata in vigore di Basilea 3 prevista per il 1° gennaio del prossimo anno e pienamente operativa dal 2019 (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza*). Il monitoraggio periodico che la Banca d'Italia conduce su un campione di 13 gruppi bancari, rappresentativo di oltre il 70 per cento dell'attivo totale del sistema, conferma che il percorso di aggiustamento verso i requisiti prudenziali a regime di Basilea 3 procede con regolarità.

*I dati relativi ai gruppi che partecipano al monitoraggio mostrano che, sulla base dei dati di dicembre 2011, il fabbisogno di capitale di qualità primaria (common equity tier 1) risulterebbe in diminuzione rispetto a precedenti simulazioni. A tale risultato hanno contribuito positivamente gli aumenti di capitale realizzati nei mesi scorsi dai maggiori gruppi e il più favorevole trattamento prudenziale di alcune tipologie di attività per imposte anticipate (deferred tax assets) approvato dal Comitato di Basilea lo scorso dicembre; per contro, hanno contribuito in direzione opposta le consistenti minusvalenze nel portafoglio di attività disponibili per la vendita, per effetto soprattutto dei corsi sfavorevoli che i titoli sovrani hanno registrato negli ultimi mesi del 2011.*

*Le evidenze sull'attivo ponderato per il rischio, calcolato secondo le regole di Basilea 3, indicano che l'inasprimento dei requisiti a fronte dei rischi di controparte determinerebbe per le banche italiane un aggravio patrimoniale più contenuto rispetto a quello dei maggiori intermediari di altri paesi.*

### ***L'attività degli intermediari non bancari***

*Le società di gestione del risparmio (SGR).* – Nel 2011 l'utile netto complessivo, pari a 385 milioni, è diminuito del 22,6 per cento rispetto all'anno precedente (tav. 17.6). Gli intermediari hanno risentito in misura rilevante della flessione dei patrimoni gestiti (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*) e della conseguente riduzione delle commissioni attive. L'azione di contenimento dei costi operativi, anche attraverso operazioni di riassetto societario e di gruppo, ha solo in parte compensato la contrazione del margine lordo della gestione caratteristica. Sul risultato finale hanno inciso in misura rilevante anche le perdite su partecipazioni (pari a circa 19 milioni) e le rettifiche di valore su attività immateriali (36 milioni).

*Il risultato netto delle SGR specializzate nella gestione di fondi aperti e di patrimoni su base individuale è diminuito di oltre il 23 per cento, sia per effetto della riduzione delle commissioni nette, sia per la minore contrazione dei costi operativi. Per queste società la diminuzione delle provvigioni di gestione è stata del 10 per cento circa; le commissioni di incentivo sono diminuite di oltre il 60 per cento rispetto al 2010, anno in cui avevano già fatto registrare un calo del 54 per cento rispetto ai dodici mesi precedenti.*

*La diminuzione della redditività media delle SGR operanti nel comparto dei fondi chiusi immobiliari – tra i quali permangono alcune situazioni di tensione finanziaria (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza*) – si è attestata intorno al 22 per cento. Il settore ha risentito del repentino peggioramento della*

redditività di alcuni tra i maggiori operatori, dovuto principalmente alla riduzione delle commissioni attive e alle rettifiche di valore per deterioramento di attività finanziarie.

L'utile complessivo delle società che gestiscono fondi di private equity è diminuito del 14 per cento circa, a causa dell'incremento dei costi operativi e nonostante il lieve aumento delle commissioni attive.

Circa un terzo delle SGR (pari a 65) hanno chiuso in perdita l'esercizio; di queste, il 40 per cento è specializzato nel comparto immobiliare.

Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale complessivo (5,1) è rimasto sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente per effetto della stabilità sia dell'ammontare del patrimonio di vigilanza (pari a 1.840 milioni) sia del requisito patrimoniale complessivo.

Tavola 17.6

SGR: dati di conto economico (consistenze in milioni di euro; valori e variazioni percentuali)					
VOCI	2010		2011		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	
Commissioni attive	4.313	236,5	3.958	236,4	-8,2
Commissioni passive	2.489	136,5	2.284	136,4	-8,3
<b>Margine lordo della gestione caratteristica (2)</b>	<b>1.823</b>	<b>100,0</b>	<b>1.674</b>	<b>100,0</b>	<b>-8,2</b>
Spese amministrative	1.157	63,5	1.141	68,1	-1,4
di cui: per il personale	627	34,4	612	36,5	-2,4
Altri oneri di gestione	22	1,2	20	1,2	-8,4
<b>Totale costi operativi (3)</b>	<b>1.237</b>	<b>67,8</b>	<b>1.227</b>	<b>73,3</b>	<b>-0,8</b>
Altri proventi di gestione	69	3,8	89	5,3	29,5
<b>Risultato della gestione caratteristica</b>	<b>656</b>	<b>36,0</b>	<b>537</b>	<b>32,0</b>	<b>-18,2</b>
Risultato della gestione finanziaria	108	5,9	74	4,4	-31,3
<b>Risultato delle attività ordinarie</b>	<b>764</b>	<b>41,9</b>	<b>611</b>	<b>36,5</b>	<b>-20,1</b>
Imposte	267	14,6	226	13,5	-15,4
<b>Utile netto (perdita) di esercizio</b>	<b>497</b>	<b>27,3</b>	<b>385</b>	<b>23,0</b>	<b>-22,6</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) In percentuale del margine lordo della gestione caratteristica. – (2) Attività di gestione su base individuale e collettiva. – (3) Comprende le rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali.

*Le società di intermediazione mobiliare (SIM).* – Nel corso del 2011 la redditività delle SIM ha risentito delle tensioni sui mercati finanziari, invertendo la tendenza favorevole registrata nel biennio precedente. Le SIM hanno chiuso l'esercizio 2011 con un utile netto complessivo di 68 milioni, in flessione del 41 per cento rispetto al 2010. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è sceso dal 13 all'8 per cento.

Il peggioramento del margine di intermediazione (-21 per cento) è riconducibile prevalentemente alla contrazione dei ricavi da commissioni derivanti dai servizi di raccolta ed esecuzione di ordini. Nonostante la riduzione dei costi operativi (-14 per cento), il rapporto fra costi e ricavi è salito al 76 per cento (71 per cento nel 2010).

Alla fine dell'anno il patrimonio di vigilanza delle SIM, costituito quasi esclusivamente da elementi di qualità primaria (capitale e riserve), si è ridotto del 7 per cento rispetto al 2010, principalmente per l'uscita dal mercato di due intermediari di rilevanti dimensioni; a campione costante, il patrimonio di vigilanza complessivo è rimasto sostanzialmente invariato. Sono rimasti stabili anche i requisiti patrimoniali, a fronte di una maggiore esposizione ai rischi di mercato più che compensata dalla riduzione

dell'esposizione ai rischi di credito e operativi; il rapporto fra il patrimonio di vigilanza e il requisito complessivo è pari a 4,5 (4,9 nel 2010).

*Gli intermediari ex art. 107 TUB.* – Nel 2011 le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale hanno mostrato una ripresa dei volumi operativi, anche se non omogenea nei vari comparti; si registra complessivamente un incremento della rischiosità degli impieghi.

*Nel corso dell'anno il flusso dei crediti erogati dalle società finanziarie è aumentato dell'11,8 per cento; con specifico riferimento ai settori più rilevanti, nei comparti del leasing e del factoring si è registrato un incremento rispettivamente del 3,0 e dell'11,0 per cento; nel credito al consumo il flusso è diminuito del 4,2 per cento.*

La qualità del credito delle società finanziarie presenta segnali di peggioramento. Le posizioni classificate a sofferenza e le partite deteriorate rappresentano rispettivamente il 5,9 e il 10,4 per cento del totale degli impieghi (5,0 e 9,0 per cento nel 2010). L'incremento della rischiosità dei crediti risulta confermato dalle segnalazioni in Centrale dei rischi, che evidenziano un aumento di 1,8 punti percentuali delle sofferenze rettificata in rapporto agli impieghi censiti.

*Nel credito al consumo e nel leasing l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi è aumentata di oltre un punto percentuale, attestandosi rispettivamente all'8,7 e al 6,4 per cento; nel factoring il peso delle sofferenze è rimasto pressoché invariato rispetto all'anno precedente (1,7 per cento).*

*Nel 2011 il comparto dei confidi iscritti nell'elenco speciale ha evidenziato un marcato deterioramento delle garanzie rilasciate; le partite deteriorate sono aumentate del 37,4 per cento a fronte di un incremento delle garanzie rilasciate del 2,2 per cento. Il rapporto tra le partite deteriorate e il totale delle garanzie rilasciate si attesta al 6,3 per cento (4,7 nel 2010). La rischiosità complessiva potrebbe comunque risultare sottostimata in considerazione della mancanza, in molti casi, di uno strutturato flusso informativo con le banche che erogano il finanziamento tale da consentire ai confidi di individuare tempestivamente i segnali di deterioramento delle posizioni garantite.*

Le società finanziarie ex art. 107 del TUB hanno chiuso il 2011 con un utile in flessione rispetto al precedente anno (-18,3 per cento). Per l'insieme di tali intermediari si è registrata una riduzione del margine di intermediazione (-9,4 per cento) dovuta, per lo più, a una contrazione dei ricavi da interessi e delle commissioni nette. Il numero di intermediari che hanno subito perdite risulta in aumento (da 59 a 67); essi rappresentano il 23,1 per cento del totale in termini di attivo di bilancio. Tra le società che hanno chiuso in perdita si annoverano soprattutto intermediari operanti nel comparto del leasing e i confidi.

*Oltre la metà dei confidi ha chiuso il bilancio 2011 in perdita. Per le società del comparto, connotate da una modesta redditività, rileva il peso dei costi operativi, che assorbono complessivamente il 60,5 per cento del margine di intermediazione.*

Nel 2011 l'ammontare complessivo del patrimonio di vigilanza degli intermediari finanziari attivi nei comparti del leasing, del factoring e del credito al consumo è cresciuto del 6,9 per cento. Il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio (*solvency ratio*) risulta in linea con il dato del precedente anno, attestandosi all'8,0 per cento, valore superiore al limite normativo, fissato al 6 per cento.

*Il comparto dei confidi presenta nel complesso un adeguato livello di patrimonializzazione; il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio è pari, mediamente, al 13,5 per cento. Tale dato risulta, peraltro, significativamente condizionato dalle misure di sostegno provenienti dal settore pubblico: da un lato, i contributi erogati dagli enti regionali rafforzano il patrimonio di vigilanza; dall'altro, il ricorso ai meccanismi di controgaranzia a valere sul Fondo centrale di garanzia gestito dal MedioCredito Centrale consente la riduzione delle attività ponderate per il rischio.*

## 18. L'ATTIVITÀ DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2011 il settore del risparmio gestito ha registrato un deflusso netto di risorse per 43 miliardi, contro un afflusso di 3 miliardi nell'anno precedente (tav. 18.1). Il calo della raccolta netta ha riguardato i fondi comuni, i prodotti assicurativi del ramo vita e le gestioni patrimoniali. Anche a causa dell'andamento negativo dei corsi, il valore del patrimonio gestito si è ridotto del 5 per cento, a 880 miliardi, pari al 56 per cento del PIL. Sul totale delle attività finanziarie delle famiglie il peso degli investitori istituzionali è rimasto stabile, al 24 per cento (tav. 18.2).

Tavola 18.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo		Quote percentuali	
	2010	2011 (1)	2010	2011 (1)	2010	2011 (1)
Fondi comuni (2)	-19.886	-30.008	229.278	192.261	18,7	16,5
Assicurazioni (3)	21.274	1.295	473.414	476.991	38,6	40,8
Fondi pensione (4)	5.035	5.246	55.823	60.125	4,6	5,1
Gestioni patrimoniali	6.133	-15.645	467.761	438.884	38,1	37,6
<b>Totale</b>	<b>12.556</b>	<b>-39.112</b>	<b>1.226.276</b>	<b>1.168.261</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>2.546</b>	<b>-43.056</b>	<b>930.127</b>	<b>880.050</b>	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>0,2</i>	<i>-2,7</i>	<i>59,9</i>	<i>55,7</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.

(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Riserve tecniche. 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) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle SGR e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti.

La debolezza della raccolta ha risentito sia della riduzione del risparmio delle famiglie italiane sia della ricomposizione dei portafogli a favore di titoli di Stato e prodotti bancari.

Il complesso dei fondi comuni italiani ha registrato ingenti riscatti netti di quote, concentrati nei comparti monetario e obbligazionario. La raccolta netta si è ridotta anche tra i fondi promossi da intermediari esteri; alla fine del 2011, questi rappresentavano circa un quarto del patrimonio complessivo dei fondi aperti collocati in Italia.

Dopo i risultati positivi registrati nei due anni precedenti, la raccolta netta delle gestioni patrimoniali e delle compagnie di assicurazione è calata drasticamente. I disinvestimenti sono stati più intensi nella seconda parte dell'anno, in concomitanza con le crescenti tensioni sui mercati finanziari. Tra i prodotti assicurativi, il calo ha riguardato in particolare le polizze index e unit-linked, in cui il rischio dell'investimento è

prevalentemente sopportato dai sottoscrittori. Nel comparto del risparmio previdenziale, le dinamiche delle contribuzioni e delle adesioni sono state modeste, sebbene sia proseguita l'espansione dei prodotti pensionistici di natura assicurativa.

Tavola 18.2

Investitori istituzionali: incidenza del patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie nei principali paesi europei e negli Stati Uniti (dati di fine periodo; valori percentuali)								
VOCI		Italia	Francia	Germania	Spagna	Area dell'euro (1)	Regno Unito	Stati Uniti (2)
Fondi comuni (3)	2006	9,7	9,7	10,5	11,7	9,8	4,3	10,8
	2011 (5)	5,9	6,9	8,3	6,8	6,7	3,1	11,5
Assicurazioni e fondi pensione	2006	11,6	33,9	32,4	13,7	27,6	53,9	26,9
	2011 (5)	14,6	37,7	36,1	15,7	31,5	53,1	27,5
di cui: <i>fondi pensione</i>	2006	0,9	3,8	12,1	5,9	....	....	18,9
	2011 (5)	1,7	4,1	13,5	6,2	....	....	18,5
<b>Totale (4)</b>	<b>2006</b>	<b>24,8</b>	<b>43,6</b>	<b>42,9</b>	<b>25,4</b>	<b>37,4</b>	<b>58,2</b>	<b>37,7</b>
	<b>2011 (5)</b>	<b>23,6</b>	<b>44,6</b>	<b>44,4</b>	<b>22,5</b>	<b>38,2</b>	<b>56,2</b>	<b>39,0</b>
<i>in % del PIL</i>	2006	64,4	84,7	78,4	47,2	77,0	171,7	136,4
	2011 (5)	52,3	89,4	81,2	36,0	76,1	160,6	124,9

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Banco de España, BCE, Eurostat, OCSE, Office for National Statistics per il Regno Unito e Federal Reserve per gli Stati Uniti.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (2) Per gli Stati Uniti il dato sui fondi pensione è relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali; sono esclusi i piani pensionistici federali. – (3) Sono inclusi i fondi esteri. – (4) Solo per l'Italia il totale include, oltre alle voci indicate, le gestioni di patrimoni appartenenti alle famiglie al netto degli investimenti in quote di fondi comuni; la voce è parzialmente stimata. – (5) Dati provvisori. I dati di Francia, Germania, Spagna e area dell'euro si riferiscono al 3° trimestre del 2011, ad eccezione dei dati sui fondi pensione di Francia e Germania, riferiti al 4° trimestre del 2010.

### I fondi comuni di investimento

*La raccolta.* – Nel 2011 si è accentuato il deflusso netto di risorse dai fondi aperti di diritto italiano (34 miliardi, da 24 nel 2010; tav. 18.3); cospicui riscatti si sono registrati nei comparti che investono prevalentemente in titoli di Stato dell'area dell'euro e in strumenti monetari (rispettivamente 13 e 8 miliardi). La raccolta netta si è ridotta drasticamente anche tra i fondi di diritto estero, passando da 30 miliardi a 1; tra questi, il calo ha interessato sia i fondi istituiti da intermediari italiani sia quelli riconducibili a gruppi stranieri.

*La raccolta netta dei fondi comuni armonizzati si è ridotta anche negli altri principali paesi (tav. 18.4). Deflussi netti di risorse si sono registrati in Francia, in Lussemburgo e negli Stati Uniti; la raccolta è rimasta positiva nel Regno Unito.*

Il consistente deflusso di risparmio dai fondi comuni italiani ha riflesso un'aumentata propensione all'investimento diretto in titoli di Stato italiani e in prodotti bancari a medio e a lungo termine, che negli ultimi mesi dell'anno hanno offerto rendimenti a scadenza elevati, a fronte di rischi comunque ritenuti contenuti. La ricomposizione di portafoglio è stata verosimilmente favorita sia dai modesti risultati conseguiti nell'anno dai fondi comuni sia da una più aggressiva strategia di offerta da parte delle banche, volta a incrementare la raccolta diretta presso la clientela.



Tavola 18.3

Fondi comuni: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta (3)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Fondi aperti armonizzati	596	608	165.183	131.573	-23.754	-29.691
Azionari	173	166	23.952	19.145	-2.130	-1.906
Bilanciati	53	52	12.726	10.127	-1.655	-1.915
Obbligazionari	186	196	74.665	60.116	-2.104	-13.911
Monetari	29	27	35.406	25.621	-18.248	-8.082
Flessibili	155	167	18.434	16.564	383	-3.877
Fondi aperti non armonizzati	246	203	29.376	22.119	-647	-4.795
Fondi aperti speculativi (4)	145	120	10.586	8.051	-1.562	-1.676
di cui: <i>fondi di fondi</i>	127	98	8.540	6.558	-1.189	-1.333
Altri tipi di fondi aperti	101	83	18.790	14.068	915	-3.119
di cui: <i>fondi di fondi</i>	52	50	6.742	6.203	1.710	-253
<b>Totale fondi aperti</b>	<b>842</b>	<b>811</b>	<b>194.559</b>	<b>153.692</b>	<b>-24.401</b>	<b>-34.486</b>
Fondi chiusi mobiliari	132	133	6.111	6.994	296	103
di cui: <i>riservati</i>	124	126	5.869	6.797	296	123
Fondi chiusi immobiliari	296	331	28.608	31.575	4.219	4.375
di cui: <i>riservati</i>	269	303	22.409	25.773	4.120	4.416
<b>Totale fondi chiusi</b>	<b>428</b>	<b>464</b>	<b>34.719</b>	<b>38.569</b>	<b>4.515</b>	<b>4.478</b>
<b>Totale</b>	<b>1.270</b>	<b>1.275</b>	<b>229.278</b>	<b>192.261</b>	<b>-19.886</b>	<b>-30.008</b>
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri (5)						
istituiti da intermediari italiani (6)	834	901	175.863	176.166	11.886	-3.974
di cui: <i>speculativi</i>	26	26	2.614	1.849	-478	-610
istituiti da intermediari stranieri	1.923	2.025	90.370	96.913	18.473	5.190

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.

(1) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (2) Per i fondi italiani, fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per i fondi esteri, fondi acquistati da investitori italiani. – (3) I dati sulla raccolta sono al netto dei rimborsi. Con riferimento ai fondi chiusi, la raccolta netta è calcolata come differenza tra gli impegni di sottoscrizione raccolti e gli eventuali rimborsi effettuati dalle SGR, risultanti dalle segnalazioni di vigilanza. – (4) I fondi *side pockets* sono inclusi per il patrimonio netto e la raccolta netta; sono esclusi per il numero dei fondi. – (5) Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani. – (6) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda.

*Tra i fondi di diritto italiano, il deflusso di risorse in rapporto al patrimonio gestito è stato maggiore per i fondi controllati da gruppi bancari nazionali (16 per cento, contro il 13 degli altri fondi). Benché sempre prevalente, la quota della raccolta lorda dei fondi comuni aperti effettuata per il tramite delle reti bancarie è diminuita, dal 72 al 70 per cento, a vantaggio di quella effettuata attraverso società di intermediazione mobiliare (SIM), imprese di investimento estere e altri canali, passata dal 16 al 18 per cento; è rimasto stabile il peso della raccolta realizzata in proprio dalle società di gestione, al 12 per cento.*

La raccolta netta dei fondi chiusi immobiliari è rimasta pressoché stabile, a 4 miliardi; quella dei fondi chiusi mobiliari (principalmente fondi di private equity) si è ridotta, passando da 296 a 103 milioni.



Tavola 18.4

Fondi comuni mobiliari: raccolta netta e patrimonio netto nei principali paesi europei e negli Stati Uniti (1) (dati annuali)									
		Italia	Francia	Germania	Lussemburgo e Irlanda (2)		Area dell'euro (3)	Regno Unito	Stati Uniti
VOCI					di cui: controllati da interme- diari italiani				
<b>Raccolta netta</b> (milioni di euro)									
<b>Totale</b>	<b>2010</b>	<b>-23.754</b>	<b>-84.700</b>	<b>10.402</b>	<b>114.072</b>	<b>11.885</b>	<b>-12.680</b>	<b>54.632</b>	<b>-171.506</b>
	<b>2011</b>	<b>-29.691</b>	<b>-90.900</b>	<b>-3.708</b>	<b>-23.714</b>	<b>-3.974</b>	<b>-174.052</b>	<b>13.058</b>	<b>-43.974</b>
Azionari	2010	-2.130	-8.600	2.504	36.477	2.351	28.747	15.906	-27.662
	2011	-1.906	-27.200	2.619	-28.393	-2.309	-63.000	1.009	-93.614
Bilanciati (4)	2010	-1.272	2.600	8.228	31.288	5.505	40.672	31.373	17.435
	2011	-5.791	-4.300	-3.152	9.949	6.352	-13.939	8.865	21.235
Obbligazionari	2010	-2.104	-500	585	90.023	7.345	68.600	7.581	181.995
	2011	-13.911	-9.400	-2.958	-11.831	-5.117	-44.072	2.665	89.621
Monetari	2010	-18.248	-78.200	-915	-43.716	-3.316	-150.699	-228	-343.275
	2011	-8.082	-50.000	-217	6.561	-2.900	-53.041	519	-61.216
<b>Patrimonio netto di fine anno</b> (miliardi di euro)									
<b>Totale</b>	<b>2010</b>	<b>165</b>	<b>1.210</b>	<b>250</b>	<b>2.639</b>	<b>175</b>	<b>4.552</b>	<b>675</b>	<b>8.844</b>
	<b>2011</b>	<b>132</b>	<b>1.068</b>	<b>226</b>	<b>2.580</b>	<b>163</b>	<b>4.283</b>	<b>648</b>	<b>8.698</b>
<i>in % del PIL</i>	2010	10,6	62,6	10,1	–	–	51,0	39,6	81,3
	2011	8,5	53,5	8,8	–	–	46,8	37,3	77,0

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, EFAMA, Investment Company Institute e Assogestioni.  
(1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono prevalentemente in valori mobiliari quotati e sono offerti al pubblico (per i paesi appartenenti alla UE, i fondi armonizzati). Per alcuni paesi, sono inclusi i fondi di fondi. – (2) Per la raccolta netta, il dato si riferisce solo al Lussemburgo. – (3) Per la raccolta netta, i dati non includono Belgio, Irlanda, Slovenia, Slovacchia, Cipro e Malta. – (4) Sono incluse anche altre tipologie di fondi (per i fondi italiani e per quelli esteri controllati da intermediari italiani, i fondi flessibili).

*Il rendimento e le commissioni.* – Nel 2011 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto di imposte e commissioni, è stato negativo (-3,2 per cento), risentendo dell'andamento dei mercati finanziari nella seconda metà dell'anno (tav. 18.5). Le perdite sono state significative tra i fondi azionari, flessibili e bilanciati (-12,2, -5,9 e -4,8 per cento, rispettivamente), più contenute nel comparto obbligazionario (-0,2 per cento); risultati leggermente positivi si sono registrati nel comparto monetario (0,8 per cento).

Le commissioni totali sui fondi comuni armonizzati (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) si sono ridotte a 1,9 miliardi (2,2 nel 2010), di cui 1,7 nei confronti delle società di gestione. Il peso delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo ha continuato a diminuire, all'1,67 per cento (1,73 nel 2010; fig. 18.1), per effetto della ridotta incidenza delle provvigioni di incentivo. Secondo dati di Borsa Italiana, l'incidenza sul patrimonio delle commissioni totali annue gravanti sui sottoscrittori di *exchange-traded funds* (ETF) è rimasta in media contenuta rispetto a quella degli altri fondi comuni, allo 0,4 per cento.

Tavola 18.5

Rendimenti dei fondi comuni mobiliari e dei principali investimenti alternativi (1) (valori percentuali)											
ANNI	Fondi comuni (2)				Investimenti alternativi						
	di cui:			Azioni italiane (3)	Azioni estere (4)	BTP (5)	CCT (5)	BOT (6)	Obbliga- zioni estere (7)		
	Azionari	Bilanciati	Obbliga- zionari								
2000	-3,6	-8,8	-0,5	4,3	3,9	-6,9	6,3	4,4	3,8	9,4	
2001	-8,0	-17,0	-7,2	2,8	-23,5	-11,7	6,6	4,9	4,7	4,3	
2002	-9,1	-26,3	-12,1	2,2	-21,4	-31,7	8,7	3,8	3,3	1,2	
2003	3,6	10,1	5,6	1,6	18,1	11,5	3,7	2,4	2,8	-5,0	
2004	3,4	7,3	4,5	2,3	21,8	7,0	7,6	2,1	2,3	2,2	
2005	6,5	17,1	9,7	2,1	17,8	26,0	5,3	2,0	2,2	8,1	
2006	4,2	11,4	3,3	0,4	23,5	8,2	0,0	3,1	2,6	-5,1	
2007	0,3	-1,6	-0,6	1,3	-4,7	-0,9	1,7	4,0	3,7	-0,2	
2008	-9,7	-38,8	-15,7	2,1	-46,1	-37,7	5,5	2,0	4,0	17,0	
2009	6,9	25,4	10,9	4,5	27,8	27,6	8,0	4,4	2,6	-1,4	
2010	2,5	8,8	4,0	1,6	-5,1	20,2	-0,3	-1,5	1,0	14,1	
2011	-3,2	-12,2	-4,8	-0,2	-19,2	-1,8	-5,5	-6,4	2,0	10,7	

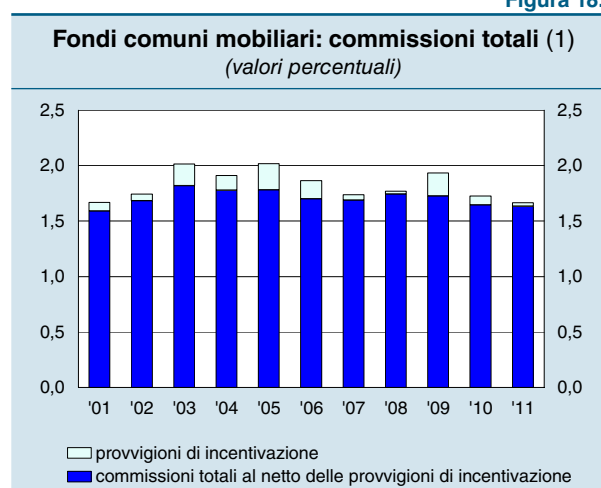
Fonte: Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream.

(1) Rendimenti a 12 mesi di fine anno, salvo diversa indicazione. – (2) Dati al netto di imposte e commissioni riferiti a fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi. – (3) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; include i dividendi. – (4) Variazione percentuale dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio. – (5) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana. – (6) Tasso all'emissione dei BOT a 12 mesi all'inizio dell'anno. – (7) Variazione percentuale dell'indice J.P. Morgan dei mercati obbligazionari mondiali, escluso il mercato italiano; sono incluse le cedole e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio.

*L'offerta di fondi.* – È ulteriormente diminuito il numero di fondi aperti di diritto italiano, da 842 a 811. Il calo, interamente ascrivibile ai fondi non armonizzati, riflette in gran parte operazioni di consolidamento, anche a seguito di riassetti societari. Per effetto del cospicuo deflusso di risorse, tuttavia, la dimensione media dei fondi è ulteriormente diminuita in tutti i principali comparti.

Ha invece continuato ad aumentare il numero di fondi di diritto estero commercializzati in Italia: tra questi, quelli riconducibili a intermediari italiani sono passati da 834 a 901, quelli istituiti da gruppi stranieri da 1.923 a 2.025. L'offerta di nuovi fondi si è concentrata nei comparti flessibile, azionario e in quelli specializzati nelle obbligazioni societarie e nei titoli dei paesi emergenti.

Figura 18.1



(1) Media semplice delle commissioni totali pagate dai singoli fondi, calcolata come rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto. Per continuità con i dati del biennio 2001-02, sono escluse le commissioni a intermediari per la compravendita di titoli. I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi 2 anni sono provvisori.

Il numero degli ETF quotati presso la borsa italiana, tutti promossi da intermediari esteri, è aumentato da 480 a 570 unità; il patrimonio complessivo, per la parte di quote depositate presso la Monte Titoli, è rimasto pressoché stabile, a 17 miliardi. Tra gli ETF, il numero degli strutturati è passato da 57 a 71 (il patrimonio da 0,8 a 1 miliardo).

*La European Securities and Markets Authority (ESMA) ha proposto nel 2011 di introdurre una nuova classificazione che distingue più nettamente tra ETF semplici e strutturati e tra ETF e altri exchange-traded products, anche al fine di migliorare la consapevolezza degli investitori sui rischi dei diversi prodotti. Rispetto agli ETF tradizionali quelli strutturati sono caratterizzati da un'elevata complessità, che in alcuni casi può ostacolare la corretta comprensione dei costi e dei rischi dell'investimento (cfr. il capitolo 18: L'attività degli investitori istituzionali nella Relazione sull'anno 2010); gli exchange-traded products, in quanto titoli, non godono delle medesime tutele assicurate ai fondi, tra cui la presenza di un intermediario depositario e una specifica normativa sui limiti alla concentrazione degli investimenti.*

Nonostante le difficoltà del mercato, è proseguita l'espansione dei fondi chiusi immobiliari. Tra il 2003 e il 2011, il loro numero è cresciuto da 19 a 331 unità. Nello stesso periodo l'attivo gestito è passato da 5 a 54 miliardi. A questo incremento hanno concorso in misura rilevante le nuove iniziative nel comparto dei fondi riservati a investitori qualificati, realizzate per lo più attraverso il conferimento dei portafogli immobiliari di enti previdenziali, compagnie assicurative e banche. Ha invece continuato a ridursi l'attivo dei fondi retail, per effetto delle cessioni di immobili da parte dei fondi prossimi alla scadenza (cfr. capitolo 19: *L'azione di vigilanza*). Alla fine del 2011 gli attivi dei fondi riservati erano il 68 per cento del totale, quelli dei fondi retail il 16 per cento; la parte restante era costituita da fondi speculativi.

*A seguito della riforma fiscale del maggio 2011, che ha reso meno favorevole la tassazione per gli investitori non istituzionali con partecipazioni rilevanti in fondi immobiliari, molti fondi riservati controllati da singoli investitori sono stati posti in liquidazione. Ciò dovrebbe favorire un processo di razionalizzazione del settore, con una riduzione del numero dei fondi operativi.*

*L'industria italiana dei fondi comuni.* – Il ruolo degli intermediari nazionali nel mercato italiano dei fondi comuni continua a ridursi. Sulla base di dati diffusi da Asso-gestioni si può stimare che nel 2005 il patrimonio dei fondi aperti facenti capo a gruppi italiani costituisse circa il 90 per cento delle quote sottoscritte in Italia; nel 2011 questa percentuale si è ridotta al 73 per cento. Più del 50 per cento del patrimonio riconducibile a intermediari italiani è relativo a fondi istituiti all'estero; questa quota era pari a circa il 30 per cento nel 2005. L'erosione delle quote di mercato dell'industria italiana riflette sia le diverse dinamiche della raccolta netta, sia il processo di consolidamento dell'industria finanziaria in Europa. Alla fine del 2011 i fondi istituiti da gruppi italiani rappresentavano circa il 5 per cento del patrimonio dei fondi comuni aperti europei.

Il settore dei fondi comuni in Italia ha in parte risentito delle strategie di offerta dei gruppi bancari che svolgono un ruolo rilevante sia negli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio (SGR) sia nella distribuzione delle quote di fondi comuni. In alcuni casi, le scelte industriali dei gruppi possono aver limitato l'autonomia e la capacità di innovazione delle SGR. Alla crisi del settore hanno contribuito in passato alcuni ostacoli regolamentari, sostanzialmente superati dagli interventi normativi degli ultimi anni (cfr. il capitolo 17: *La gestione del risparmio e gli intermediari non bancari* nella Relazione sull'anno 2008).

Dal 1° luglio i fondi comuni di diritto italiano sono passati da una tassazione annuale sul reddito maturato dai singoli fondi a un'imposta gravante sugli investitori nel momento

della realizzazione dei proventi, come già accadeva per i fondi di diritto estero commercializzati in Italia. Un'analisi relativa a un ampio campione di fondi azionari suggerisce che la riforma della tassazione abbia contribuito a ridurre in maniera economicamente e statisticamente significativa la differenza tra la raccolta dei fondi di diritto italiano e quella dei fondi di diritto estero. L'analisi tiene conto dell'andamento dei rendimenti, del profilo di rischio e di altre caratteristiche dei fondi considerati. Le nuove norme, da un lato, rendono più semplice il confronto tra i rendimenti, al lordo delle imposte, pubblicati dai fondi esteri e quelli dei fondi italiani; dall'altro, consentono agli investitori di differire nel tempo il pagamento delle imposte sui risultati del fondo. In futuro, la riforma potrà anche contribuire a una più efficiente gestione dei portafogli, permettendo ai fondi di riassorbire il risparmio di imposta accumulato sotto il precedente regime fiscale.

*Con l'approvazione delle modifiche alla normativa secondaria da parte della Banca d'Italia e della Consob, lo scorso maggio si è completato il recepimento della disciplina comunitaria in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio (UCITS4). Quest'ultima regolamenta il cosiddetto passaporto europeo, semplifica la commercializzazione dei fondi armonizzati in paesi diversi da quello di origine e disciplina le fusioni transfrontaliere tra fondi (cfr. il capitolo 19: L'azione di vigilanza).*

### **Le gestioni patrimoniali**

Nel 2011 le gestioni patrimoniali di intermediari italiani (banche, SGR e SIM) hanno registrato riscatti netti per 16 miliardi, a fronte di una raccolta netta pari a 6 miliardi nell'anno precedente. I deflussi si sono concentrati nel settore retail; sono stati più intensi tra le gestioni riconducibili a gruppi bancari.

Il valore complessivo delle attività in gestione è sceso da 468 a 439 miliardi, per effetto sia del deflusso di risorse sia di risultati finanziari mediamente negativi. Alla fine del 2011, il 60 per cento del patrimonio faceva capo a banche italiane, direttamente o per il tramite di SGR controllate; il restante 40 per cento a SIM e a SGR non bancarie.

*Le gestioni patrimoniali riconducibili a gruppi bancari italiani hanno registrato un deflusso netto di risorse pari al 4,3 per cento delle attività gestite, contro lo 0,7 per cento delle altre gestioni; nel 2010 le due categorie avevano registrato un afflusso netto di risorse rispettivamente pari al 4,4 e all'1,1 per cento.*

La raccolta netta delle gestioni facenti capo a intermediari esteri, principalmente per conto di investitori istituzionali, è stata positiva (3 miliardi; 5 nel 2010). Sulla base di dati diffusi da Assogestioni, la quota delle gestioni patrimoniali di gruppi esteri sul totale del patrimonio gestito per conto di residenti è passata dal 2 per cento nel 2005 al 19 per cento nel 2011, anche a seguito di operazioni di riassetto societario. L'incremento maggiore si è registrato nelle gestioni connesse con prodotti previdenziali e assicurativi, dove la quota dei gruppi esteri è aumentata dal 6 al 35 e dal 2 al 23 per cento, rispettivamente. Il peso dei gruppi esteri nelle gestioni retail è invece rimasto contenuto, passando dall'1 all'8 per cento.

Nel 2011 le gestioni patrimoniali italiane hanno effettuato considerevoli acquisti netti di titoli di Stato a medio e a lungo termine, a fronte di vendite nette di attività estere. Alla fine dell'anno la quota di obbligazioni e titoli pubblici in portafoglio era del 65 per cento; quelle di fondi comuni, in gran parte esteri, e di azioni erano rispettivamente del 24 e dell'11 per cento.

Nella prima metà degli anni novanta, la quota di titoli di Stato italiani nel portafoglio delle gestioni patrimoniali era superiore al 70 per cento. Tra il 1996 e il 2000 tale quota si è ridotta progressivamente, toccando un minimo del 25 per cento; è tornata ad aumentare nel 2007, in connessione con l'avvio della crisi finanziaria, superando il 40 per cento alla fine del 2011.

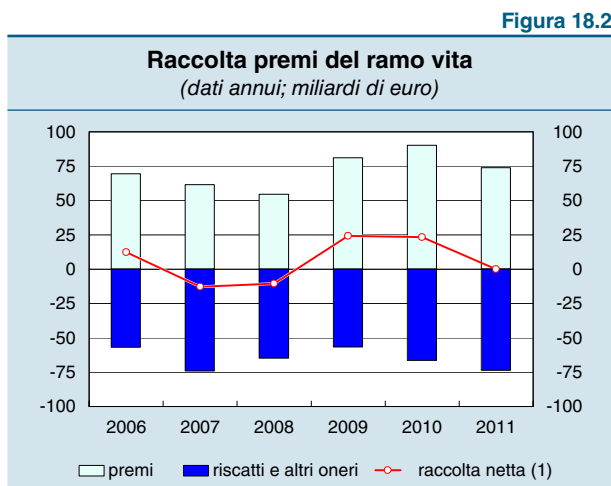
Nel 2011 il rendimento delle gestioni italiane, misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato dal flusso della raccolta netta, è stato negativo (-2,8 per cento, a fronte di un risultato positivo del 2,5 per cento nel 2010), in linea con quello del complesso dei fondi comuni.

### Le compagnie di assicurazione

*La raccolta e le riserve tecniche.* – La raccolta lorda delle compagnie di assicurazione, pari a 110 miliardi, è diminuita del 12,5 per cento. Il calo è interamente ascrivibile al ramo vita (-18,0 per cento), dove il deflusso è stato più accentuato per i prodotti a elevato contenuto finanziario e per quelli collocati mediante il canale bancario. Nel ramo danni la raccolta è cresciuta leggermente (1,4 per cento).

Dopo i cospicui afflussi netti di risorse dei due anni precedenti, nel ramo vita la raccolta al netto di oneri per sinistri e rimborsi è stata sostanzialmente nulla (fig. 18.2). Il calo è riconducibile, oltre che alle minori sottoscrizioni, ai cospicui disinvestimenti effettuati dalla clientela prima della scadenza dei contratti (74 miliardi, 66 nel 2010), con un picco nell'ultimo trimestre dell'anno. Riscatti netti si sono registrati per le polizze unit e index-linked e per i prodotti a capitalizzazione. Ha rallentato la crescita dei prodotti assicurativi di natura previdenziale.

La raccolta nel ramo vita ha in parte risentito della concorrenza dei prodotti di risparmio bancari. La quota della raccolta effettuata attraverso gli sportelli, pur rimanendo elevata, è scesa dal 61 al 56 per cento, a favore delle quote dei promotori finanziari e delle agenzie (passate, rispettivamente, dal 16 al 18 per cento e dal 23 al 26); è rimasta costante la parte relativa a broker e ad altre forme di vendita diretta.



Fonte: ANIA.  
(1) Premi al netto dei riscatti e degli oneri per sinistri e scadenze.

Da un'indagine svolta dalle Filiali della Banca d'Italia presso 491 banche risulta che nel 2011 queste avevano stipulato accordi di distribuzione con 88 compagnie del ramo vita. Sebbene la rete distributiva bancaria dei prodotti assicurativi sia molto ampia, il suo grado di apertura rimane limitato: circa il 28 per cento delle banche del campione ha distribuito prodotti di una sola compagnia (il 36 per cento di due diverse compagnie). Gran parte degli accordi riguardano inoltre banche e assicurazioni appartenenti allo stesso gruppo: il peso di tali accordi sul totale dei premi raccolti dagli sportelli bancari ha superato il 60 per cento (era il 40 nel 2010). Le provvigioni di distribuzione corrisposte dalle compagnie di assicurazione alle banche sono state pari al 2,4 per cento dei premi relativi ai nuovi contratti, in crescita rispetto all'anno precedente.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono rimaste pressoché stabili, anche per effetto di rendimenti finanziari modesti. Alla fine del 2011 le riserve del ramo vita erano pari a 417 miliardi, quelle del ramo danni a 60 miliardi. Nell'anno la quota di titoli di Stato italiani nel portafoglio delle compagnie è cresciuta di sei punti percentuali, al 43 per cento; il peso di titoli esteri e quote di fondi comuni si è invece ridotto.

*Gli indicatori di mercato e la redditività.* – Gli indicatori di mercato riferiti alle sole compagnie quotate hanno segnalato nel complesso un peggioramento delle prospettive economiche, tornando ai livelli minimi dall'inizio della crisi finanziaria (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 3, 2012). Il fenomeno ha riguardato anche le compagnie degli altri principali paesi europei. I corsi azionari delle compagnie di assicurazione italiane sono diminuiti del 24 per cento (-22 per il complesso delle compagnie dell'area dell'euro).

La redditività del ramo vita ha risentito sia della debolezza della raccolta sia dei risultati negativi della gestione finanziaria. Numerose compagnie si sono avvalse della possibilità, prevista da un recente intervento normativo, di non iscrivere in bilancio eventuali minusvalenze sugli investimenti in titoli di Stato, a fronte della costituzione di riserve indisponibili. La redditività del ramo danni, sebbene penalizzata dalla debolezza della domanda e dagli elevati costi dei sinistri, è stata sostenuta dall'aumento dei prezzi unitari delle coperture assicurative del comparto della responsabilità civile automobilistica.

Nell'ultimo decennio le imprese di assicurazione italiane hanno registrato una redditività complessiva inferiore a quella delle compagnie degli altri principali paesi dell'area. Sulla base dei dati della società Bureau van Dijk, tra il 2000 e il 2010 in Italia il rapporto tra l'utile e il patrimonio netto è stato pari in media al 10 per cento nel ramo vita (11 per le imprese francesi e tedesche) e al 7 per cento nel ramo danni (13 e 8 per cento, rispettivamente, in Francia e Germania). La redditività ha risentito a partire dal 2007 dell'evoluzione della crisi, per effetto sia dei risultati negativi della gestione finanziaria del ramo vita, sia dell'aumento delle perdite per sinistri; nello stesso periodo si è registrato anche un aumento significativo del grado di dispersione dei risultati tra le imprese italiane. In Francia e in Germania il peggioramento della redditività e l'aumento del grado di dispersione sono stati meno pronunciati.

*Con l'obiettivo di favorire la concorrenza nel mercato delle assicurazioni, il decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1 (cosiddetto "cresci Italia"), ha rafforzato gli obblighi informativi verso la clientela e ha introdotto l'obbligo per gli agenti, anche se monomandatari, di presentare più preventivi di gruppi assicurativi concorrenti (due o più nel caso di polizze del ramo vita abbinate all'erogazione di un mutuo; almeno tre per i prodotti del ramo danni relativi alla circolazione di veicoli e natanti). La nuova normativa, inoltre, al fine di contenere gli oneri connessi con i risarcimenti nel ramo della responsabilità civile automobilistica, ha inasprito le sanzioni per i comportamenti fraudolenti e ha introdotto l'obbligo per le compagnie di rendere pubbliche le stime sulla riduzione degli oneri per sinistri derivante dalle misure adottate per contrastare le frodi.*

## ***I fondi pensione***

*Il patrimonio e gli iscritti.* – Le risorse gestite dalle diverse forme pensionistiche complementari (fondi pensione e piani individuali pensionistici, PIP) sono cresciute a un ritmo meno sostenuto rispetto agli anni precedenti (9,6 per cento, dal 13,6 nel 2010; tav. 18.6), per effetto dei modesti rendimenti delle gestioni. La raccolta netta,



definita come saldo tra contributi e prestazioni, è rimasta stabile, a circa 7 miliardi. Alla fine del 2011 le attività erano pari a 73 miliardi (4,6 per cento del PIL): il 34 per cento faceva capo ai fondi negoziali, il 18 ai piani individuali pensionistici, l'11 ai fondi aperti e la parte restante ai fondi istituiti prima della riforma del 1993.

Tavola 18.6

<b>Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato (1)</b> (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero fondi (2)		Numero iscritti (3)		Totale attività	
	2010	2011 (4)	2010	2011 (4)	2010	2011 (4)
Forme pensionistiche istituite dopo la riforma del 1993	183	181	4.603.954	4.871.823	41.126	46.828
Fondi negoziali	38	38	2.010.904	1.994.280	22.384	25.272
Fondi aperti	69	67	848.415	881.311	7.533	8.364
Piani individuali pensionistici	76	76	1.744.635	1.996.232	11.209	13.192
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	375	363	668.625	664.957	25.735	26.297
<b>Totale</b>	<b>558</b>	<b>544</b>	<b>5.272.579</b>	<b>5.536.780</b>	<b>66.861</b>	<b>73.125</b>

Fonte: elaborazioni su dati Covip.  
 (1) È escluso il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. Il numero dei fondi e il totale delle attività non includono i dati relativi a FondInps. – (2) I dati relativi ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo e al totale includono solo le polizze pensionistiche adeguate al D.lgs. 252/2005. – (3) Al lordo di possibili duplicazioni, ad eccezione di quelle dovute ai soggetti iscritti contemporaneamente ai PIP adeguati al D.lgs. 252/2005 e ai restanti piani individuali pensionistici. Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, i dati sono stimati. – (4) Dati provvisori.

Il numero complessivo degli iscritti è passato da 5,3 a 5,5 milioni; è tuttavia ulteriormente aumentato il numero degli iscritti che hanno sospeso i versamenti al proprio fondo pensione o PIP. Come negli anni precedenti l'andamento delle adesioni alle diverse forme previdenziali è stato differenziato: mentre gli iscritti ai fondi pensione si sono ridotti o sono aumentati in misura modesta (-0,8 per cento per i fondi negoziali e 3,9 per cento per quelli aperti), è rimasta intensa la crescita degli iscritti ai PIP (14 per cento).

*Le differenze tra le dinamiche degli iscritti alle varie forme previdenziali sono in parte riconducibili alle diverse modalità di distribuzione. I fondi pensione negoziali, istituiti da datori di lavoro e organizzazioni sindacali, sono privi di una rete di vendita tradizionale; i fondi aperti, promossi in buona parte da SGR, sono collocati soprattutto dalle banche; i PIP, offerti dalle compagnie assicurative, vengono collocati principalmente attraverso agenzie e altre forme di vendita diretta e solo per una parte minoritaria attraverso gli sportelli bancari. Rispetto ai fondi pensione negoziali, dunque, i PIP hanno potuto contare su una politica distributiva più aggressiva, mentre rispetto ai fondi aperti hanno verosimilmente risentito in misura minore della concorrenza dei prodotti di risparmio bancari.*

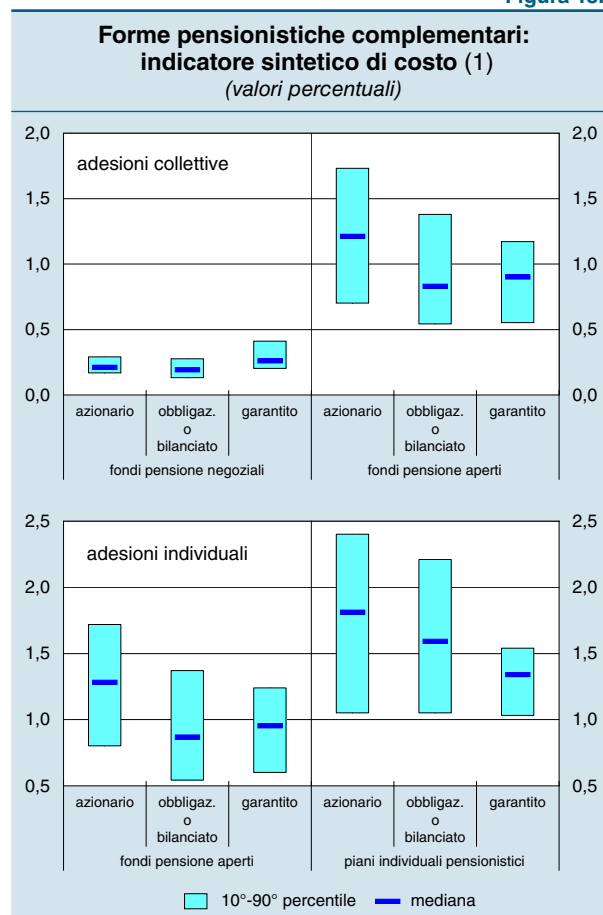
*Il rendimento e i costi.* – I risultati finanziari dei fondi pensione hanno risentito dell'andamento negativo dei mercati. Secondo i dati forniti dalla Covip, il rendimento medio dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pressoché nullo per i fondi negoziali (0,1 per cento) e negativo per i fondi aperti (-2,4 per cento). I piani individuali pensionistici relativi a prodotti unit-linked, dove è rilevante il peso dei comparti azionari, hanno registrato un rendimento del -5,7 per cento; il risultato dei PIP attuati attraverso gestioni separate è stato invece positivo (3,5 per cento), grazie alla quota elevata di titoli di debito in portafoglio e alla possibilità di valorizzare le attività al costo storico.



*I rendimenti sono stati deludenti per tutte le principali linee di investimento offerte dai fondi pensione. Il valore delle quote si è ridotto per i comparti che investono prevalentemente in titoli azionari e per le linee bilanciate; ha registrato incrementi modesti per le linee che operano esclusivamente nel comparto degli strumenti monetari o dei titoli di debito.*

I costi gravanti sui sottoscrittori sono rimasti in media invariati. Per un periodo di detenzione di 35 anni l'indicatore sintetico di costo (ISC), che misura la riduzione del rendimento percentuale annuo a fronte del complesso dei costi gravanti sul sottoscrittore (ad eccezione delle commissioni di incentivazione), è pari in media allo 0,24 per cento per i fondi negoziali, all'1,05 per quelli aperti e all'1,61 per i PIP. L'ampio divario tra i costi delle diverse forme previdenziali è in parte riconducibile alle differenze tra le strategie di investimento, le modalità di adesione e gli assetti organizzativi. A differenza delle altre forme previdenziali, i fondi negoziali operano senza scopo di lucro, sostengono costi di raccolta modesti e possono avvalersi di eventuali contributi alle spese da parte dei datori di lavoro. Il permanere di un elevato grado di dispersione dei costi all'interno della stessa tipologia di prodotto suggerisce, tuttavia, la rilevanza di altri fattori che contribuiscono a limitare il grado di concorrenza tra i fondi, quale ad esempio la scarsa apertura delle reti distributive.

**Figura 18.3**



Fonte: elaborazioni su dati Mefop spa.

(1) L'indicatore sintetico di costo misura la riduzione del rendimento percentuale annuo a fronte del complesso dei costi gravanti sul sottoscrittore (ad eccezione delle commissioni di incentivazione). L'indicatore è riferito a un periodo di accumulazione di 35 anni. La figura mostra i valori del 10° percentile, della mediana e del 90° percentile della distribuzione dell'indicatore relativa ai comparti appartenenti alle categorie specificate. Per i PIP i comparti garantiti includono quelli attuati attraverso gestioni separate.

*Il grado di dispersione dei costi è assai elevato per i PIP e i fondi aperti, più contenuto per i fondi negoziali (fig. 18.3). Tra i fondi ad adesione collettiva, l'80 per cento dei comparti azionari paga commissioni comprese tra lo 0,7 e l'1,7 per cento per i fondi aperti e tra lo 0,2 e lo 0,3 per i fondi negoziali. Nel segmento delle adesioni individuali, gli intervalli vanno dallo 0,8 all'1,7 per cento per i fondi aperti e dall'1,1 al 2,4 per i PIP. Il grado di dispersione dei costi dei fondi aperti e dei piani individuali pensionistici risulta elevato anche tra i comparti bilanciati e obbligazionari.*

**Le politiche di investimento.** – La composizione delle attività dei fondi pensione non ha subito variazioni di rilievo. Alla fine del 2011, il patrimonio dei fondi istituiti dopo la riforma del 1993 era investito per il 66 per cento in titoli di Stato e obbligazionari, per il 28 per cento in titoli azionari e quote di fondi comuni e per la restante parte in strumenti monetari (tav. 18.7). In presenza di economie di scala che caratterizzano

le attività di gestione del patrimonio e di controllo dei rischi finanziari, l'adozione di strategie di investimento più complesse è ostacolata in parte dalla ridotta dimensione media dei fondi, dovuta sia a uno sviluppo della previdenza complementare ancora limitato, sia a un'elevata frammentazione dell'offerta. Alla fine del 2011 i comparti dei fondi negoziali avevano un patrimonio medio pari a 224 milioni: la dimensione era più elevata per i comparti bilanciati e obbligazionari (rispettivamente, 314 e 284 milioni), minore per quelli azionari (48 milioni). La graduale innovazione delle scelte di portafoglio potrebbe essere favorita da una revisione della disciplina sui limiti agli investimenti che attenui alcuni vincoli quantitativi sulle attività finanziarie e, al contempo, preveda un adeguamento degli assetti organizzativi degli operatori.

*Lo scorso marzo la Covip ha emanato una normativa contenente indicazioni per una corretta politica degli investimenti. I fondi pensione dovranno predisporre un documento che definisca la strategia di investimento adottata, specificando, tra l'altro, gli strumenti finanziari nei quali si intende investire e il relativo profilo di rischio e rendimento. La nuova normativa prevede, inoltre, che i fondi debbano dotarsi di una funzione responsabile della gestione finanziaria (o del controllo della gestione, nei casi in cui quest'ultima venga delegata), svolta da soggetti con un adeguato livello di professionalità.*

**Tavola 18.7**

<b>Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1)</b> (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2010				2011 (2)			
	Fondi pensione		Enti di previdenza (4)	Fondi pensione		Enti di previdenza (4)		
	Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)		Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)			
<b>Liquidità</b>	<b>3.886</b>	<b>2.095</b>	<b>1.791</b>	<b>4.445</b>	<b>3.615</b>	<b>1.894</b>	<b>1.721</b>	<b>4.749</b>
<b>Portafoglio titoli</b>	<b>46.212</b>	<b>17.842</b>	<b>28.370</b>	<b>23.122</b>	<b>50.193</b>	<b>18.372</b>	<b>31.821</b>	<b>23.247</b>
Obbligazioni	30.546	11.318	19.228	13.092	33.560	11.251	22.309	13.590
Azioni	7.392	1.719	5.673	1.404	7.136	1.662	5.474	1.350
Quote di fondi comuni	8.274	4.805	3.469	8.626	9.497	5.459	4.038	8.307
<b>Mutui e altre attività finanziarie</b>	<b>2.551</b>	<b>2.624</b>	<b>-73</b>	<b>4.578</b>	<b>3.387</b>	<b>3.101</b>	<b>286</b>	<b>5.952</b>
<b>Immobili</b>	<b>3.174</b>	<b>3.174</b>	<b>-</b>	<b>9.970</b>	<b>2.930</b>	<b>2.930</b>	<b>-</b>	<b>9.203</b>
<b>Totale attività</b>	<b>55.823</b>	<b>25.735</b>	<b>30.088</b>	<b>42.115</b>	<b>60.125</b>	<b>26.297</b>	<b>33.828</b>	<b>43.151</b>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip e ADEPP.  
 (1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) È incluso il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (4) Dati riferiti agli enti iscritti all'ADEPP. Le altre attività finanziarie includono le gestioni patrimoniali. Per il 2011, dati stimati.

*Le iniziative di informazione.* – Il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 (cosiddetto "salva Italia"), prevede che il Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, gli enti della previdenza obbligatoria e le autorità di settore predispongano un programma annuale di iniziative di informazione su temi pensionistici; esso inoltre dispone che gli enti gestori forniscano informazioni relative alla posizione previdenziale dei singoli lavoratori. Queste iniziative potranno contribuire a diffondere tra i lavoratori la conoscenza della normativa e ad accrescere la propensione al risparmio previdenziale. Studi empirici su dati statunitensi hanno infatti mostrato come il grado di conoscenza dei temi finanziari sia associato positivamente alla capacità di formulare piani finanziari di lungo periodo.

*Nell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia (IBF) relativa al 2010 è stato chiesto ai lavoratori se avessero pensato a quali potrebbero essere le fonti di sostentamento della propria famiglia dopo il pensionamento e se ritenessero necessario risparmiare per integrare la propria pensione. Una parte assai elevata dei lavoratori ha dichiarato di non essersi mai posto questo problema (57 per cento). Questa percentuale è maggiore tra i lavoratori più giovani, quelli appartenenti alle classi di reddito o di ricchezza più basse, quelli meno istruiti o con minori conoscenze su temi finanziari. Solo una minoranza di quanti si sono posti il problema dell'adeguatezza della propria situazione previdenziale ritiene di dover accumulare risorse aggiuntive contribuendo a un fondo pensione o investendo in attività finanziarie (circa il 30 per cento); tra questi, più di un quinto ha dichiarato di non riuscire a risparmiare quanto desiderato, soprattutto a causa di vincoli di liquidità.*

*Gli enti di previdenza privati.* – Secondo dati forniti dall'associazione di categoria (ADEPP) e relativi a 19 enti, nel 2010 la raccolta netta delle Casse, che erogano prestazioni di previdenza obbligatoria in prevalenza a liberi professionisti, è stata di 2,8 miliardi (1,9 nel 2005): i contributi sono stati pari a 7,5 miliardi e le prestazioni a 4,7. Alla fine dell'anno gli iscritti contribuenti erano circa 1,7 milioni, l'11 per cento in più rispetto al 2005.

*Gli enti di previdenza privati, pur perseguendo finalità pubbliche, godono di autonomia gestionale, organizzativa e contabile. La normativa dispone che gli enti debbano garantire l'equilibrio di bilancio in un orizzonte temporale pluriennale (non inferiore a 30 anni) e che a tal fine redigano un bilancio tecnico attuariale. In presenza di una grave situazione di squilibrio i ministeri vigilanti possono affidare l'amministrazione dell'ente a un commissario straordinario e, in caso di prolungata permanenza di tale situazione, a un commissario liquidatore. Il decreto legge del 6 luglio 2011, n. 98, ha attribuito alla Covip il compito di vigilare sugli investimenti e sulla composizione del patrimonio degli enti.*

*Il citato decreto "salva Italia" ha disposto che gli enti di previdenza privati debbano adottare misure volte ad assicurare l'equilibrio tra entrate contributive e spese per prestazioni pensionistiche secondo bilanci tecnici riferiti a un arco temporale di 50 anni. In assenza di tale condizione gli enti dovranno introdurre un contributo biennale di solidarietà a carico dei pensionati e, se utilizzano un sistema di calcolo delle prestazioni di tipo retributivo, dovranno passare al sistema contributivo secondo un regime pro quota.*

Alla fine del 2010 il patrimonio complessivo degli enti iscritti all'ADEPP era di circa 42 miliardi, pari al 2,7 per cento del PIL. Circa un quarto del patrimonio era investito in attività immobiliari, la restante parte in titoli e altre attività finanziarie. La quota di titoli di debito nel portafoglio era di oltre il 40 per cento, di cui i due quinti erano costituiti da obbligazioni societarie e oltre un quarto da titoli strutturati; la quota di azioni e fondi comuni era pari a poco più del 30 per cento; il resto era investito principalmente in gestioni patrimoniali, strumenti monetari e altre attività.

Gli enti previdenziali sono tra i principali sottoscrittori di quote di fondi comuni immobiliari. Le operazioni più rilevanti sono state realizzate attraverso il conferimento del patrimonio immobiliare degli enti a un operatore professionale, con l'obiettivo di aumentare il valore degli attivi ceduti attraverso una gestione più efficiente. Alla fine del 2011 la quota del patrimonio netto dei fondi sottoscritti dagli enti previdenziali, sia pubblici sia privati, rappresentava il 22 per cento del patrimonio dei fondi immobiliari. Sono state sottoscritte quote di 50 fondi, gestiti da 20 SGR specializzate; in circa il 40 per cento dei casi gli enti costituiscono l'unico partecipante del fondo.

## 19. L'AZIONE DI VIGILANZA

Nel 2011 e nei primi mesi di quest'anno l'azione di vigilanza sul sistema bancario e finanziario condotta dalla Banca d'Italia ha continuato a concentrarsi sulle conseguenze dei turbolenti andamenti macroeconomici e finanziari sull'esposizione ai rischi degli intermediari, sul loro grado di adeguatezza patrimoniale, sui loro livelli di redditività.

I risultati dell'attività di controllo a distanza e gli esiti degli accertamenti ispettivi hanno rilevato il peggioramento dei profili di rischio, in particolare per quelli di credito e di liquidità. Specifica attenzione è stata dedicata all'analisi della governance e agli assetti organizzativi degli intermediari, il cui miglioramento rappresenta una leva fondamentale per rafforzare la solidità e la capacità di affrontare scenari avversi.

I progressi finora compiuti dagli intermediari sul fronte del rafforzamento patrimoniale e del miglioramento del processo di controllo e gestione dei rischi, anche grazie all'azione della Vigilanza, sono segno che le difficoltà sperimentate nel corso della crisi possono essere superate senza pregiudizio per la complessiva tenuta del sistema.

### *L'attività di controllo sulle banche*

Nel 2011 gli esiti del processo di controllo prudenziale hanno mostrato un incremento dei gruppi bancari che presentano elementi di problematicità (giudizio nell'area sfavorevole), per i quali sono state chieste misure correttive con riferimento alla complessiva situazione aziendale; il numero delle relative lettere di intervento è aumentato della metà rispetto al 2010.

*Con riferimento ai singoli profili di anomalia, le analisi condotte hanno rilevato l'accentuarsi dei rischi di liquidità e il calo della redditività; quest'ultimo è anche il riflesso di un modello di operatività – tipico delle banche italiane – incentrato sulla tradizionale attività di intermediazione creditizia, più esposto al deterioramento del quadro macroeconomico.*

Al fine di accrescere l'efficacia dell'azione di vigilanza, sono state potenziate le sinergie tra le analisi a distanza e gli accertamenti ispettivi, rafforzati gli scambi informativi con le altre funzioni dell'Istituto, in particolare con le Aree Banca centrale e Ricerca economica. È stato inoltre intensificato il confronto con gli intermediari vigilati, anche attraverso incontri volti ad approfondire l'esame di profili aziendali e a sensibilizzare le banche su specifiche tematiche.

*Le linee di intervento sui principali rischi.* – Le verifiche sull'esposizione alle diverse tipologie di rischio hanno fatto crescente ricorso al confronto tra i modelli di analisi utilizzati dalla Vigilanza e le metodologie gestionali impiegate dagli intermediari; in molti casi sono stati chiesti affinamenti negli strumenti e un rafforzamento delle strutture di risk management.

Particolare attenzione è stata riservata all'evoluzione della qualità del portafoglio creditizio; il numero degli incontri sul tema con gli esponenti aziendali è quasi raddoppiato rispetto al 2010. Gli approfondimenti condotti in sede ispettiva sul portafoglio in bonis caratterizzato da segnali di anomalia hanno consentito di evitare improprie classificazioni e di identificare margini di miglioramento nei processi creditizi, specie nella valutazione e nel monitoraggio degli affidamenti.

Il presidio del rischio di liquidità è stato intensificato nella seconda metà del 2011, in concomitanza con la fase più acuta della crisi del debito sovrano, che ha drasticamente ridotto l'accesso ad alcuni canali di provvista. Ove necessario, la Vigilanza ha fatto ricorso a lettere di intervento ai vertici aziendali per chiedere l'adozione di tempestive azioni correttive. A seguito delle misure straordinarie varate dall'Eurosistema e dell'introduzione delle garanzie pubbliche sulla raccolta delle banche, che hanno significativamente migliorato la posizione di liquidità, l'attenzione della Banca d'Italia si è focalizzata, tra l'altro, sugli interventi che gli intermediari devono adottare per accrescere, nel medio periodo, la quota più stabile della raccolta.

*I timori sui debitori sovrani hanno determinato un incremento dei rischi di mercato. Per il monitoraggio la Vigilanza ha utilizzato anche le rilevazioni periodiche sui rischi di mercato e sul rischio di tasso di interesse del banking book basate su dati gestionali dei principali gruppi bancari. Relativamente al rischio di tasso, gli approfondimenti avviati nel 2010 sulle modalità di misurazione dell'esposizione sono stati progressivamente estesi anche ai gruppi di medie dimensioni.*

Nell'attuale contesto cresce la rilevanza del rischio strategico: è necessario per le banche percepire e rispondere tempestivamente ai cambiamenti dello scenario di mercato, adattando e innovando i modelli di business. Le banche sono state pertanto sollecitate a potenziare le capacità di pianificazione strategica e l'efficacia del processo decisionale, attraverso un miglioramento della governance e la puntuale definizione di obiettivi in termini di complessiva assunzione di rischi.

*Il controllo dei modelli interni per la quantificazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di primo pilastro. – È stata recentemente avviata, presso i principali gruppi bancari dotati di modelli per la misurazione del rischio di credito convalidati, un'analisi comparativa diretta a individuare difformità nel calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte di attivi a rischio con analoghe caratteristiche. Il progetto consentirà di contribuire alle analisi avviate dal Comitato di Basilea per evidenziare diversità a livello internazionale nella regolamentazione e nelle metodologie di calcolo delle attività di rischio ponderate.*

I controlli hanno riguardato sia le analisi di adeguatezza dei modelli già autorizzati sia quelle di pre-convalida; nella prima parte del 2012 due gruppi bancari sono stati autorizzati all'utilizzo di modelli interni a fini prudenziali. L'attività si è estesa alla convalida dei modelli di Incremental Risk Charge (IRC) e All Price Risk (APR), volti a stimare la perdita potenziale massima che potrebbe derivare, tra l'altro, dal rischio di inadempienza (default) o di downgrading dell'emittente; i corrispondenti requisiti patrimoniali aggiuntivi introdotti dal Comitato di Basilea sulle esposizioni in titoli di debito o strumenti equivalenti incluse nel trading book sono entrati in vigore alla fine del 2011.

*Per un gruppo bancario e due filiazioni estere sono state avviate le attività di pre-convalida dei sistemi interni sul rischio di credito. Per i maggiori due gruppi bancari sono iniziati i lavori di pre-convalida dei modelli interni per il rischio di controparte, alla luce delle modifiche che saranno apportate a seguito della prossima attuazione della direttiva CRD4 (Capital Requirements Directive).*

La dimensione e l'internazionalizzazione dei gruppi bancari influenzano il grado di complessità dell'attività di supervisione dei modelli, che a tal fine possono essere classificati in due macro famiglie: sistemi *group wide*, sviluppati e gestiti a livello centrale sotto la responsabilità della capogruppo e adottati in modo uniforme presso tutte le filiazioni; sistemi *local*, sviluppati e gestiti in autonomia dalle singole controllate, con la supervisione della capogruppo. Nell'ultimo anno la Vigilanza ha rafforzato gli sforzi di coordinamento con le autorità estere per soddisfare i rispettivi fabbisogni informativi e condividere le valutazioni effettuate sui modelli *group wide* e *local*.

*Il rafforzamento del patrimonio e della redditività.* – È continuata l'azione di stimolo nei confronti delle banche per elevare i livelli di patrimonializzazione, soprattutto nelle componenti di migliore qualità, caratterizzate da una maggiore capacità di assorbimento delle perdite. L'esigenza di proseguire il percorso di rafforzamento del capitale ha tenuto conto, oltre che degli esiti del processo di revisione e valutazione prudenziale, dell'ormai prossima entrata in vigore di Basilea 3. Sulla base dei livelli di rischio di primo e secondo pilastro evidenziati dagli intermediari nell'ICAAP (Internal Capital Adequacy Assessment Process) e delle ulteriori analisi effettuate, la Vigilanza ha chiesto agli organi aziendali di adottare le iniziative di capital management necessarie a mantenere (*trigger ratio*) ovvero raggiungere (*target ratio*) livelli di tier 1 ratio superiori ai minimi regolamentari. Per i maggiori gruppi bancari è stato altresì monitorato l'adeguamento alla raccomandazione della European Banking Authority (EBA) dello scorso dicembre. In presenza di situazioni di debolezza sul piano patrimoniale, gli intermediari sono stati sollecitati a destinare a riserva l'intero utile di esercizio e a contenere, ovvero azzerare, la componente variabile della remunerazione del personale (cfr. il paragrafo: *La normativa nazionale*).

*L'ICAAP, pur evidenziando taluni progressi, presenta ancora margini di miglioramento, soprattutto in termini di maggiore integrazione nella complessiva gestione aziendale; gli scenari di stress ipotizzati dalle banche vanno resi sempre più coerenti con le caratteristiche operative e le specificità degli intermediari. Per i gruppi bancari facenti parte di conglomerati è stato potenziato il coordinamento con le altre autorità, sia nell'analisi della situazione patrimoniale complessiva sia nella valutazione delle interrelazioni tra i rischi delle diverse componenti del conglomerato.*

Il mantenimento di adeguati livelli di redditività è condizione necessaria per alimentare l'autofinanziamento, canale primario di rafforzamento patrimoniale. La Vigilanza ha in più occasioni esortato gli intermediari a intensificare gli sforzi per elevare i livelli di efficienza operativa, anche attraverso una semplificazione e razionalizzazione delle strutture societarie e delle reti distributive; ulteriori margini di recupero possono provenire dall'auspicato miglioramento delle capacità di gestione dei rischi, ad esempio in termini di riduzione delle perdite dovute a rischi operativi.

*Governance, assetti organizzativi e di controllo, remunerazioni.* – La Vigilanza ha sollecitato un innalzamento della qualità degli organi amministrativi, al cui interno devono essere presenti competenze individuali e collettive adeguate alle dimensioni e alle caratteristiche operative di ciascuna banca; gli organi sono stati richiamati a svolgere un ruolo più attivo, anche attraverso un maggiore confronto con le principali funzioni aziendali, in primo luogo con il risk management.

*Per favorire l'innalzamento della qualità degli organi amministrativi, la Vigilanza ha recentemente richiesto agli intermediari di effettuare un'autovalutazione dell'adeguatezza quali-quantitativa degli organi amministrativi rispetto a quella necessaria per l'efficace adempimento del mandato. Miglioramenti della*



*corporate governance sono stati altresì sollecitati richiamando le banche ad allineare gli statuti alle migliori soluzioni organizzative presenti sul mercato, rilevate nell'ambito di un'analisi svolta dalla Vigilanza stessa.*

Agli intermediari è stato chiesto di proseguire nell'azione di miglioramento degli assetti organizzativi, mediante una più chiara distinzione dei compiti e delle responsabilità, una più proficua e trasparente dialettica tra le funzioni di gestione e controllo, un rafforzamento del grado di autorevolezza e indipendenza delle funzioni di controllo interno, soprattutto con riferimento all'internal audit e al risk management.

Con l'entrata in vigore delle disposizioni della Banca d'Italia in materia di remunerazione del personale – che hanno recepito le prescrizioni contenute nella direttiva UE 24 novembre 2010, n. 76 (CRD3) e le linee guida emanate dall'EBA – il relativo quadro normativo si è consolidato. L'analisi del processo di allineamento degli intermediari alla regolamentazione di vigilanza ha evidenziato un sostanziale rispetto, pur in presenza di aree suscettibili di miglioramento, relativamente alle modalità di identificazione del personale che può influire sull'assunzione di rischi (*risk takers*) e alla fissazione di obiettivi corretti per i rischi. Politiche e prassi di remunerazione sono state oggetto di approfondimento anche nell'ambito di accertamenti ispettivi, con particolare riferimento alle modalità di incentivazione delle reti commerciali.

*La vigilanza sui gruppi internazionali di matrice italiana e sulle filiazioni estere.* – I lavori dei collegi ai quali partecipa la Banca d'Italia si sono concentrati sulla realizzazione del primo JRAD (Joint Risk Assessment and Decision), ovvero del processo con il quale nel corso del 2011 i gruppi bancari cross-border sono stati valutati in modo congiunto dalle autorità *home* e *host*. Si sono riscontrate difficoltà nel pervenire a valutazioni unitarie dei gruppi e delle loro componenti nazionali; tali difficoltà sono riconducibili sia all'utilizzo, da parte delle autorità di vigilanza coinvolte, di criteri e metodologie non uniformi, sia alla rilevanza che, soprattutto per i due gruppi a maggiore vocazione internazionale, alcune loro controllate hanno nei mercati esteri in cui operano. Alle controllate più rilevanti nei paesi *host*, infatti, vengono sovente applicati requisiti prudenziali più stringenti di quelli ordinari, anche a motivo di prassi di supervisione o di normative locali.

Le attività di vigilanza svolte sulle filiazioni italiane di banche estere hanno rilevato l'esigenza di un rafforzamento della dotazione patrimoniale e di un miglioramento della posizione di liquidità. L'azione di intervento, che si è avvalsa del confronto con le autorità *home* e con le capogruppo, ha riguardato anche la richiesta di modifiche alle politiche di remunerazione e di un potenziamento dei presidi volti ad assicurare il rispetto della normativa antiriciclaggio.

*La vigilanza sulle banche specializzate.* – Il protrarsi della crisi ha avuto riflessi negativi sulla quasi generalità degli intermediari specializzati. Per le banche attive nella sola erogazione di credito, l'azione di vigilanza si è concentrata sulla qualità del portafoglio e sui problemi di funding. Per le banche che operano nei servizi di investimento è stata oggetto di particolare attenzione l'esposizione a nuove forme di rischio; la riduzione dei margini commissionali – determinata dallo spostamento della raccolta dal settore del risparmio gestito a quello del risparmio amministrato – ha infatti spinto questi intermediari a ricercare nuove fonti di reddito attraverso lo sviluppo dell'attività creditizia a favore dei maggiori clienti.

*La vigilanza sulle banche decentrate.* – Nel 2011 la situazione del sistema bancario decentrato (intermediari di dimensione contenuta operanti in ambito prevalentemen-



te regionale o interregionale, la cui supervisione è condotta dalle Filiali dell'Istituto) ha mostrato segnali di deterioramento. La capacità di reddito, penalizzata dall'accresciuta rischiosità del credito e da difficoltà di funding, è uno degli aspetti di maggiore vulnerabilità degli intermediari di minore dimensione, caratterizzati da un'elevata dipendenza del conto economico dal margine di interesse e da costi operativi particolarmente rigidi. La dotazione patrimoniale si conferma quale principale punto di forza, come emerge anche dalle prime stime dell'impatto di Basilea 3 relative alle banche di credito cooperativo (BCC), componente maggioritaria del sistema bancario decentrato.

*Simulando alla data di dicembre 2010 la piena attuazione delle nuove regole, le esigenze di capitale di qualità primaria (rispetto a un obiettivo pari al 7 per cento di common equity tier 1 ratio) sarebbero trascurabili e concentrate su un numero assai esiguo di intermediari. Con riguardo alla disponibilità del buffer di attività prontamente liquidabili, l'analisi – riferita a un campione di 142 BCC – mostra un surplus per una larga parte del campione; alcuni intermediari registrerebbero invece un deficit.*

L'azione di vigilanza delle Filiali si è focalizzata sull'evoluzione della qualità degli impieghi e ha sollecitato le banche ad affinare la pianificazione strategica, anche allo scopo di ricercare margini di miglioramento dell'efficienza operativa e una razionalizzazione dei costi di struttura. Sono stati inoltre intensificati i controlli sulle condizioni di liquidità delle banche che presentavano segnali di tensione, successivamente attenuati mediante il ricorso all'emissione di passività garantite dallo Stato.

A dicembre del 2011 la Banca d'Italia ha approvato lo statuto del Fondo di garanzia istituzionale (FGI), uno schema di tutela contro i rischi di illiquidità e di insolvenza delle BCC aderenti. In vista del suo riconoscimento a fini prudenziali proseguono gli approfondimenti sui sistemi di classificazione e monitoraggio dei rischi di cui il Fondo si sta dotando.

*L'attività ispettiva.* – Gli accertamenti ispettivi sono stati indirizzati principalmente a valutare l'esposizione al rischio di credito e di liquidità; è stata analizzata attentamente anche la funzionalità degli indirizzi strategici e di governance. Particolare enfasi è stata riservata alla qualità dei processi di selezione, erogazione, gestione e recupero del credito. Ispezioni mirate sul profilo della liquidità sono state svolte contestualmente presso più gruppi bancari, analizzando anche i relativi processi di governo e gestione; gli accessi si sono intensificati nella fase più acuta della crisi del debito sovrano. Al fine di potenziarne l'efficacia, le verifiche sui profili di conformità (antiriciclaggio, trasparenza e correttezza nei rapporti con la clientela) sono state integrate e coordinate con le tradizionali ispezioni prudenziali.

*Nel 2011 gli accertamenti su banche (169, a fronte dei 159 del 2010) hanno registrato una prevalenza dei controlli a spettro esteso (125), a cui si sono affiancate 27 ispezioni mirate, 3 di follow-up, 5 tematiche sul portafoglio in bonis con segnali di anomalia e 9 per il riconoscimento a fini prudenziali dei modelli interni. I risultati degli accertamenti, che hanno visto crescere il peso dei giudizi sfavorevoli, hanno registrato il peggioramento dei profili di rischio di credito e di liquidità.*

### ***L'attività di controllo sugli intermediari non bancari***

*L'attività di controllo nei confronti delle SGR.* – Negli ultimi mesi del 2011 le tensioni sul debito sovrano e il peggioramento delle prospettive di crescita economica hanno accentuato l'avversione al rischio degli investitori, le cui scelte di investimento hanno penalizzato il settore dei fondi comuni. Il comparto del risparmio gestito – che già soffriva di problemi strutturali – è stato inoltre influenzato dalla necessità per le banche, principale

canale distributivo dei fondi, di far fronte alle proprie difficoltà di funding (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*).

Nel settore dei fondi aperti le incertezze sulle prospettive di ripresa dei volumi hanno fatto emergere problemi di posizionamento strategico e di mantenimento degli equilibri tecnici soprattutto per gli intermediari di minore dimensione. Nel corso del 2011 sono state realizzate o avviate numerose operazioni straordinarie con l'obiettivo di razionalizzare gli assetti societari e di gruppo o di assicurare l'ordinata uscita dal mercato di operatori marginali attraverso la cessione di rami di azienda.

La numerosità dei riassetti societari realizzati negli ultimi anni, anche a seguito della crisi, ha richiesto attenzione da parte della Vigilanza nel vaglio delle iniziative; hanno assunto rilievo, in particolare, la valutazione della qualità dei soggetti interessati a entrare nel capitale delle SGR, la robustezza dei piani di acquisizione, la sostenibilità dei programmi di attività, l'adeguatezza dei presidi adottati a tutela degli interessi dei partecipanti ai fondi.

*L'entrata in vigore della direttiva CE 13 luglio 2009, n. 65 (UCITS4), che prevede tra l'altro la possibilità per le società di gestione comunitarie di istituire fondi armonizzati in altri Stati membri, può favorire un ampliamento della gamma dell'offerta e un innalzamento della concorrenza, stimolando la domanda di servizi di gestione del risparmio da parte delle famiglie.*

Nel comparto dei fondi chiusi l'operatività è stata condizionata dalla ridotta disponibilità di finanziamenti bancari e dall'atteggiamento cauto degli investitori istituzionali e privati, in particolare di quelli esteri. Il difficile contesto macroeconomico ha inciso altresì sulla valorizzazione dei portafogli in gestione e ha depresso le aspettative di rendimento per i sottoscrittori. L'approssimarsi dei termini di scadenza di alcuni fondi chiusi, in particolare di quelli rivolti alla clientela al dettaglio, richiede ai gestori di scegliere se rispettarne l'originaria scadenza, procedendo alla dismissione di una quota rilevante del portafoglio in una fase del mercato poco favorevole o prorogarne la durata originaria, nell'attesa di condizioni di mercato migliori.

*Si tratta di una scelta di natura gestionale, di competenza della SGR, in possesso delle necessarie informazioni sulle caratteristiche di liquidabilità del portafoglio del fondo alla luce della situazione di mercato. In questi casi l'intervento della Vigilanza è circoscritto al riscontro del rispetto delle procedure prescritte dal dettato regolamentare per la modifica della durata del fondo e alla verifica della ragionevolezza, completezza e attendibilità delle motivazioni adottate dalla SGR circa l'effettiva esistenza dell'interesse dei partecipanti alla proroga della durata.*

La Vigilanza ha richiamato i gestori a pianificare con attenzione la liquidazione dei portafogli dei fondi, con modalità e tempi coerenti con la durata originaria dei prodotti.

Il settore del private equity ha risentito della volatilità dei mercati finanziari e della prolungata stagnazione dell'economia. Numerosi operatori hanno avuto difficoltà a realizzare i business plan originari o a lanciare nuovi fondi; le consistenti svalutazioni effettuate a partire dal 2008 hanno sostanzialmente annullato i guadagni accumulati dall'avvio dell'operatività. L'attività della Vigilanza è stata rivolta al monitoraggio delle azioni correttive intraprese dagli intermediari; in particolare, sono state valutate la credibilità e la coerenza dei progetti di rilancio o la predisposizione di piani ordinati di chiusura delle attività.

Il comparto dei fondi immobiliari, in cui l'offerta ha continuato a svilupparsi soprattutto nel segmento dei fondi riservati a investitori qualificati, grazie al conferimento di portafogli immobiliari di enti previdenziali, assicurazioni e banche, ha sofferto per la debolezza del mercato, le difficoltà nell'accesso ai finanziamenti e l'accresciuta avversione al rischio da parte degli operatori.

*Alcuni fondi immobiliari riservati e speculativi sono connotati da tensioni finanziarie; essi rappresentano poco più del 6 per cento del totale dell'attivo del comparto e sono gestiti sia da società leader del settore sia da operatori di ridotta dimensione che stentano a superare la fase di avvio dell'attività. L'azione di vigilanza nei confronti di questi intermediari è stata intensa: per le situazioni più problematiche è stato adottato il provvedimento restrittivo all'istituzione e all'avvio di nuovi fondi. Gli interventi posti in essere dagli intermediari interessati da provvedimenti restrittivi sono monitorati con attenzione, al fine di valutare la sussistenza delle condizioni per il riavvio dell'operatività ovvero definire le ulteriori misure necessarie per favorire la soluzione delle criticità.*

Nel settore dei fondi immobiliari la Banca d'Italia ha continuato a promuovere il rafforzamento delle strutture aziendali, l'innalzamento del livello di professionalità delle gestioni e il potenziamento dei sistemi di controllo, quali condizioni irrinunciabili per lo sviluppo dell'operatività aziendale; diverse SGR, tenuto anche conto dell'evoluzione in atto nel quadro normativo di riferimento, hanno realizzato o stanno considerando la possibilità di realizzare operazioni di aggregazione.

*La ridefinizione della nozione di fondo comune di investimento – che richiama i principi dell'autonomia delle SGR e della pluralità degli investitori quali condizioni per assicurare lo svolgimento di una effettiva attività di intermediazione – e il nuovo trattamento fiscale dei fondi immobiliari – che prevede per i soli investitori non istituzionali che detengano partecipazioni superiori al 5 per cento un regime di trasparenza fiscale analogo a quello esistente per le società di persone – hanno fatto venir meno l'incentivo a diversi progetti promossi e determinato la messa in liquidazione di numerosi fondi. Gli operatori interessati, soprattutto se di dimensione contenuta, potrebbero riconsiderare le proprie scelte di posizionamento strategico, valutando ipotesi di aggregazione o di uscita dal mercato.*

*L'attività di controllo nei confronti delle SIM.* – Le tensioni dei mercati finanziari hanno accentuato il divario fra un limitato numero di SIM, con strategie di sviluppo consolidate e buone capacità di gestire possibili cadute del volume d'affari, e il resto del sistema, caratterizzato da intermediari di piccola dimensione che si adattano con difficoltà alla fase congiunturale negativa.

L'azione di vigilanza si è concentrata sulle situazioni aziendali caratterizzate da profili di vulnerabilità, stimolando gli organi di governo all'adozione di più efficaci strategie e di un assetto di governance e organizzativo adeguato alla complessità operativa e all'esposizione ai vari fattori di rischio; tali interventi hanno fatto seguito anche alle risultanze degli accertamenti ispettivi, che hanno evidenziato debolezze nel disegno strategico e nell'attività di pianificazione commerciale. La contrazione dei volumi operativi e le pressioni sul fronte della redditività hanno reso necessaria la definizione di interventi di riposizionamento strategico e la realizzazione di misure di rafforzamento patrimoniale, che talvolta hanno dato origine a riassetti dell'azionariato.

La ricerca di economie di scala ha determinato numerose aggregazioni, anche attraverso l'incorporazione di alcune SIM in altri intermediari, generalmente riconducibili al medesimo gruppo bancario di appartenenza; in alcuni casi il deterioramento della situazione aziendale ha comportato l'uscita dal mercato.

*A circa quattro anni dal recepimento della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), che ha ricompreso la consulenza tra i servizi di investimento, è stata condotta un'analisi sul comparto delle SIM autorizzate al solo servizio di consulenza in materia di investimenti (pari a circa un quarto del totale delle SIM iscritte all'albo), con l'obiettivo di approfondire le caratteristiche operative e i profili maggiormente problematici. Si tratta di intermediari di dimensione contenuta, che operano senza detenere liquidità né strumenti finanziari della clientela e pertanto soggetti a requisiti patrimoniali contenuti e a requisiti meno stringenti sotto il profilo organizzativo; i volumi operativi sono concentrati nei due maggiori intermediari, con un business rivolto principalmente a clientela istituzionale. I controlli della Vigilanza si sono focalizzati sulle difficoltà nel conseguire l'equilibrio della gestione economica e sui ridotti margini patrimoniali rispetto ai requisiti richiesti. In vista dell'at-*

*teso ampliamento dei soggetti ammessi alla prestazione del servizio di consulenza (previsto dagli artt. 18-bis e ter del TUF), le SIM, che hanno in prevalenza escluso la loro cancellazione dall'albo, hanno auspicato che sia garantita una situazione di effettiva parità concorrenziale con i nuovi operatori.*

*L'attività di controllo nei confronti degli intermediari ex art. 107 TUB.* – L'azione di vigilanza si è focalizzata sul comparto del credito alle famiglie nonché sugli intermediari che maggiormente hanno risentito della debolezza del quadro congiunturale. Sono stati inoltre avviati approfondimenti sugli strumenti di controllo del rischio di liquidità; sulla base dei risultati di uno specifico monitoraggio, rivolto a un campione di intermediari finanziari individuati in base ai volumi di attività, è stato avviato un confronto con i responsabili aziendali sulle problematiche emerse.

Il settore dei prestiti contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione è stato interessato da controlli orientati alla verifica del pieno allineamento delle prassi operative alle prescrizioni normative; sono proseguiti gli interventi volti a sollecitare un miglioramento delle relazioni con la clientela e a rafforzare i presidi organizzativi e di controllo sulla rete commerciale.

Per il comparto dei confidi, il cui peso all'interno dell'elenco speciale è ulteriormente cresciuto nel corso dell'anno (cfr. il paragrafo del capitolo 16: *La struttura del sistema finanziario*), sono stati effettuati interventi volti a favorire un rafforzamento della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni. Particolare attenzione è stata posta all'adeguatezza della dotazione patrimoniale, in molti casi dipendente dai contributi pubblici erogati dalle Regioni e dalle Camere di commercio, al monitoraggio delle posizioni garantite e alla possibile sottostima della rischiosità degli impieghi, attese le difficoltà per tali soggetti di reperire informazioni sull'andamento dei rapporti creditizi sottostanti.

Gli effetti della crisi del mercato delle cartolarizzazioni hanno reso necessario un rafforzamento dell'attività di vigilanza sui servicer. Specifica attenzione è stata riservata alla dotazione patrimoniale, all'esposizione al rischio strategico, connesso con l'effettuazione di attività non tipicamente finanziarie, e all'assetto organizzativo, con particolare riferimento all'esternalizzazione di attività operative a soggetti terzi.

*L'attività di controllo nei confronti degli istituti di pagamento.* – L'azione di vigilanza è risultata particolarmente complessa in quanto volta ad avviare un confronto con soggetti che solo di recente hanno ottenuto lo status di intermediari vigilati (cfr. il paragrafo del capitolo 16: *La struttura del sistema finanziario*). Sono stati effettuati interventi finalizzati ad acquisire elementi conoscitivi su operatività, strategie, struttura organizzativa e sistema dei controlli interni. Particolare attenzione è stata posta all'esposizione ai rischi di natura operativa e di conformità alle norme, cui sono risultati maggiormente esposti tali intermediari. Per gli istituti operanti nel comparto del money transfer, la cui attività si presta a possibili utilizzi distorti per finalità di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, sono in corso specifici approfondimenti anche per valutare l'adeguatezza dei presidi sull'articolata rete distributiva.

*Alcuni intermediari specializzati nella prestazione di servizi di pagamento presentano un forte legame, di tipo proprietario o economico, con gli operatori del gioco pubblico (gaming). Sul tema è in corso un approfondimento volto a individuare gli aspetti di interesse per la Vigilanza, suscettibili di ripercuotersi sulla stabilità, la reputazione e i rischi di tali intermediari.*

*L'attività di controllo nei confronti degli intermediari ex art. 106 TUB, dei mediatori creditizi, degli agenti in attività finanziaria e degli operatori professionali in oro.* – La riforma del

titolo V del TUB, avviata con il decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141, ha accelerato il riassetto del comparto degli intermediari ex art. 106 TUB, già in atto da alcuni anni, con la progressiva riduzione del numero di soggetti iscritti. Al riordino hanno contribuito anche gli interventi repressivi delle situazioni di irregolarità, più diffuse nei periodi di crisi. La Vigilanza ha accompagnato l'uscita ordinata dal mercato degli operatori che non rientrano più nell'ambito della riserva di attività prevista dall'art. 106. Le occasioni di confronto con gli intermediari sono state utilizzate per accrescerne la consapevolezza sulle implicazioni derivanti dalla riforma, in termini di più stringenti requisiti patrimoniali e organizzativi, nonché per sollecitare le opportune riflessioni strategiche sulle prospettive delle singole iniziative imprenditoriali.

I controlli sistematici intrapresi sul grado di patrimonializzazione dei singoli operatori hanno determinato un miglioramento nel rispetto dei requisiti: la maggior parte dei soggetti che presentavano disallineamenti ha regolarizzato la propria posizione ovvero è stata indotta all'uscita dal mercato. Dalle verifiche condotte in loco è emersa una diffusa disattenzione da parte degli intermediari ex art. 106 riguardo alle normative in materia di usura, antiriciclaggio e trasparenza, che nei casi più gravi ha determinato l'assunzione di provvedimenti di rigore.

*Con riferimento alle società di cartolarizzazione dei crediti – per le quali a partire dal 13 maggio 2011 non vige più l'obbligo di iscrizione all'elenco generale – e per gli intermediari attivi nella prestazione di servizi di pagamento (money transfer) – che dal 1° maggio 2011 possono operare solo nella nuova veste di istituti di pagamento – l'attività di cancellazione dall'elenco ha richiesto una capillare azione di verifica dell'effettiva operatività e di sollecito a un tempestivo adeguamento alla normativa.*

È proseguita l'attività di controllo sui comparti con maggiori criticità, quali quello del rilascio delle garanzie, caratterizzato dalla presenza di soggetti non abilitati o che operano in difetto dei necessari requisiti patrimoniali. Per i confidi “minori” (ex art. 155 del TUB), connotati da standard minimali per l'accesso al mercato, la prestazione di garanzie in favore di soggetti diversi dalle piccole e medie imprese associate configura, in molti casi, lo svolgimento di attività non consentite e, comunque, determina l'assunzione di rischi non commisurati alle strutture patrimoniali e organizzative.

*Dalle evidenze disponibili è emerso un intensificarsi di questi fenomeni, anche per la scarsa conoscenza della normativa sui confidi. È stata pertanto rafforzata l'attività di sensibilizzazione del pubblico sulle caratteristiche e le attività consentite a tali soggetti, anche attraverso una comunicazione pubblicata sul sito internet dell'Istituto.*

*Nel segmento delle società finanziarie cooperative attive nell'intermediazione creditizia, l'attività di controllo ha messo in luce, in taluni casi, operazioni di raccolta nei confronti dei soci in violazione delle limitazioni operative imposte dalle vigenti disposizioni, integrando la fattispecie di esercizio abusivo dell'attività bancaria.*

*Sono stati avviati specifici approfondimenti sui rischi insiti in alcune aree di operatività che negli ultimi anni hanno visto un crescente coinvolgimento degli intermediari iscritti nell'elenco generale, come l'acquisto di crediti deteriorati di piccolo importo, non assistiti da garanzie. A partire dall'inizio della crisi questa tipologia di attività ha risentito di problematiche specifiche legate al peggioramento della qualità del credito, alle difficoltà nel reperimento del funding, alla minore recuperabilità dei crediti acquisiti. Profili di criticità si sono rilevati nel livello di affidabilità e trasparenza degli operatori coinvolti, nonché nell'effettivo trasferimento del rischio da parte dei soggetti cedenti.*

Sono stati intensificati i controlli sugli agenti in attività finanziaria e sui mediatori creditizi, per i quali a partire dal 30 giugno 2011 sono cessate le iscrizioni negli elenchi tenuti dalla Banca, secondo quanto previsto dal D.lgs. 141/2010. Il numero degli iscritti ha registrato una consistente diminuzione dovuta anche agli effetti dell'imminente riforma del settore che ha indotto molti di essi – in particolare coloro che erano iscritti in



entrambi gli elenchi o che non esercitavano con continuità l'attività di agente o di mediatore – a richiedere la cancellazione. La nuova disciplina, infatti, oltre a introdurre criteri più selettivi all'accesso, prevede l'incompatibilità tra le due professioni, la costituzione in forma societaria per la mediazione creditizia e il pagamento di contributi annuali.

Particolare attenzione è stata altresì rivolta al settore degli operatori professionali in oro, il cui numero è in costante crescita. Tali soggetti, per i quali vige un regime di controlli attenuato riguardante l'accertamento della permanenza dei requisiti richiesti per l'iscrizione, sono stati oggetto di più penetranti verifiche sulla sussistenza dei requisiti patrimoniali e di onorabilità, sia nella fase di iscrizione sia a posteriori.

### *Le procedure straordinarie di banche e di intermediari non bancari*

Nel corso del 2011 sono state avviate 13 procedure di gestione delle crisi; 4 nei primi quattro mesi del 2012. L'esigenza di presidiare la continuità aziendale ha reso necessario, in un caso, il ricorso alla gestione provvisoria di una banca controllata da un'istituzione libica, destinataria di provvedimenti internazionali di "congelamento" emanati a seguito della crisi politica nel paese nordafricano; l'intermediario è stato successivamente sottoposto alla procedura di amministrazione straordinaria, conclusasi nel marzo 2012 con la restituzione della banca alla gestione ordinaria.

Le banche destinatarie di provvedimenti straordinari nel 2011 sono state otto, tra cui quattro BCC e una banca pubblica specializzata in finanziamenti connessi al settore dello sport e della cultura. Tra gli intermediari non bancari figurano tre SGR e una succursale di impresa di investimento francese, per la quale il provvedimento è stato adottato a seguito della liquidazione della casa madre, disposta dall'Autorità d'oltralpe. Nel corso del 2012 le procedure straordinarie avviate hanno interessato due SGR, una banca a carattere regionale e una banca di credito cooperativo.

L'adozione dei provvedimenti straordinari è stata conseguenza di gravi irregolarità gestionali e violazioni normative dovute a carenze negli assetti di governo aziendale e di controllo, spesso associate a violazioni degli obblighi antiriciclaggio e di correttezza nei confronti della clientela. Nel 2011 e nei primi quattro mesi del 2012 si sono registrate gravi perdite patrimoniali solo in quattro dei dieci casi di amministrazione straordinaria e di gestione provvisoria.

In un contesto connotato da fragilità, l'attenzione della Vigilanza, soprattutto per gli intermediari di dimensione ridotta, si è concentrata sulla tempestività dell'adozione dei provvedimenti straordinari.

Nell'anno si sono chiuse dieci amministrazioni straordinarie: in sei casi con la restituzione dell'azienda alla gestione ordinaria; in un caso mediante la fusione per incorporazione in un'altra banca; per tre procedure si è reso necessario l'avvio della liquidazione coatta amministrativa, realizzata con l'intervento di intermediari che, con diverse modalità, hanno contribuito alla tutela dei diritti dei depositanti e della clientela.

Nella soluzione delle crisi aziendali i sistemi di garanzia dei depositanti hanno fornito un importante contributo. In relazione allo sfavorevole contesto esterno, sono state ampliate le modalità e le entità degli interventi, sperimentando anche soluzioni innovative quali, ad esempio, l'acquisto diretto da parte del Fondo di garanzia del credito cooperativo delle attività deteriorate di una banca in liquidazione coatta amministrativa.

Al 30 aprile 2012 erano in essere 53 procedure: 12 amministrazioni straordinarie (10 banche, 2 SGR) e 41 liquidazioni coatte amministrative (18 banche, 5 SGR, 17 SIM e una succursale di un'impresa di investimento francese). Prosegue l'attività della società di gestione degli attivi problematici (SGA spa) acquisiti a seguito degli interventi pubblici di ristrutturazione del gruppo Banco di Napoli.

### *Trasparenza, rapporti tra intermediari e clienti ed educazione finanziaria*

Nel corso del 2011 le attività svolte dalla Banca d'Italia per il miglioramento dei rapporti tra intermediari e clienti sono state molteplici: è stata realizzata un'intensa azione di controllo sul rispetto della disciplina di trasparenza e correttezza; è stata consolidata l'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF); sono state potenziate le azioni per la diffusione delle conoscenze finanziarie.

Al fine di assicurare l'efficienza e la coerenza dell'azione di controllo, di contenere i costi a carico degli operatori e di realizzare un'efficace tutela del consumatore, la Banca d'Italia e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) hanno siglato un protocollo di intesa che regola l'esercizio dei rispettivi poteri in materia di trasparenza e correttezza nei rapporti tra intermediari e clienti e di pratiche commerciali scorrette.

*In base al protocollo, le due autorità si informano reciprocamente e tempestivamente dell'avvio nei confronti degli intermediari dei procedimenti amministrativi di propria competenza. Ciascuna autorità, ricevuta la comunicazione dell'altra, può formulare osservazioni. Sono inoltre previsti incontri periodici e la possibilità di costituire gruppi di lavoro congiunti per affrontare tematiche di comune interesse.*

La Banca d'Italia – congiuntamente con l'AGCM – ha partecipato all'iniziativa comunitaria di monitoraggio dei siti internet degli operatori attivi nel settore del credito ai consumatori (*sweep*), allo scopo di verificarne la conformità alle normative comunitarie e di attivare eventuali interventi. Un ulteriore esercizio, denominato *sweep plus*, ha avuto ad oggetto il rispetto degli obblighi di informativa precontrattuale nel medesimo comparto.

*In relazione all'attività di monitoraggio svolta, la Commissione europea ha emesso un comunicato stampa per divulgare sintetiche informazioni e dati aggregati. Le criticità rilevate hanno in prevalenza interessato gli annunci pubblicitari relativi alle carte di credito e ai prestiti personali; carenze sono emerse anche con riguardo all'informativa precontrattuale.*

*I controlli sul rispetto della disciplina di trasparenza e la gestione degli esposti.* – L'attività di controllo è stata diretta ad assicurare, anche attraverso l'affinamento delle metodologie utilizzate, un monitoraggio costante sull'osservanza della disciplina di trasparenza. Attenzione crescente è stata rivolta ai profili dell'organizzazione e dei controlli interni e alla correttezza, non solo formale, dei rapporti fra intermediari e clientela.

*I controlli sull'osservanza della normativa di trasparenza – inclusi quelli effettuati nell'ambito dell'ordinaria attività di vigilanza – sono stati 277 e hanno interessato le dipendenze di 145 intermediari (265 sportelli di 133 banche, 7 dipendenze di 7 intermediari iscritti nell'elenco di cui all'art. 107 del TUB, 5 accertamenti presso intermediari iscritti nell'elenco ex art. 106 del TUB). Le principali criticità rilevate hanno riguardato la completezza dell'informativa precontrattuale e la congruenza fra le condizioni pubblicizzate e quelle applicate nei rapporti con la clientela; sono stati altresì riscontrati ritardi nell'adeguamento alla recente normativa sul credito ai consumatori. Le soluzioni organizzative adottate non sempre sono risultate idonee ad assicurare un'efficace presidio dei rischi legali e di reputazione: criticità sono emerse nella definizione dei processi operativi, nel coordinamento tra le funzioni coinvolte e nell'esercizio dei controlli di conformità.*



Nel 2011 sono pervenuti alla Banca d'Italia 6.560 esposti (con un aumento del 16 per cento rispetto al 2010), di cui il 46 per cento è riferibile alla gestione del credito (finanziamenti in conto corrente, mutui, credito al consumo). A essi si aggiungono gli esposti relativi a erronee segnalazioni presso la Centrale dei rischi (circa 1.100).

Sulla base di approfondimenti condotti tenendo conto anche della frequenza degli esposti relativi a specifiche problematiche, sono state adottate misure volte a promuovere il puntuale rispetto della disciplina di trasparenza e la correttezza nelle relazioni fra gli intermediari e la clientela. Tali interventi hanno riguardato l'applicazione di commissioni sul prelievo di contanti allo sportello, le carenze riscontrate nel comparto delle operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione, le richieste di rimborso relative a rapporti risalenti nel tempo e il rilascio di garanzie da parte di operatori privi delle necessarie autorizzazioni.

*Le commissioni bancarie e i costi dei conti correnti.* – La rilevazione annuale sul costo dei conti correnti bancari ha riguardato un campione rappresentativo di 218 banche e circa 11.500 conti correnti; sono stati considerati i costi effettivamente sostenuti nel 2011, rilevati sulla base degli estratti conto. La spesa media di tenuta conto è risultata pari a 105,8 euro, in diminuzione di 4,4 euro rispetto a quella rilevata nel 2010.

*Si sono ridotte tutte le tipologie di spese fisse, con l'eccezione delle spese di inoltro degli estratti conto. Le spese variabili hanno fatto registrare un incremento, determinato prevalentemente dall'accresciuta operatività rispetto all'anno precedente; i costi unitari delle operazioni, infatti, sono rimasti pressoché invariati.*

Nell'ambito dell'indagine sul costo dei conti correnti sono state rilevate anche le spese (con esclusione degli interessi) sostenute sugli scoperti di conto e sui finanziamenti in conto corrente. L'onere medio trimestrale sugli scoperti in assenza di fido è risultato pari all'1,7 per cento del credito utilizzato. In caso di affidamento, la commissione per la messa a disposizione dei fondi, applicata nell'85 per cento dei conti affidati, ha comportato un onere su base trimestrale pari allo 0,5 per cento del credito accordato; nei restanti casi, in cui è ancora applicata la commissione di massimo scoperto, l'onere medio trimestrale è risultato dell'1,3 per cento dell'utilizzato.

*L'applicazione della normativa in materia di usura.* – Anche nel corso del 2011 la gestione della rilevazione trimestrale dei tassi effettivi globali medi a fini antiusura è stata affiancata dall'attività di supporto agli intermediari segnalanti e agli operatori del settore per risolvere i quesiti interpretativi da essi posti.

*Il nuovo criterio di determinazione dei tassi soglia introdotto dal DL 70/2011, dati gli attuali bassi tassi di mercato, ha comportato l'innalzamento delle soglie rispetto alla previgente disciplina, contribuendo a limitare i fenomeni di razionamento del credito.*

*La risoluzione stragiudiziale delle controversie.* – Nel corso del 2011 l'ABF è stato chiamato a decidere un crescente numero di ricorsi.

*I ricorsi complessivamente presentati all'ABF nel 2011 sono stati 3.578 (3.409 tra il mese di ottobre 2009 e la fine del 2010). Le istanze provenienti da consumatori sono state 2.874; 704 quelle inoltrate da imprese e professionisti. Le contestazioni riguardanti banche sono state 2.408; quelle relative a società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106 e 107 del TUB sono state, rispettivamente, 57 e 581; quelle verso altri operatori sono state complessivamente 532. Le controversie più ricorrenti hanno riguardato rapporti di conto corrente (502), mutui (459), carte di credito (404), bancomat e carte di debito (381). Sono aumentati i ricorsi relativi a operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio, pari a 150 (58 nel 2010), e quelli riguardanti segnalazioni alle centrali rischi finanziari private, pari a 247 (161*

nel 2010). Dei 2.760 ricorsi giunti a decisione nell'anno, circa due terzi hanno avuto esito favorevole per il cliente (tra decisioni di accoglimento e casi in cui, per effetto della soddisfazione del cliente in corso di giudizio, è stata dichiarata l'intervenuta cessazione della materia del contendere).

Gli esiti delle procedure di ricorso davanti all'ABF possono fornire un utile contributo all'attività di vigilanza: da essi è possibile trarre segnali di anomalia nel comportamento del singolo intermediario o rilevare una particolare esposizione a rischi legali e reputazionali.

*Al fine di diffondere la conoscenza degli orientamenti assunti dall'ABF nel suo primo anno di attività, la Banca d'Italia ha recentemente reso disponibile sul proprio sito internet una comunicazione in cui sono riepilogati principi e raccomandazioni rilevanti contenuti nelle relative decisioni.*

**L'educazione finanziaria.** – La promozione della cultura finanziaria è elemento fondamentale per una efficace politica di tutela del cliente di servizi bancari e finanziari. Al fine di rafforzare l'azione in questo campo, la Banca d'Italia ha istituito un'apposita unità, il Nucleo per l'educazione finanziaria, con il compito di diffondere tra i cittadini la conoscenza dei principali concetti di economia e finanza, oltre che dei diritti e delle responsabilità della clientela.

Particolare attenzione viene rivolta ai giovani. Nell'anno scolastico 2010-11 il progetto di formazione in materia economica e finanziaria nelle scuole ha coinvolto oltre 15.000 studenti di scuola primaria e secondaria di primo e secondo grado, contro i circa 9.000 della precedente edizione. La scelta di includere la scuola primaria risponde anche alle raccomandazioni internazionali di stimolare la familiarità con le tematiche finanziarie il prima possibile nel corso della vita, data anche la naturale ricettività dei giovanissimi. I risultati dei test sottoposti agli alunni hanno evidenziato un miglioramento significativo delle conoscenze a seguito delle lezioni tenute in aula. Nell'anno scolastico 2011-12 sono cresciuti sia il numero degli studenti partecipanti sia l'attività di formazione svolta dalla rete periferica della Banca a favore dei professori coinvolti nel progetto.

### ***Il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo***

In fasi di crisi il contrasto dei risvolti finanziari di fenomeni di evasione e corruzione è determinante per rimuovere uno dei freni allo sviluppo dell'economia; tale consapevolezza ha indotto ad accrescere, sul piano internazionale e nazionale, gli sforzi per prevenire e intercettare l'ingresso nel circuito legale dei relativi proventi.

Nel luglio del 2011 l'Italia ha assunto la presidenza del Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI) per un mandato annuale. Significativa è stata la collaborazione prestata dalla Banca d'Italia nell'ambito dei lavori per la revisione delle raccomandazioni emanate dal GAFI. I nuovi standard – approvati nel febbraio 2012 – prevedono tra l'altro una più incisiva attuazione dell'approccio basato sul rischio e includono i reati di natura fiscale tra quelli presupposto di riciclaggio. In ambito europeo la Banca d'Italia ha collaborato ai lavori dell'Anti Money Laundering Committee, chiamato ad assistere le autorità di vigilanza nel compito di assicurare l'uniforme implementazione della normativa antiriciclaggio.

A livello nazionale si è intensificato – sul piano normativo, dei controlli e della collaborazione istituzionale – l'impegno della Banca d'Italia nell'attività di prevenzione. Il quadro regolamentare – ormai in fase di completamento – richiede agli intermediari di dotarsi di assetti, procedure e processi idonei a fronteggiare il rischio di un coinvolgi-

mento, anche inconsapevole, in fatti di riciclaggio. Il 1° settembre 2011 è entrato in vigore il provvedimento in materia di procedure organizzative e controlli interni: di rilievo l'istituzione di un'apposita funzione a presidio del rischio di riciclaggio. Nel marzo 2012 si è conclusa la consultazione pubblica sulle istruzioni in tema di adeguata verifica della clientela, che calibrano l'intensità e l'estensione degli adempimenti in materia di identificazione della clientela sulla base del rischio di riciclaggio insito nelle singole fattispecie.

L'attività di verifica, cartolare e ispettiva, riveste un ruolo cardine nella prevenzione del riciclaggio. Sono state esaminate 109 segnalazioni inoltrate dagli intermediari, concernenti essenzialmente irregolarità nelle registrazioni in archivio: in relazione alle frequenti carenze delle procedure utilizzate nella gestione esternalizzata degli adempimenti antiriciclaggio, sono stati puntualizzati gli obblighi a carico degli intermediari nell'ipotesi di esternalizzazione.

In sede ispettiva l'analisi dei profili antiriciclaggio è stata condotta nell'ambito degli accertamenti generali e mirati (7 nel 2011). È inoltre proseguito il programma di verifiche presso le dipendenze delle banche, selezionate seguendo l'approccio basato sul rischio; nel periodo maggio-dicembre 2011 sono state condotte ispezioni antiriciclaggio presso 74 filiali (di 26 banche) localizzate in Liguria, Puglia e nel basso Lazio.

La valutazione dell'osservanza della disciplina antiriciclaggio rappresenta un importante snodo dell'istruttoria dei procedimenti amministrativi di competenza dell'Istituto: le irregolarità sintomatiche di disfunzioni organizzative possono indurre al mancato rilascio del provvedimento o alla richiesta di specifici interventi correttivi.

Si è intensificata l'attività di collaborazione con le autorità a vario titolo coinvolte nella prevenzione e nel contrasto del riciclaggio. Il dialogo con l'autorità giudiziaria ha consentito di orientare l'attività di controllo, focalizzandola sugli intermediari più problematici, e di intervenire sollecitamente su situazioni connotate da elementi di gravità, anche attraverso la tempestiva adozione di provvedimenti di amministrazione straordinaria.

*La Banca d'Italia ha inoltrato all'Autorità giudiziaria 91 segnalazioni riferite a violazioni di disposizioni del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 di potenziale rilievo penale, confermando il trend crescente registrato negli ultimi anni (63 nel 2010, 26 nel 2009). La Guardia di finanza, previa intesa con la Vigilanza, ha effettuato 54 accertamenti ispettivi nei confronti di intermediari iscritti nell'elenco generale ex art. 106 TUB.*

*La Vigilanza ha inoltrato alla Unità di informazione finanziaria (UIF) 39 segnalazioni di fatti rilevanti per le attribuzioni dell'Unità, riscontrati nello svolgimento dell'attività di controllo; a sua volta, la UIF ha trasmesso 28 segnalazioni di anomalie emerse nell'ambito delle verifiche di propria competenza.*

### **L'attività sanzionatoria**

L'attività di controllo sugli intermediari bancari e finanziari ha in taluni casi evidenziato la presenza di irregolarità che hanno determinato l'applicazione di sanzioni da parte della Banca d'Italia. Le irregolarità più ricorrenti concernono l'organizzazione amministrativa e il sistema dei controlli interni, le carenze nelle verifiche da parte del collegio sindacale e le criticità nel processo del credito. Circa un quinto dei provvedimenti emanati ha riguardato violazioni della normativa in materia di trasparenza e correttezza nei rapporti con la clientela.

Nel 2011 l'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie applicate è stato di 15,7 milioni di euro, a fronte dei 18,2 dell'anno precedente. Il numero dei provvedimenti sanzionatori è stato pari a 116, rispetto ai 145 del 2010; hanno avuto come destinatari più di 1.100 tra persone fisiche e giuridiche. Altri 24 procedimenti di natura sanzionatoria sono

stati conclusi con l'archiviazione. L'elevato importo delle sanzioni, raggiunto nonostante la riduzione del numero dei relativi provvedimenti, è da ricondursi alla gravità dei fatti rilevati, che hanno talora determinato l'adozione di provvedimenti straordinari.

In prospettiva, il rafforzamento dei meccanismi volti ad assicurare il rispetto della regolamentazione è uno degli obiettivi delle riforme del sistema finanziario in corso. In sede comunitaria, nell'ambito dei lavori preparatori per l'adozione della direttiva CRD4, è stato previsto un potenziamento e un'armonizzazione dei regimi sanzionatori, al fine di accrescerne l'efficacia, la proporzionalità e il potere dissuasivo. Tali modifiche avranno un impatto rilevante anche sulla normativa italiana, in relazione all'ampliamento della platea dei possibili destinatari dei provvedimenti e della tipologia delle sanzioni irrogabili.

Per quanto concerne la disciplina del procedimento sanzionatorio, la Banca d'Italia ha autonomamente avviato un'ampia riforma, finalizzata a conseguire obiettivi di semplificazione e razionalizzazione.

Con il provvedimento del Governatore del 27 giugno 2011 è stato disposto, tra l'altro, che l'istruttoria sia condotta integralmente da un'unica struttura; la valutazione collegiale da parte della Commissione per l'esame delle irregolarità viene limitata alle fattispecie di maggiore complessità, ovvero aventi carattere di novità o di rilevanza sistemica.

Sono in corso di predisposizione nuove disposizioni di vigilanza in materia, ispirate a principi di certezza e prevedibilità della sanzione, di pienezza del contraddittorio, di garanzia del diritto di difesa dei soggetti sottoposti al procedimento, di semplificazione dell'iter istruttorio. Nelle valutazioni della Banca d'Italia assumeranno rilievo l'inottemperanza a specifici richiami o la mancata attuazione di interventi correttivi richiesti e i conseguenti effetti negativi sulla situazione tecnica aziendale.

*I procedimenti di cancellazione.* – Nel 2011 il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), su proposta della Banca d'Italia, ha disposto la cancellazione d'ufficio dall'elenco generale di cui all'art. 106 TUB di 19 soggetti. Le irregolarità che hanno determinato l'espulsione di tali società dal mercato sono riconducibili a numerosi fattori, tra cui la raccolta abusiva del risparmio, la ripetuta violazione degli obblighi di comunicazione alla Vigilanza, le carenze nelle dotazioni del capitale minimo e dei mezzi liquidi per far fronte all'attività di concessione di finanziamenti nella forma di prestazione di garanzie.

L'attività di controllo svolta sugli agenti in attività finanziaria e sui mediatori creditizi ha determinato la cancellazione, attraverso la procedura che prevede l'irrogazione della sanzione finale da parte del MEF, di 53 soggetti. Si è poi proceduto all'annullamento diretto di 82 soggetti per carenza dei requisiti sin dall'iscrizione, accertata in sede di controlli successivi. A causa della violazione, accertata dalla Guardia di finanza, di normative antiriciclaggio o di Pubblica sicurezza (come quella che prevede l'obbligo di segnalare alle Prefetture le operazioni di trasferimento fondi da parte di cittadini extracomunitari non in possesso di permesso di soggiorno) è stata disposta la cancellazione di 5 agenti money transfer.

### ***La cooperazione internazionale***

Nel 2011 è proseguito l'impegno del Gruppo dei Venti (G20) nella realizzazione dell'ampio programma di riforme delle regole della finanza concordate nel 2008. Dopo l'approvazione nel 2010 della riforma dei requisiti di capitale e di liquidità delle banche

(Basilea 3), i Capi di Stato e di governo del G20 hanno adottato a Cannes lo scorso 4 novembre un insieme di raccomandazioni per affrontare i rischi posti dalle istituzioni finanziarie sistemiche; hanno preso atto dei progressi ottenuti nella riforma dei mercati dei derivati; hanno dato impulso ai lavori sul sistema bancario ombra (*shadow banking system*); hanno rinnovato il loro impegno all'attuazione dei principi elaborati dal Financial Stability Board (FSB) in materia di prassi di remunerazione e di riduzione del peso attribuito ai rating delle agenzie esterne nel sistema finanziario (cfr. il capitolo 4: *Il G20 e la cooperazione economica internazionale*).

Riconoscendo il ruolo chiave dell'FSB nel coordinamento e nel monitoraggio dei processi di riforma del sistema finanziario internazionale, il G20 ha inoltre concordato di rafforzarne l'autonomia e la governance.

*La regolamentazione delle istituzioni finanziarie a rilevanza sistemica.* – Il Financial Stability Board ha proseguito i lavori sulle istituzioni finanziarie a rilevanza sistemica (*Systemically Important Financial Institutions*, SIFI), secondo le cinque linee di azione individuate nel 2010 (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza* nella Relazione sull'anno 2010). Le misure sottoposte al G20 nel novembre 2011 mirano a ridurre la probabilità e l'impatto del fallimento delle SIFI. Concorrono alla realizzazione del primo obiettivo il rafforzamento della capacità di assorbimento delle perdite e il potenziamento della vigilanza. La definizione di efficaci sistemi di gestione e risoluzione delle crisi contribuisce al perseguimento del secondo.

La maggiore capacità di assorbimento delle perdite delle banche sistemicamente rilevanti a livello globale (*Global Systemically Important Banks*, G-SIB) sarà assicurata attraverso l'imposizione di requisiti patrimoniali aggiuntivi (*capital surcharges*) compresi tra l'1 e il 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio (al crescere della rilevanza sistemica della banca), che potranno essere soddisfatti solo con strumenti di *common equity tier 1*. È anche prevista una fascia vuota di intermediari ai quali si potrà imporre una *capital surcharge* del 3,5 per cento, in modo da scoraggiare le banche dall'accrescere la loro rilevanza sistemica. I nuovi requisiti, che si applicheranno alle G-SIB individuate a novembre del 2014, entreranno in vigore gradualmente a partire dal 2016 e saranno pienamente operativi da gennaio del 2019.

*La metodologia per la determinazione della rilevanza sistemica delle banche è stata elaborata dal Comitato di Basilea e ripartisce le G-SIB in cinque classi (buckets), inclusa quella vuota, sulla base di indicatori che riflettono: la dimensione, il grado di interconnessione, la sostituibilità come operatori nel mercato e fornitori di servizi, il livello di attività internazionale, la complessità strutturale, operativa e di business. Il giudizio delle autorità di vigilanza completa la procedura basata sugli indicatori e, in casi eccezionali, può anche essere discriminante per l'attribuzione di un intermediario a una data classe. Il primo gruppo di 29 G-SIB è stato identificato dall'FSB a novembre del 2011 e comprende, tra le banche italiane, UniCredit; verrà aggiornato con cadenza annuale.*

La vigilanza sulle SIFI dovrà essere condotta da autorità indipendenti dotate di mandati specifici e di risorse e poteri adeguati. Esse dovranno assicurare che le SIFI abbiano elevate capacità di gestione dei rischi e che siano supportate da un efficiente sistema informativo per l'elaborazione e l'aggregazione dei dati e da efficaci controlli interni. Le autorità dovranno inoltre disporre di poteri di intervento preventivo, come quello di imporre alle SIFI ulteriori requisiti di capitale o di liquidità o di vietare la distribuzione di dividendi.

*Da marzo del 2013 le istituzioni sistemiche saranno chiamate a segnalare un nuovo set di informazioni, armonizzato a livello internazionale, che permetterà alle autorità di vigilanza di monitorare la loro esposizione consolidata nei confronti dei mercati e dei settori economici dei paesi in cui operano, nonché le reciproche relazioni di dipendenza finanziaria.*



Il G20 ha inoltre approvato le raccomandazioni dell'FSB che definiscono gli strumenti e i poteri che le autorità nazionali dovranno avere per gestire in modo ordinato la crisi di una SIFI senza esporre i contribuenti al rischio di perdite (*key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*).

*Le autorità dovranno disporre di poteri specifici tra cui: (a) nominare amministratori dotati di poteri tali da preservare la continuità aziendale; (b) costituire veicoli temporanei (bridge banks) cui trasferire attività e passività della banca in vista di una successiva cessione ad acquirenti di mercato; (c) costituire società cui trasferire attività deteriorate o di difficile valutazione (bad banks); (d) imporre perdite ad alcune categorie di creditori in misura sufficiente a ripristinare condizioni di solvibilità (bail-in). Entro la fine del 2012 è prevista una peer review dell'FSB sullo stato di recepimento dei key attributes negli ordinamenti nazionali.*

Per ogni SIFI globale è inoltre prevista la predisposizione di specifici *Recovery and Resolution Plans* (RRP). In particolare, ogni SIFI dovrà elencare in un *Recovery Plan* le misure che le permetteranno di ripristinare la propria solidità finanziaria a fronte di diversi scenari di stress; ogni autorità dovrà elaborare *Resolution Plans* per ciascuna SIFI di propria competenza, in cui pianificare ex ante le strategie e gli interventi necessari per l'ordinata gestione della crisi, valutando l'effettiva possibilità di risolverla senza gravi ripercussioni sui mercati e costi per la collettività (grado di *resolvability*).

La liquidazione ordinata delle SIFI dovrebbe essere facilitata dalla creazione dei Crisis Management Group (CMG), organismi collegiali di coordinamento e scambio di informazioni che raggruppano le autorità *home* e *host* più rilevanti coinvolte nella vigilanza e nella liquidazione di ciascuna istituzione (autorità di vigilanza, banche centrali, ministeri delle finanze). La collaborazione e lo scambio di informazioni tra autorità saranno regolati da accordi specifici per ogni istituzione. Per ciascuna delle banche globali identificate dal Comitato di Basilea dovranno essere creati i CMG e dovrà essere predisposta la prima versione degli RRP; per il gruppo UniCredit il CMG è stato già costituito.

*Lo stato di avanzamento dei lavori nei restanti ambiti di riforma.* – Lo stato di attuazione delle raccomandazioni dell'FSB in materia di riforma del mercato dei derivati over-the-counter (OTC) risente della complessità degli interventi legislativi e regolamentari richiesti. Le raccomandazioni sono finalizzate a concentrare la negoziazione dei contratti standardizzati su mercati regolamentati o su piattaforme elettroniche e a realizzarne la compensazione attraverso controparti centrali; si intendono in tal modo favorire la trasparenza dei mercati dei prodotti derivati, l'attenuazione del rischio sistemico e la tutela dagli abusi di mercato (cfr. il capitolo 20: *Le infrastrutture del sistema dei pagamenti all'ingrosso e dei mercati monetario e finanziario*). Un'attenzione particolare è volta a garantire un coerente recepimento delle suddette raccomandazioni nelle giurisdizioni dove si concentrano le negoziazioni. I Capi di Stato e di governo del G20 hanno confermato a Cannes il loro impegno a conseguire importanti progressi entro la fine del 2012.

Continuano i lavori dell'FSB per il rafforzamento della regolamentazione e della sorveglianza dello *shadow banking system*. Dopo aver elaborato una definizione di sistema bancario ombra, ovvero «l'attività di intermediazione creditizia che vede coinvolti enti e operazioni al di fuori del sistema bancario regolare», l'FSB ha messo a punto un processo di monitoraggio dei possibili rischi per il sistema finanziario nel suo complesso, con particolare riferimento alla trasformazione delle scadenze, agli squilibri di liquidità, all'imperfetto trasferimento del rischio di credito e alla leva finanziaria. I risultati del primo esercizio di monitoraggio, che sarà ripetuto annualmente, hanno permesso l'individuazione di

alcune aree di analisi attualmente all'attenzione dell'FSB; le proposte di regolamentazione saranno rese note entro la fine del 2012.

*Le aree su cui l'FSB sta focalizzando l'attenzione, in collaborazione con il Comitato di Basilea e l'International Organisation of Securities Commissions (Iosco), sono: (a) la regolamentazione indiretta dello shadow banking system attraverso il sistema bancario (costituiscono oggetto di analisi le regole per il consolidamento prudenziale e contabile, i limiti alle esposizioni verso le entità del sistema bancario ombra, i requisiti di capitale per gli investimenti in fondi e le linee di liquidità); (b) la riforma dei fondi di mercato monetario, per ridurre l'esposizione di alcune loro tipologie ai rischi di liquidità e di trasformazione delle scadenze; (c) la regolamentazione di altre entità del sistema bancario ombra, quali ad esempio le società finanziarie, i veicoli, gli hedge fund; (d) la disciplina delle cartolarizzazioni, con particolare riferimento alla trasparenza e all'obbligo per le banche originator di acquistare una quota dei titoli emessi; (e) il contenimento della leva finanziaria; (f) la disciplina delle operazioni di prestito titoli e di pronti contro termine.*

*La revisione della normativa contabile internazionale.* – L'International Accounting Standards Board (IASB) e il Financial Accounting Standards Board (FASB) continuano a lavorare alla convergenza tra i principi contabili internazionali (International Financial Reporting Standards, IFRS) e quelli americani (Generally Accepted Accounting Principles, US GAAP); tra i due standard, infatti, permangono ancora disallineamenti. Con riferimento agli strumenti finanziari, il progetto comune sull'*impairment* prevede l'emanazione di un nuovo *exposure draft* per la seconda metà del 2012. Le nuove regole si basano sul concetto di perdita attesa (*expected loss*) anziché subita (*incurred loss*), e prevederebbero la classificazione delle esposizioni creditizie in tre categorie (*buckets*) cui corrisponderebbe un incremento delle svalutazioni coerente con il processo di deterioramento della qualità creditizia degli affidati. La revisione dei principi sulla rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari prosegue anche con riferimento alle regole inerenti alle operazioni di copertura (*hedge accounting*).

*Gli altri lavori del Comitato di Basilea.* – Oltre alla disciplina delle istituzioni sistemiche, nel 2011 il Comitato di Basilea ha lavorato alla definizione di alcuni aspetti degli accordi sul capitale, al monitoraggio dello stato di attuazione delle regole e del loro impatto, alla formulazione di nuove proposte in alcuni settori normativi specifici.

Sulla disciplina di Basilea 3 emanata alla fine del 2010 sono stati forniti alcuni chiarimenti e integrazioni nel corso dell'anno. In particolare, sono stati precisati taluni aspetti del coefficiente di liquidità di breve termine (*liquidity coverage ratio*, LCR), modificate le regole sul rischio di controparte, formulate proposte sul trattamento degli effetti sul patrimonio delle variazioni di valore dei derivati determinate da cambiamenti del merito di credito delle stesse banche.

*Il Comitato ha confermato l'entrata in vigore dell'LCR nel 2015 e precisato che esso dovrà di norma essere almeno pari al 100 per cento; in fasi di crisi le banche potranno utilizzare il buffer di liquidità, scendendo temporaneamente sotto la soglia.*

Al fine di promuovere l'attuazione coerente delle nuove regole a livello globale, il Comitato ha pubblicato alcune risposte ai quesiti interpretativi più frequenti sulla disciplina di Basilea 3. Per quanto riguarda, in particolare, le previsioni sul capitale, assumono rilievo i quesiti sulle attività per imposte anticipate (*deferred tax assets*, DTA), sulle partecipazioni assicurative e sulle caratteristiche di alcuni strumenti di *additional tier 1*.



*Il Comitato ha chiarito che le DTA che derivano dal diverso trattamento contabile e fiscale di talune poste di bilancio e che non dipendono dalla futura redditività della banca (quali quelle previste dall'ordinamento italiano, come modificato dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214) possono essere ponderate al 100 per cento anziché dedotte dal patrimonio. È stato, inoltre, precisato che le interessenze significative in società di assicurazione possono essere consolidate, anziché dedotte dal patrimonio, purché il metodo di consolidamento utilizzato non produca, rispetto alla deduzione, un vantaggio in termini di requisito patrimoniale. Per gli strumenti di additional tier 1 classificati in bilancio come passività per le quali, secondo Basilea 3, deve essere prevista la conversione in azioni o l'abbattimento del valore nominale a fini di assorbimento delle perdite, il Comitato ha precisato che: (a) la soglia che attiva la conversione o l'abbattimento del valore deve collocarsi almeno al 5,125 per cento di common equity tier 1 (CET1); (b) l'abbattimento di valore o la conversione devono generare CET1 secondo i principi contabili applicati; (c) la conversione o svalutazione degli strumenti deve essere almeno tale da ripristinare il livello del 5,125 per cento (se ciò non è possibile, la conversione o svalutazione devono estendersi all'intero ammontare degli strumenti).*

Nel maggio 2012 il Comitato ha pubblicato un documento di consultazione in cui viene rivista la disciplina dei rischi di mercato. La proposta include, tra l'altro, la definizione di criteri più oggettivi per la classificazione delle posizioni di rischio nel trading book; la valutazione di metodologie alternative al Value at risk (ad esempio quella basata sull'*expected shortfall*) per la misurazione dei rischi da parte delle banche che adottano i modelli interni; la revisione dell'approccio standardizzato per renderlo più sensibile al rischio. I commenti dell'industria sono attesi per l'inizio di settembre 2012.

È stato avviato il monitoraggio dell'attuazione di Basilea 2, Basilea 2.5 (la modifica delle regole sui rischi di mercato entrata in vigore alla fine del 2011) e Basilea 3 nei paesi membri del Comitato, per valutare la coerenza con cui tali previsioni sono state introdotte e applicate nelle diverse giurisdizioni, nonché rilevare eventuali problemi di *level playing field*. La pubblicazione dei relativi rapporti dovrebbe incentivare la piena attuazione delle regole. In una seconda fase, da poco avviata, il Comitato valuterà anche la coerenza nella misurazione delle attività ponderate per il rischio da parte delle banche che adottano i metodi avanzati.

Il Comitato ha proseguito l'esercizio di stima dell'impatto di Basilea 3 – nel 2011 hanno partecipato 212 banche – anche al fine di raccogliere i dati necessari alla valutazione di eventuali aggiustamenti da apportare alle norme prima della loro entrata in vigore. I risultati, pubblicati ad aprile 2012 e riferiti al 30 giugno 2011, ipotizzano la piena attuazione di Basilea 3 – senza considerare quindi le clausole transitorie – e non fanno assunzioni sulla redditività e su eventuali modifiche del comportamento delle banche a fronte delle nuove regole. Le esigenze di CET1 delle banche dei 27 paesi coinvolti nell'analisi per rispettare un requisito del 7 per cento dell'attivo ponderato a rischio (pari al requisito minimo del 4,5 per cento incrementato di 2,5 punti percentuali per costituire il *buffer* per la conservazione del capitale) ammonterebbero a 518 miliardi di euro. Sul fronte della liquidità, il valore dell'LCR si attesterebbe in media al 90 per cento per i maggiori gruppi attivi a livello internazionale e all'83 per cento per le banche di minore dimensione.

*Sul fronte delle nuove proposte regolamentari, nel dicembre 2011 il Comitato ha pubblicato per la consultazione la proposta di revisione dei Core Principles for Effective Banking Supervision e della metodologia contenente i criteri di applicazione e valutazione di tali principi. La revisione intende rafforzare la vigilanza bancaria e garantire una maggiore stabilità del sistema finanziario a livello nazionale e globale. I nuovi principi richiamano la necessità di: (a) vigilare con maggiore intensità e risorse le banche che hanno importanza sistemica; (b) assicurare un efficace risk management e una robusta governance; (c) effettuare analisi e controlli di tipo microprudenziale anche con l'obiettivo di prevenire la diffusione di rischi sistemici; (d) facilitare la gestione delle crisi (inclusa la predisposizione di piani di emergenza).*

## *I lavori della Commissione europea*

*Il recepimento di Basilea 3.* – Il 20 luglio 2011 la Commissione europea ha presentato la proposta di recepimento di Basilea 3 nell'Unione europea, che si compone di due atti legislativi: una direttiva (Capital Requirements Directive, CRD4), che dovrà essere recepita dagli Stati membri e che contiene, tra l'altro, disposizioni in materia di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, libera prestazione dei servizi, cooperazione tra autorità di vigilanza *home* e *host*, processo di controllo prudenziale (secondo pilastro), *buffers* di capitale; un regolamento (Capital Requirements Regulation, CRR), che disciplina i requisiti prudenziali e sarà direttamente applicabile negli Stati membri. L'inclusione delle regole prudenziali in un regolamento risponde all'obiettivo di realizzare un *single rulebook* europeo, ovvero un insieme di regole quanto più possibile armonizzate per gli intermediari operanti nel mercato unico. Il negoziato è in fase conclusiva presso le istituzioni europee (Consiglio e Parlamento) nell'ambito della procedura di codecisione; l'approvazione definitiva dei due atti legislativi dovrebbe avvenire entro giugno del 2012.

Alcuni dei temi più dibattuti nel recepimento di Basilea 3 hanno riguardato gli strumenti da includere nel CET1 e le nuove regole sulla liquidità e sulla leva finanziaria. Nella scelta degli strumenti da includere nel CET1 il regolamento europeo privilegia un approccio basato sulla sostanza economica, ovvero sulla rispondenza degli strumenti alle caratteristiche di permanenza, assorbimento delle perdite e flessibilità dei pagamenti previste dalle regole di Basilea 3 definite dal G20. Queste ultime si basano sulla forma legale degli strumenti, prevedendo di fatto la computabilità delle sole azioni ordinarie. La scelta fatta nell'Unione europea (UE) deriva dalla mancanza di una definizione legale comune di azioni ordinarie negli ordinamenti degli Stati membri. L'EBA dovrebbe essere chiamata a svolgere un ruolo di monitoraggio e valutazione degli strumenti computabili nel CET1.

La disciplina della liquidità contemplata nella proposta di regolamento lascia margini di flessibilità nella definizione delle attività computabili nel *buffer* dell'LCR. È altresì previsto che l'EBA sviluppi entro il 2015, prima dell'entrata in vigore della disciplina, criteri oggettivi per la definizione delle attività in discorso. Al *leverage ratio* è attribuita al momento solo natura di strumento di secondo pilastro; l'eventuale migrazione al primo pilastro, vincolante per gli intermediari, è subordinata a una relazione che la Commissione dovrà redigere entro il 2016 in base a un rapporto dell'EBA.

*L'EBA dovrà valutare l'efficacia dell'indicatore nel limitare l'accumulo della leva finanziaria, l'adeguatezza delle sue modalità di calcolo, nonché la possibilità di differenziarne la calibrazione in funzione dei diversi modelli di business – caratterizzati da minore o maggiore rischiosità – delle banche.*

È inoltre previsto che la Commissione presenti al Consiglio e al Parlamento entro la fine del 2013 un rapporto sull'impatto della nuova disciplina prudenziale sui crediti alle piccole e medie imprese.

Il principio di massima armonizzazione cui si ispira il regolamento europeo ammette alcune eccezioni a fini di stabilità finanziaria, riconoscendo che le differenze tra gli Stati membri in termini di ciclo economico e struttura dei sistemi finanziari possano rendere necessari interventi specifici.

*È prevista la possibilità per gli Stati membri di imporre alle banche e alle imprese di investimento – per un periodo fino a due anni, che può essere esteso ulteriormente – requisiti più stringenti su un insieme*

di istituti prudenziali (fondi propri, grandi fidi, trasparenza, capital conservation buffer, liquidità, ponderazioni sulle esposizioni garantite da immobili commerciali e residenziali). Anche la Commissione ha la possibilità di imporre – per un periodo di un anno – requisiti più stringenti attraverso l'adozione di un atto delegato valido per tutti gli Stati membri. Questi ultimi possono inoltre determinare il livello del buffer anticiclico per le banche e le imprese di investimento operanti nella propria giurisdizione e imporre un buffer di capitale CET1 per fronteggiare i rischi macroprudenziali di lungo periodo di natura sistemica (tale buffer può essere imposto anche solo su una parte del sistema finanziario). Nell'ambito del secondo pilastro, le autorità nazionali potranno adottare misure prudenziali nei confronti di un insieme di intermediari che presentano profili di rischio simili.

*La gestione delle crisi.* – La Commissione ha proseguito i lavori per rafforzare e armonizzare il quadro normativo per la gestione delle crisi in Europa, che confluiranno in una proposta legislativa. Nell'aprile del 2012 la Commissione ha pubblicato un documento di consultazione relativo al potere delle autorità di svalutare o convertire in azioni alcuni crediti al ricorrere di situazioni gravi di difficoltà e in mancanza di soluzioni alternative, per conseguire l'assorbimento delle perdite e un'adeguata ricapitalizzazione (*bail-in*).

*Alcuni crediti sarebbero esclusi dall'ambito di applicazione (secondo un modello di bail-in di tipo regolamentare o statutario): i depositi protetti da un sistema di garanzia e le passività derivanti dalla detenzione di beni della clientela; i crediti assistiti da garanzia, inclusi i pronti contro termine e altri strumenti garantiti; i crediti con scadenza originaria inferiore a un mese; i crediti dei dipendenti, alcuni crediti commerciali e quelli dello Stato se privilegiati nella normativa fallimentare. I crediti sarebbero soggetti a bail-in secondo un modello pari passu (tutti nello stesso momento) ovvero sequenziale (prima i crediti con durata originaria superiore a un anno e poi gli altri). Sarebbe introdotto un requisito minimo di passività bail-inabile, pari al 10 per cento delle passività totali, che potrebbe essere stabilito in modo uniforme dalla futura direttiva (con possibile esenzione per le banche non sistemiche) o imposto dalle autorità dei vari paesi in base a futuri standard tecnici dell'EBA. Il bail-in dovrebbe essere accompagnato da misure di ristrutturazione dirette a ripristinare condizioni di redditività di lungo periodo.*

*La revisione della direttiva MiFID.* – Nell'ottobre 2011 la Commissione ha presentato la proposta di revisione della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari; sono previsti due tipi di intervento, uno di armonizzazione minima, la direttiva, e uno di armonizzazione massima, il regolamento. Obiettivo della revisione è accrescere l'efficienza, la solidità e la trasparenza dei mercati, nonché rafforzare la tutela degli investitori, assicurando che gli scambi organizzati relativi a ogni tipologia di strumento finanziario siano condotti in sedi regolamentate e pienamente trasparenti: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (multilateral trading facility, MTF) e nuovi sistemi organizzati di negoziazione (organised trading facility, OTF).

*Gli elementi chiave della proposta riguardano l'obbligo di negoziazione dei derivati OTC – identificati dalla Commissione sulla base della liquidità degli stessi – solo nelle sedi regolamentate; la creazione di un meccanismo di centralizzazione delle informazioni post-trading a livello europeo; il rafforzamento dei poteri di vigilanza e di intervento delle autorità nazionali in termini di capacità di imporre divieti per prodotti, attività e pratiche finanziarie e di fissare limiti alla quantità degli strumenti finanziari detenibili dai partecipanti al mercato; l'introduzione di requisiti informativi più rigorosi per l'offerta di prodotti finanziari complessi, come i prodotti strutturati; la netta differenziazione tra i consulenti indipendenti e quelli captive, laddove i primi sono tenuti a offrire al cliente un'ampia gamma di prodotti e servizi disponibili sul mercato e non possono essere in nessun caso remunerati dall'intermediario; la revisione dell'impianto sanzionatorio. Verrebbero altresì rafforzate le norme sul governo societario e la responsabilità dei dirigenti applicabili alle imprese di investimento e alle banche che prestano questi servizi, in linea con quanto previsto dalla CRD4.*

*La revisione del regolamento sulle Credit Rating Agencies (CRA).* – Nel mese di novembre 2011 la Commissione ha presentato la proposta di revisione della disciplina comunitaria in materia di agenzie di rating del credito con l'obiettivo di affrontare e risolvere, in linea con le raccomandazioni dell'FSB, le principali criticità emerse con la recente crisi:

l'eccessiva enfasi sui rating da parte degli operatori di mercato e nella regolamentazione finanziaria, l'elevato grado di concentrazione del mercato dei rating, la difficoltà nel configurare una responsabilità civile delle agenzie nei confronti degli investitori, i conflitti di interesse derivanti dal modello *issuer-pays* (pagamento da parte dell'emittente) e dalla struttura proprietaria delle agenzie, le modalità di attribuzione dei rating sovrani.

*Per evitare l'eccessivo affidamento degli intermediari sui rating delle agenzie la Commissione ha proposto l'introduzione di misure quali il rafforzamento dell'obbligo per gli intermediari di dotarsi di procedure per l'autonoma valutazione del merito di credito delle proprie controparti e la richiesta alle European Supervisory Authorities (ESA) e allo European Systemic Risk Board (ESRB) di ridurre i riferimenti ai rating esterni nei loro orientamenti e raccomandazioni. L'indipendenza delle CRA dovrebbe essere favorita da limiti alla detenzione di partecipazioni incrociate rilevanti nel loro capitale, mentre il principio di rotazione, in base al quale è stabilito un termine di durata massima del contratto tra agenzia ed emittente, dovrebbe assicurare una maggiore concorrenza nel mercato dei rating. Una migliore qualità dei rating sovrani dovrebbe derivare da valutazioni più frequenti (semestrali invece che annuali), nonché dall'obbligo di rendere pubbliche analisi, metodologie e risorse dedicate al processo di attribuzione dei medesimi. Infine si dovrebbe adottare un sistema di responsabilità civile tale da rendere più agevole la tutela degli investitori a fronte di danni derivanti da condotte illecite delle agenzie.*

### ***I lavori delle autorità di vigilanza europee e gli accordi di cooperazione***

*L'attività della European Banking Authority (EBA). – Nella prima metà del 2011 l'EBA è stata impegnata nello stress test sulle banche europee e nel monitoraggio dell'impatto della prossima attuazione di Basilea 3 in Europa (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).*

A dicembre del 2011, inoltre, l'EBA ha emanato una raccomandazione relativa al capitale delle banche. Le misure sono parte di un più ampio pacchetto concordato dal Consiglio europeo il 26 ottobre scorso e confermato dal Consiglio Ecofin del 30 novembre per ristabilire la fiducia nei mercati. La raccomandazione dell'EBA invita le autorità di vigilanza nazionali a richiedere alle banche di rafforzare, laddove necessario, la loro posizione patrimoniale costituendo un *buffer* di capitale eccezionale e temporaneo. Il *buffer* deve essere tale da portare, entro la fine di giugno 2012, il core tier 1 ratio al 9 per cento, dopo aver valutato le esposizioni sovrane in essere alla fine di settembre 2011 in base ai prezzi di mercato a quella data (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

Sul fronte dell'attività normativa, particolarmente rilevante è la definizione degli standard tecnici vincolanti (*binding technical standard*, BTS) richiesti all'EBA dalla proposta di CRD4/CRR per la successiva adozione da parte della Commissione, che dovrebbero favorire l'attuazione omogenea delle norme e la realizzazione del *single rulebook* europeo. L'EBA dovrà predisporre gran parte di tali standard entro la fine del 2012.

*Nel mese di aprile 2012 l'EBA ha pubblicato per la consultazione le bozze dei BTS sulla disciplina del capitale. Si è invece conclusa la consultazione sui BTS volti ad armonizzare, a partire dalle linee guida del Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors, CEBS), le segnalazioni di vigilanza di banche e imprese di investimento in materia contabile, di requisiti patrimoniali e di grandi rischi.*

Nel settembre 2011 l'EBA ha emanato le linee guida sul governo interno delle banche, che aggiornano e consolidano le raccomandazioni formulate in precedenza dal CEBS. Le nuove linee guida intendono far fronte alle carenze emerse nella governance delle banche durante la crisi finanziaria e tengono conto dell'evoluzione degli standard a livello internazionale.

*Le raccomandazioni riguardano principalmente la struttura e l'organizzazione societaria, gli organi con funzioni di supervisione e gestione, il risk management e i controlli interni. Esse introducono, tra l'altro, il principio che la struttura della banca o del gruppo, in relazione alla sua complessità organizzativa e articolazione societaria, non deve essere tale da impedire agli organi societari di comprendere e gestire i rischi; esse pongono inoltre limiti alle attività delle banche in giurisdizioni opache e con veicoli societari non soggetti ad adeguata supervisione.*

Nel mese di aprile 2012 l'EBA ha pubblicato i risultati della verifica sullo stato di applicazione delle linee guida sulle prassi di remunerazione emanate nel 2010 in attuazione della CRD3 (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza* nella Relazione sull'anno 2010).

*Il quadro regolamentare e di supervisione nei paesi della UE è risultato aggiornato; anche le banche e le imprese di investimento hanno mostrato considerevoli progressi, soprattutto sul fronte dei processi interni di elaborazione e controllo sui sistemi di remunerazione e sul loro orientamento al lungo termine.*

*I lavori dello European Systemic Risk Board (ESRB). – L'ESRB, operativo dal 1° gennaio 2011, ha approfondito le questioni relative ai crediti in valuta, ai prestiti denominati in dollari e al mandato delle autorità macroprudenziali, temi sui quali ha emanato raccomandazioni.*

*A settembre del 2011 l'ESRB ha approvato raccomandazioni volte a contenere i rischi legati all'elevato volume di crediti in valuta erogati dalle banche dei paesi dell'Europa centrale e orientale, che potrebbero generare rischio sistemico transfrontaliero. L'ESRB ha raccomandato, tra l'altro, che: (a) le banche forniscano ai clienti un'adeguata informativa circa i rischi del credito in valuta; (b) le autorità nazionali monitorino o limitino la concessione di tali crediti; (c) alle banche possa essere richiesto di detenere capitale regolamentare aggiuntivo per coprire il rischio derivante dall'interazione tra i rischi di credito e quelli di cambio di queste esposizioni.*

*La raccomandazione di dicembre 2011 sui finanziamenti denominati in dollari mira a prevenire gli effetti sistemici delle tensioni che si dovessero verificare, come già nel 2010 e nel 2011, sui mercati della provvista in tale valuta. Alle autorità di vigilanza è richiesto di intensificare la sorveglianza dei rischi di funding e di liquidità legati ad attività e passività in dollari, mentre le banche sono invitate a includere nei Recovery and Resolution Plan appropriate salvaguardie per la gestione di eventuali shock.*

*Nella raccomandazione sul mandato delle autorità macroprudenziali, pubblicata nel gennaio 2012, l'ESRB chiede ai paesi membri di dare riconoscimento nella legislazione nazionale alla funzione macroprudenziale, specificandone gli obiettivi e individuando un'autorità macroprudenziale indipendente – con un ruolo di primo piano della banca centrale – dotata degli strumenti e dei poteri appropriati.*

*La cooperazione bilaterale e multilaterale di vigilanza. – Nel 2011 e nei primi mesi del 2012 è stata intensa l'attività di cooperazione bilaterale tra la Banca d'Italia e le autorità di vigilanza dei paesi non appartenenti alla UE.*

*Sono stati siglati memorandum d'intesa generali per la cooperazione di vigilanza con le banche centrali dell'Albania e del Brasile e accordi di cooperazione ad hoc con la Banca centrale russa per la vigilanza e lo scambio di informazioni sugli insediamenti dei gruppi UniCredit e Intesa Sanpaolo.*

Elevato impulso è stato dato allo sviluppo degli strumenti di cooperazione tra autorità impegnate nella vigilanza di gruppi bancari internazionali. Sono stati sottoscritti accordi multilaterali per i collegi dei supervisori di otto gruppi bancari italiani (Banco Popolare, Unione di Banche Italiane, Banca Monte dei Paschi di Siena, Credito Emiliano, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Mediolanum, Banca Leonardo, Mediobanca) e di tre gruppi internazionali (Deutsche Bank, State Street Bank, RBC Dexia) per i quali la Banca d'Italia è autorità *host*; tali accordi si aggiungono a quelli già sottoscritti per i due maggiori gruppi italiani (UniCredit e Intesa Sanpaolo) e per altri importanti gruppi europei.



## La normativa nazionale

*Recepimento della direttiva CRD3.* – Il recepimento della direttiva UE 2010/76 (CRD3) nelle disposizioni nazionali – prudenziali e segnaletiche – concernenti banche e SIM è stato completato nel dicembre 2011 (per la parte relativa ai sistemi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari, cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza* nella Relazione sull'anno 2010) con la modifica delle disposizioni riguardanti il patrimonio di vigilanza, il rischio di credito, le operazioni di cartolarizzazione, i rischi di mercato, l'informativa al pubblico e le obbligazioni bancarie garantite.

Per quanto riguarda il patrimonio di vigilanza, le novità mirano a rendere più rigorosa la disciplina sul calcolo del patrimonio. A tal fine è stata introdotta la deduzione dal patrimonio di base delle rettifiche di valore effettuate a fini prudenziali su attività valutate al fair value allocate nel banking book (*additional value adjustment*), estendendo quindi l'applicazione del criterio finora utilizzato per il solo trading book.

È stata introdotta, nell'ambito della metodologia standardizzata per il calcolo dei requisiti a fronte del rischio di credito, una disposizione agevolativa che prevede un fattore di ponderazione fisso (20 per cento) per le esposizioni verso le Regioni e gli altri enti territoriali degli Stati membri della UE denominate e finanziate nella locale valuta, anche quando in base al rating applicato agli intermediari vigilati, cui di norma tale fattore è agganciato, la ponderazione risulterebbe più elevata.

Gli interventi in materia di cartolarizzazioni sono stati diretti a rimuovere alcuni punti di debolezza delle regole prudenziali emersi nel corso della crisi finanziaria. Ciò è stato realizzato, in particolare, eliminando le possibilità di arbitraggio regolamentare e rendendo il trattamento prudenziale applicato alle posizioni verso cartolarizzazioni più rispondente alla loro effettiva rischiosità (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza* nella Relazione sull'anno 2010).

*In attuazione di tali interventi è stato: (a) previsto l'allineamento del trattamento delle posizioni verso cartolarizzazione detenute nel trading book a quello, più restrittivo, delle posizioni detenute nel portafoglio bancario; (b) introdotto un trattamento specifico per le posizioni verso ri-cartolarizzazioni; (c) precisato che gli intermediari non possono utilizzare a fini prudenziali rating esterni basati su garanzie da essi stessi fornite a operazioni di cartolarizzazione. Pur non essendo espressamente previsto dalla CRD3, al fine di assicurare pari trattamento regolamentare tra intermediari e prevenire possibili arbitraggi normativi, sono stati estesi alle SIM gli obblighi in materia di mantenimento dell'interesse economico netto (retention) e le disposizioni in materia di requisiti organizzativi già vigenti per banche e gruppi bancari.*

La direttiva ha introdotto rilevanti correttivi alla disciplina sui rischi di mercato, sia nel metodo standardizzato sia in quello avanzato basato sui modelli interni, al fine di rendere il trattamento prudenziale maggiormente commisurato ai rischi effettivi sottostanti.

*Le nuove norme prevedono, per gli intermediari che utilizzano la metodologia standardizzata, l'inasprimento del coefficiente per la copertura del rischio specifico dei titoli di capitale. Per gli intermediari che utilizzano modelli interni sono stati introdotti il calcolo di una misura aggiuntiva di VaR stressato e la possibilità di utilizzare modelli interni per il calcolo delle componenti di rischio incrementali rispetto a quelle coperte nel modello VaR.*

Per quanto concerne la disciplina dell'informativa al pubblico, le modifiche hanno previsto l'obbligo per gli intermediari di fornire al mercato le informazioni necessarie per la valutazione del proprio profilo di rischio, anche in aggiunta alle informazioni minime espressamente previste. Sono stati introdotti, inoltre, specifici doveri di informativa in

materia, tra l'altro, di: (a) posizioni verso ri-cartolarizzazioni; (b) politiche e prassi di remunerazione per le banche e i gruppi bancari.

Sono state infine rafforzate le condizioni per l'ammissione al trattamento prudenziale preferenziale dei covered bond garantiti da titoli di cartolarizzazione di crediti ipotecari residenziali e commerciali. Le nuove norme riconoscono tale trattamento solo a covered bond che presentano un profilo di rischio equiparabile a quello delle obbligazioni direttamente garantite da prestiti ipotecari.

*Riacquisto di strumenti computabili nel patrimonio di vigilanza.* – Nel gennaio 2012 sono state modificate le condizioni per l'autorizzazione delle operazioni di rimborso o riacquisto di strumenti computabili nel patrimonio di vigilanza di banche e gruppi bancari (*buy-back*). Ciò al fine di eliminare un possibile svantaggio competitivo delle banche italiane rispetto a intermediari di altri paesi europei, nonché di favorire operazioni di liability management nel quadro del rafforzamento delle componenti patrimoniali di migliore qualità (per un'analisi dell'impatto patrimoniale dei *buy-back*, cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

*È stato rimosso l'obbligo generale di preventiva sostituzione degli strumenti riacquistati o rimborsati con altri di qualità patrimoniale almeno equivalente (replacement). Le citate operazioni sono autorizzate purché non sia pregiudicata la situazione economico-finanziaria e di adeguatezza patrimoniale; resta ferma la facoltà della Banca d'Italia di richiedere il replacement sulla base di valutazioni caso per caso nell'ambito del procedimento di autorizzazione.*

Tenuto conto dei rischi reputazionali e legali derivanti dal fatto che le operazioni di riacquisto possono interessare varie tipologie di investitori, tra cui anche clientela non professionale, le disposizioni hanno richiamato l'attenzione delle banche sul pieno rispetto degli obblighi previsti, in via generale, dall'ordinamento in materia di trasparenza, correttezza dei comportamenti e gestione dei conflitti di interesse.

*Governance e assetti proprietari.* – All'inizio del 2012 la Banca d'Italia ha fornito chiarimenti per l'applicazione delle disposizioni in materia di organizzazione e governo societario delle banche, con riguardo all'adeguata professionalità degli organi societari, alla loro composizione, al processo di autovalutazione dell'organo amministrativo e, in conformità con le linee guida dell'EBA, all'attività di controllo e gestione dei rischi.

Al fine di evitare situazioni potenzialmente lesive della concorrenza, il DL 201/2011 ha introdotto il divieto di assumere o esercitare cariche sociali in imprese e gruppi concorrenti nel mercato del credito, assicurativo e finanziario. Per garantire un'uniforme applicazione del divieto, la Banca d'Italia, la Consob e l'Isvap hanno elaborato, con la collaborazione dell'AGCM, criteri comuni sui quali basare le valutazioni di rispettiva competenza.

*Gli indirizzi forniti dalle autorità sono volti a chiarire l'ambito di applicazione del divieto e riguardano l'individuazione delle cariche il cui cumulo è vietato, delle imprese interessate dal divieto – con particolare riferimento alle soglie dimensionali di esenzione e ai rapporti di controllo e di gruppo – e dei mercati sui quali le imprese operano. Sono inoltre state date indicazioni sulle modalità da seguire per l'accertamento delle situazioni di incompatibilità e per l'eventuale dichiarazione di decadenza.*

*Partecipazioni detenibili dalle banche e attività di rischio nei confronti dei soggetti collegati.* – Nel mese di dicembre 2011 sono state emanate le disposizioni, tra loro strettamente connesse, in materia di partecipazioni detenibili dalle banche e attività di rischio



nei confronti dei soggetti collegati (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza* nella Relazione sull'anno 2009 e sull'anno 2010).

*La nuova disciplina in materia di partecipazioni detenibili si caratterizza per la rimozione del limite di separatezza banca-industria e per l'allineamento degli altri limiti alla detenzione di partecipazioni in imprese non finanziarie alle soglie massime previste dalla normativa europea. La rimozione del limite di separatezza e il connesso rischio di aumento dei conflitti di interesse nelle relazioni delle banche con gli azionisti e con le imprese partecipate sono controbilanciati dai presidi previsti dalla disciplina sulle attività di rischio verso soggetti collegati; quest'ultima introduce stringenti limiti entro i quali devono essere contenute tali attività e regole procedurali per assicurare l'integrità del processo decisionale di erogazione dei finanziamenti.*

*Sistemi di remunerazione e incentivazione.* – Con l'approvazione della legge 15 dicembre 2011, n. 217 (legge comunitaria per il 2010) sono state apportate le integrazioni necessarie al Testo unico bancario e al Testo unico della finanza per includere espressamente i sistemi di remunerazione nell'ambito degli assetti organizzativi e di governo societario degli intermediari e per attribuire alla Banca d'Italia specifici poteri di intervento, tra cui quello di fissare limiti all'importo totale della parte variabile delle remunerazioni.

*Nel mese di marzo 2012 sono state sottoposte a consultazione pubblica alcune modifiche al regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007; tali modifiche sono volte a estendere le regole sui sistemi di remunerazione già vigenti per le banche e i gruppi bancari anche alla prestazione, in particolare da parte delle SIM, delle attività e dei servizi di investimento.*

Nel mese di marzo 2012 la Banca d'Italia ha diffuso una comunicazione volta a richiamare l'attenzione degli intermediari bancari sull'esigenza di tener conto, nella definizione delle proprie politiche di distribuzione degli utili e di remunerazione con riferimento all'esercizio 2011, della necessità di sostenere l'economia anche nel corso dell'attuale difficile congiuntura, nonché di mantenere, anche in chiave prospettica, condizioni di adeguatezza patrimoniale e di prudente gestione del rischio di liquidità. A tal fine sono stati indicati i criteri in base ai quali la Banca d'Italia si orienterà nel valutare le politiche adottate in materia dalle banche (cfr. il paragrafo: *L'attività di controllo sulle banche*).

*Con particolare riferimento alla distribuzione degli utili, la Banca d'Italia ha chiesto l'adozione di politiche che prevedano: (a) per le banche che devono rafforzare il capitale in ottemperanza alla raccomandazione dell'EBA del dicembre 2011, la patrimonializzazione dell'intero ammontare degli utili; (b) per le banche che alla fine del 2011 non avevano raggiunto i target ratios indicati dalla Vigilanza a conclusione del processo annuale di revisione e valutazione prudenziale, l'eventuale distribuzione di utili solo in presenza di operazioni di capital management tali da assicurare il raggiungimento degli obiettivi in tempi brevi.*

*Garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane.* – L'art. 8 del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, ha previsto che il MEF possa concedere, fino al 30 giugno 2012, la garanzia dello Stato su passività delle banche italiane di nuova emissione con scadenza compresa tra tre mesi e cinque anni (sette anni per i covered bond). Le passività garantite possono essere a loro volta utilizzate dalle banche emittenti come attività stanziabili per il rifinanziamento presso l'Eurosistema (cfr. i capitoli 7: *La politica monetaria comune* e 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

*A fronte della garanzia ricevuta, le banche devono pagare una commissione che riflette il loro profilo di rischio; le modalità di calcolo della commissione, armonizzate a livello europeo, si basano sugli indicatori di mercato e sui rating relativi alle banche richiedenti. La commissione pagata dalle banche italiane si colloca mediamente nell'intorno di un punto percentuale dell'importo dell'emissione.*

Secondo quanto previsto dal decreto, ai fini dell'ammissione alla garanzia le istanze sono subordinate alla valutazione della Banca d'Italia sull'adeguatezza della patrimonializzazione della banca e sulla sua capacità di far fronte alle obbligazioni assunte. Nel mese di dicembre 2011 la Banca d'Italia ha disciplinato le modalità di presentazione delle richieste di garanzia, richiamando l'attenzione degli intermediari: (a) sulla necessità che l'ammontare delle garanzie sia limitato a quanto strettamente necessario per ripristinare la capacità di finanziamento a medio e a lungo termine; (b) sull'esigenza di evitare abusi del sostegno ricevuto o indebiti vantaggi, in particolare nelle comunicazioni rivolte al pubblico.

*Tutela del consumatore e trasparenza.* – Nel corso dell'anno sono state assunte numerose iniziative per accrescere il livello di tutela dei clienti, promuovere la concorrenza nel settore bancario e finanziario, favorire l'inclusione finanziaria.

Il decreto legge 13 maggio 2011, n. 70, convertito, con modificazioni, dalla legge 12 luglio 2011, n. 106, è intervenuto sulle disposizioni del TUB in materia di *ius variandi* delle condizioni contrattuali e portabilità dei finanziamenti, distinguendo il trattamento di consumatori e microimprese da quello dei restanti clienti; a questi ultimi non si applicano né l'esclusione di modifiche unilaterali dei tassi di interesse nei contratti a tempo determinato né le disposizioni sulla portabilità dei finanziamenti. Il medesimo decreto ha modificato i criteri di calcolo della soglia oltre la quale si configura il reato di usura, per evitare, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, possibili fenomeni di razionamento del credito (cfr. il paragrafo: *Trasparenza, rapporti tra intermediari e clienti ed educazione finanziaria*).

*Il tasso soglia è calcolato aumentando il tasso effettivo globale medio (TEGM) non più di metà, ma di un quarto, cui si aggiunge ora un margine fisso di ulteriori quattro punti percentuali; la differenza tra il tasso soglia e il TEGM non può, in ogni caso, essere superiore a otto punti percentuali.*

Nel 2011 sono state altresì emanate disposizioni volte a istituire un sistema di prevenzione delle frodi nel settore del credito con specifico riferimento al furto di identità, nonché a favorire il tempestivo aggiornamento di alcune informazioni contenute nella Centrale dei rischi e negli altri sistemi di informazione creditizia.

Una serie di misure legislative – facenti perno sull'articolo 117-bis del TUB, di nuova introduzione – hanno riguardato la remunerazione degli affidamenti e degli sconfinamenti nei contratti di conto corrente e di apertura di credito, al fine di rendere le offerte più semplici e confrontabili, così da stimolare la concorrenza e accrescere l'efficienza del sistema.

*Per effetto della nuova disciplina, oltre ai tassi debitori sull'ammontare effettivamente utilizzato, per gli affidamenti è consentita esclusivamente l'applicazione di una commissione onnicomprensiva, che non può eccedere lo 0,5 per cento per trimestre delle somme messe a disposizione del cliente. Per gli sconfinamenti e gli utilizzi extrafido, invece, al tasso debitore può essere affiancata solo una commissione di istruttoria veloce, espressa in misura fissa e in valore assoluto.*

Tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 sono stati introdotti, dal legislatore e dall'Isvap, limiti stringenti alla possibilità per gli intermediari di commercializzare polizze assicurative unitamente a un contratto di finanziamento, al fine di prevenire conflitti di interesse e consentire al consumatore una più ampia facoltà di scelta della copertura assicurativa (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*).

È ispirato a finalità di inclusione finanziaria l'obbligo per banche, Poste italiane spa, istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica (Imel) di offrire un conto di base, gratuito per le fasce socialmente svantaggiate (DL 201/2011). Le caratteristiche di tale conto sono state individuate con una convenzione stipulata tra MEF, Banca d'Italia e rappresentanti degli intermediari interessati.

Il decreto legge 24 marzo 2012, n. 29, convertito dalla legge 18 maggio 2012, n. 62, ha istituito un Osservatorio – cui partecipa anche la Banca d'Italia – con funzioni di monitoraggio sull'andamento dei finanziamenti e di promozione di buone prassi nell'erogazione del credito. Ha previsto altresì che i clienti possano chiedere ai Prefetti di invitare le banche a fornire chiarimenti sulla valutazione del merito di credito che li riguarda; successivamente, il Prefetto può segnalare eventuali situazioni problematiche all'Arbitro Bancario Finanziario.

*Risparmio gestito.* – Nel mese di maggio del 2012, a seguito dell'entrata in vigore delle modifiche al TUF (attuato dal decreto legislativo 16 aprile 2012, n. 47), sono state emanate le modifiche alla disciplina secondaria sia della Banca d'Italia sia della Consob in materia di gestione collettiva del risparmio nonché al regolamento congiunto in materia di organizzazione e controlli degli intermediari, in attuazione della direttiva CE 2009/65 (UCITS4) e delle linee guida dell'European Securities and Markets Authority, ESMA (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza* nella Relazione sull'anno 2010). Con l'occasione la normativa è stata sottoposta a una revisione complessiva volta a rendere più organico il quadro regolamentare.

*Le modifiche principali hanno riguardato: (a) il nuovo regime di operatività transfrontaliera delle società di gestione (cosiddetto passaporto europeo del gestore); (b) la semplificazione del regime di commercializzazione dei fondi armonizzati in altri Stati membri; (c) la disciplina delle fusioni cross-border di fondi armonizzati; (d) la creazione di strutture denominate master-feeders, in cui un fondo investe il suo patrimonio prevalentemente in un altro fondo; (e) le regole in materia di gestione dei rischi dei fondi. Le nuove norme precisano inoltre la suddivisione delle competenze tra autorità home e autorità host individuando le regole applicabili nei diversi casi e prevedendo obblighi di reciproca collaborazione.*

*Inoltre, in attuazione delle modifiche sul punto apportate al TUF, sono state emanate nuove disposizioni in materia di esercizio delle funzioni di banca depositaria, in base alle quali è stata introdotta un'autorizzazione ex ante in via generale per assumere gli incarichi, rispettivamente, di banca depositaria o di soggetto abilitato al calcolo del valore delle quote dei fondi.*

*Riforma degli intermediari finanziari.* – Nel mese di marzo del 2012 si è conclusa la consultazione pubblica sulla normativa di attuazione del titolo V del TUB, così come modificato dal D.lgs 141/2010 (cfr. il capitolo 19: *L'azione di vigilanza* nella Relazione sull'anno 2010). Tale disciplina, che delinea un quadro organico della materia, definisce per gli intermediari finanziari iscritti nell'albo ex art. 106 TUB un regime di vigilanza equivalente a quello delle banche e delle imprese di investimento. Al tempo stesso, la normativa è stata declinata secondo il principio di proporzionalità per tener conto della complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari e della natura dell'attività svolta. È stata, di conseguenza, bilanciata l'esigenza di assicurare che l'attività di concessione di finanziamenti sia svolta da soggetti affidabili con quella di disporre di un impianto normativo sufficientemente flessibile, tale da non porre ingiustificate barriere all'ingresso nel mercato o allo sviluppo di modelli operativi compatibili con la sana e prudente gestione dell'intermediario. La partecipazione dell'industria alla consultazione è stata ampia; i commenti ricevuti sono attualmente all'esame dell'Istituto.

**IL SISTEMA DEI PAGAMENTI, I MERCATI  
E LE LORO INFRASTRUTTURE**



## 20. LE INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI ALL'INGROSSO E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO

Nel 2011 le autorità hanno proseguito nell'azione di rafforzamento delle infrastrutture di trading e post-trading dei mercati finanziari (*financial market infrastructures*, FMI). Sono stati definiti principi internazionali condivisi; è stato intensificato il monitoraggio dello stato di attuazione delle riforme nelle diverse giurisdizioni, in coerenza con gli impegni assunti a livello globale.

### *Evoluzione del quadro regolamentare*

Lo scorso aprile il Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e il comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) hanno pubblicato il rapporto *Principles for financial market infrastructures*, che definisce un insieme di principi da applicare su scala globale alle infrastrutture di post-trading: sistemi di pagamento e regolamento, depositari centrali, controparti centrali e repertori di dati (*trade repositories*). L'obiettivo è rendere più stringenti gli standard finora esistenti, introdurre nuovi relativi a tipologie di rischio non considerate in precedenza, accrescere la coerenza della regolamentazione e supervisione sulle infrastrutture nei diversi paesi.

*Rispetto ai principi esistenti, le principali novità riguardano: l'ambito di applicazione, ampliato ai trade repositories; una specifica attenzione ai rischi derivanti dall'estensione e dall'intensità delle interconnessioni tra le FMI; il rafforzamento della responsabilità delle autorità di supervisione in tema di sorveglianza cooperativa sulle FMI globali. Tra gli elementi considerati per la prima volta figurano: il rischio connesso con le forme di partecipazione alle FMI che prevedono un numero elevato di partecipanti indiretti; il rischio di impresa (general business risk); le misure (segregation e portability) che le controparti centrali dovrebbero prevedere per assicurare la protezione del collaterale e delle posizioni dei clienti in caso di inadempimento dei relativi partecipanti diretti.*

Il Financial Stability Board (FSB) ha mantenuto viva l'attenzione sulle iniziative volte a realizzare l'impegno assunto dai Capi di Stato e di governo del G20 nel vertice di Pittsburgh di settembre 2009 per accrescere la trasparenza e ridurre i rischi relativi alle operazioni in derivati over-the-counter (OTC). Entro la fine del 2012 i contratti conclusi dovranno essere comunicati a un *trade repository* e, se standardizzati, compensati da una controparte centrale. La registrazione dei contratti presso i *trade repositories* arricchisce le informazioni a disposizione delle autorità e concorre a rendere più efficiente l'attività di gestione del rischio degli stessi operatori, finanziari e non.

*Allo scopo di favorire la registrazione dei contratti presso i trade repositories e in ottemperanza al mandato ricevuto dal G20 nel 2011, l'FSB coordina i lavori volti a istituire un codice identificativo globale (legal entity identifier, LEI) di tutti i soggetti giuridici impegnati in una transazione finanziaria. Oltre ai dati*

*anagrafici utili per l'identificazione univoca dei soggetti, il codice conterrà in prospettiva altre informazioni utili in un'ottica di stabilità finanziaria (ad es. il gruppo di appartenenza del soggetto). Su mandato dell'FSB, il CPSS e la Iosco hanno pubblicato i requisiti minimi per la registrazione dei dati presso i trade repositories e i meccanismi per la loro aggregazione su scala globale.*

Sono proseguite, nel corso del 2011 e nei primi mesi di quest'anno, le attività dell'OTC Derivatives Regulators' Forum che ha promosso accordi di sorveglianza cooperativa su controparti centrali e *trade repositories* operanti a livello globale, nonché la discussione sulle riforme in atto nelle diverse giurisdizioni riguardanti il mercato dei derivati OTC.

In Europa la Commissione, il Consiglio e il Parlamento hanno raggiunto lo scorso febbraio un accordo politico sulla proposta di regolamento presentata nel 2010 dalla Commissione in materia di derivati OTC, controparti centrali e *trade repositories*. Il regolamento (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), che attua per l'Unione europea (UE) le decisioni del G20 sopra richiamate, dovrebbe essere pubblicato prima dell'estate.

*LEMIR introduce un regime armonizzato di autorizzazione e vigilanza per le controparti centrali con sede nella UE: sono previsti un'unica procedura di autorizzazione alla prestazione dei servizi di controparte centrale e rigorosi requisiti organizzativi e prudenziali. LEMIR prevede inoltre che il rilascio e la revoca dell'autorizzazione alle controparti centrali siano effettuati dalla competente autorità di supervisione nazionale, la quale è anche chiamata a costituire, coordinare e presiedere un collegio di supervisori. Viene infine attribuito alla European Securities and Markets Authority (ESMA) il potere di rilascio e di revoca della registrazione dei trade repositories, nonché la funzione di sorveglianza su tali entità.*

Lo scorso marzo la Commissione europea ha adottato una proposta di regolamento dei depositari centrali (*central securities depositories, CSD*), per la creazione di un mercato unico dei servizi di gestione accentrata e di regolamento dei titoli in Europa e per l'attenuazione dei rischi di regolamento delle transazioni in strumenti finanziari.

*La proposta disciplina il regolamento delle operazioni in strumenti finanziari negoziati nelle sedi regolamentate e prevede: (a) l'obbligo della dematerializzazione e dell'accentramento presso un CSD degli strumenti finanziari; (b) la riduzione del periodo intercorrente tra la data di negoziazione e quella di regolamento sino a un massimo di due giorni; (c) misure volte a scoraggiare il mancato regolamento delle transazioni; (d) il contenimento dei rischi e dei costi connessi con il regolamento transfrontaliero. È previsto per tutti i CSD un regime di autorizzazione all'esercizio dell'attività e di controllo prudenziale armonizzato in materia di requisiti patrimoniali, organizzativi e di governo societario.*

Il prossimo 1° novembre entrerà in vigore il nuovo regolamento europeo sullo short selling e sui credit default swap (CDS) su emittenti sovrani (regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio 14 marzo 2012, n. 236). Entro il 30 settembre la Commissione dovrà definire la regolamentazione secondaria, avvalendosi del parere tecnico e degli standard regolamentari forniti dall'ESMA.

*Il regolamento introduce un regime di trasparenza per le posizioni corte nette di importo rilevante in titoli azionari e strumenti del debito sovrano, che dovranno essere notificate alle autorità competenti; stabilisce alcune restrizioni alle vendite allo scoperto di azioni e titoli di debito sovrano in assenza della disponibilità dei titoli stessi; vieta l'assunzione di posizioni in CDS su emittenti sovrani in assenza di un'esposizione verso il debito sovrano sottostante. È previsto un regime di esenzione dagli obblighi di notifica e dalle restrizioni a favore degli operatori che svolgono attività di market making. Alle autorità nazionali e all'ESMA sono attribuiti poteri di sospensione delle restrizioni e di intervento in circostanze eccezionali.*

In ottobre la Commissione europea ha presentato la proposta di revisione della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39, MiFID). Sono previsti un regolamento e una direttiva di armonizzazione minima con l'obiettivo di accrescere l'efficienza, l'affidabilità e la trasparenza dei mercati, nonché di rafforzare la tutela degli investitori. Presso il Consiglio europeo sono stati avviati i lavori per la definizione di entrambi i provvedimenti.



*La proposta prevede l'introduzione di una nuova sede di negoziazione (sistemi organizzati di negoziazione); individua misure finalizzate a presidiare i rischi derivanti da algoritmi di negoziazione (contrattazioni high frequency); prevede un regime di trasparenza unico per le tre sedi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione), graduato in relazione ai prodotti scambiati ed esteso anche agli strumenti diversi dalle azioni; stabilisce l'obbligo di negoziare taluni derivati su piattaforme elettroniche; attribuisce nuovi poteri di intervento alle autorità di vigilanza nazionali, in coordinamento con l'ESMA; prevede requisiti più rigorosi per la gestione del portafoglio, la consulenza in materia di investimenti e l'offerta di prodotti finanziari complessi, come i prodotti strutturati.*

### **Linee di recente evoluzione**

Nel corso del 2011 i pagamenti trattati nel sistema di regolamento lordo TARGET2 sono aumentati rispetto all'anno precedente del 3,7 per cento in valore e dell'1,5 per cento in volume. La disponibilità tecnica del sistema (99,89 per cento) è rimasta su livelli particolarmente elevati, contribuendo al mantenimento della stabilità finanziaria anche nei periodi dell'anno in cui sono riemerse tensioni sui mercati finanziari dell'area dell'euro.

Nella componente italiana del sistema TARGET2, a partire da agosto del 2011 si è manifestata una sensibile riduzione dei flussi transfrontalieri principalmente a seguito della marcata contrazione delle transazioni interbancarie cross-border. Tale riduzione è stata compensata dalla crescita dei pagamenti per il regolamento delle operazioni di rifinanziamento e dei depositi overnight in contropartita con l'Eurosistema.

Le transazioni transfrontaliere regolate in TARGET2 danno origine a sbilanci bilaterali tra banche centrali che, compensati per novazione con la Banca centrale europea (BCE) su base giornaliera, determinano per ogni banca centrale una posizione netta nel bilancio della BCE (sbilancio multilaterale); tale posizione a sua volta costituisce la contropartita del credito o del debito netto iscritto nei bilanci delle singole banche centrali. A partire dalla seconda metà del 2011 gli sbilanci multilaterali sono cresciuti in misura rilevante. Il fenomeno è da imputare ai forti deflussi netti di liquidità verificatisi nei paesi maggiormente interessati dalla crisi del debito sovrano, derivanti dal disinvestimento da parte degli operatori esteri nel segmento dei titoli governativi e dalla difficoltà per le banche commerciali domestiche a reperire fondi sul mercato. Le maggiori esigenze di liquidità hanno spinto le banche di questi paesi a un più elevato ricorso al rifinanziamento presso la propria banca centrale (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*).

Con riferimento ai progetti infrastrutturali dell'Eurosistema, volti ad aumentare il livello di integrazione finanziaria dell'area, sono proseguite le attività di realizzazione di TARGET2-Securities (T2S), la piattaforma per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli, denominate in euro e in altre valute europee, sviluppata dalla Banca d'Italia in cooperazione con la Banque de France, il Banco de España e la Deutsche Bundesbank. Tramite l'armonizzazione e la standardizzazione dei processi operativi, T2S favorirà la competizione tra i depositari centrali, riducendo così il costo delle transazioni in titoli transfrontaliere. Nell'ottobre 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha deliberato uno slittamento della data di avvio di T2S, dal settembre 2014 al giugno 2015, per l'accresciuta complessità del progetto sotto il profilo tecnico-funzionale. Lo scorso 8 maggio nove depositari centrali europei – fra cui l'italiano Monte Titoli, il tedesco Clearstream e lo spagnolo Iberclear – rappresentativi di circa due terzi dei volumi di regolamento nell'area dell'euro, hanno firmato con l'Eurosistema il contratto per la partecipazione a T2S (T2S Framework Agreement); è previsto che altri depositari dell'area dell'euro aderiscano all'accordo entro giugno del 2012.

Procede, in parallelo, la definizione di un quadro cooperativo di sorveglianza e supervisione sulla futura piattaforma T2S. Durante la fase di sviluppo è stata condotta una valutazione preliminare del progetto, per verificarne l'affidabilità e l'efficienza e proporre eventuali adattamenti. L'esercizio, conclusosi nella seconda metà del 2011, si è basato sulle raccomandazioni elaborate dal Committee of European Securities Regulators (CESR) e dalle banche centrali nazionali appartenenti al SEBC per i sistemi di regolamento dei titoli; i relativi risultati sono stati comunicati al T2S Programme Board, gestore del progetto.

Il Collateral Central Bank Management (CCBM2), progetto affidato alle banche centrali del Belgio e dei Paesi Bassi per realizzare entro il 2013 una piattaforma unica per la gestione delle garanzie nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, ha invece incontrato nel corso del 2011 difficoltà che hanno reso necessario interromperne la realizzazione. L'Eurosistema apporterà comunque entro il 2014 alcuni miglioramenti funzionali alla gestione del collaterale adeguando l'attuale Correspondent Central Banking Model (CCBM).

A livello domestico, sono proseguiti i lavori per la realizzazione del Centro applicativo della Banca d'Italia (CABI), il cui avvio graduale è previsto a partire dal prossimo mese di giugno; il CABI consentirà alla Banca d'Italia di gestire i pagamenti della Pubblica amministrazione in formato SEPA (Single euro payments area).

### *Il regolamento in base monetaria*

Nel 2011 è proseguito l'ampliamento dell'adesione alla piattaforma di regolamento lordo TARGET2 da parte delle banche centrali della UE. Il 4 luglio si è connessa la Banca centrale rumena, non appartenente all'area dell'euro, portando a 24 il numero delle banche centrali partecipanti al sistema (inclusa la BCE).

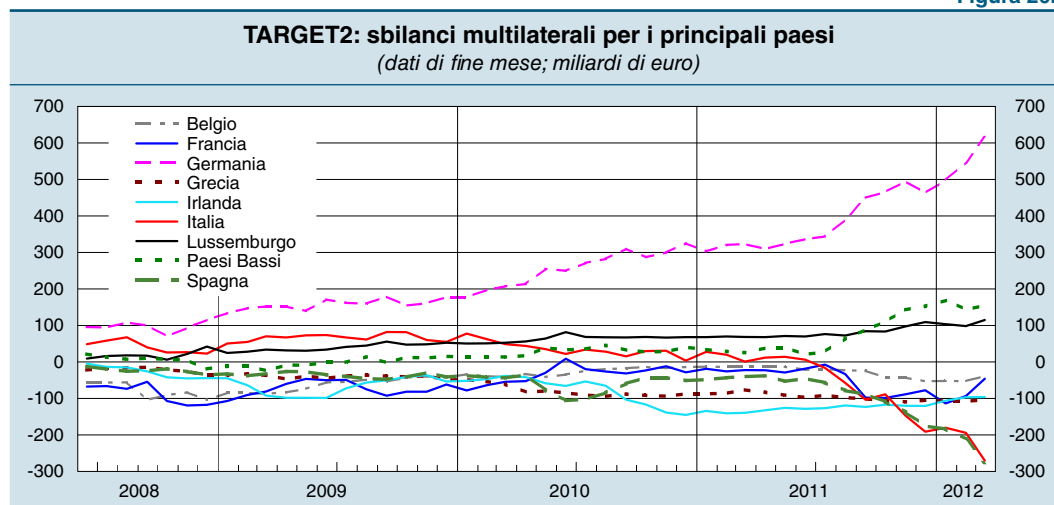
Nel 2011 il numero complessivo di pagamenti regolati in TARGET2 ha raggiunto gli 89,6 milioni, per un importo di circa 631.000 miliardi di euro; in media giornaliera i pagamenti sono stati oltre 348.500, per un controvalore di quasi 2.400 miliardi (rispettivamente in aumento dell'1,5 e del 3,7 per cento sul 2010).

*La crescita dei valori è la risultante di un andamento differenziato nel corso del 2011, in particolare di un aumento dei flussi a partire da agosto. L'andamento degli ultimi mesi deriva da due fattori che hanno agito in senso opposto sul valore delle transazioni regolate in TARGET2: una riduzione dei pagamenti tra banche, causata dalla contrazione degli scambi sul mercato interbancario, più che compensata da un aumento dei pagamenti in contropartita dell'Eurosistema, per le ingenti operazioni di rifinanziamento e per l'ampio ricorso delle banche al deposito overnight.*

TARGET2 ha confermato la propria posizione nel comparto dei pagamenti di elevato importo dell'area dell'euro, continuando a trattare oltre il 90 per cento del totale del valore dei trasferimenti dei fondi in base monetaria. La quota restante fa capo al sistema privato Euro1, gestito dall'EBA Clearing, che nel 2011 ha regolato in media giornaliera oltre 242.000 pagamenti per un controvalore di 249 miliardi.

Il saldo TARGET2 (sbilancio multilaterale), che registra i flussi netti transfrontalieri, è passato per l'Italia da un valore prossimo allo zero alla fine del 2010 a un valore negativo di circa 270 miliardi alla fine di marzo 2012; nello stesso periodo la Spagna ha visto la propria posizione debitoria netta aumentare da 50 a quasi 280 miliardi (fig. 20.1). Al contrario, la posizione creditoria netta ha superato i 615 miliardi in Germania e i 150 miliardi nei Paesi Bassi.

Figura 20.1



La dinamica degli sbilanci multilaterali in TARGET2 si è riflessa nella distribuzione non uniforme del credito erogato dall'Eurosistema che ha consentito alle banche dei paesi nei quali la crisi finanziaria è stata più acuta di coprire il proprio fabbisogno di liquidità, in precedenza soddisfatto attraverso il ricorso al mercato. I rischi finanziari sono assunti dall'Eurosistema nel suo complesso e sono associati all'offerta di liquidità per la conduzione della politica monetaria; essi sono mitigati dalle previsioni statutarie e, in modo più dettagliato, dalle misure per il controllo dei rischi (Risk Management Framework), che richiedono la piena collateralizzazione delle operazioni di politica monetaria tramite lo stanziamento di adeguate garanzie, valutate ai prezzi di mercato e soggette a scarti di garanzia (haircuts). L'eventuale rischio residuo è ripartito tra tutte le banche centrali sulla base della quota di partecipazione al capitale della BCE (capital key).

Nel 2011 i flussi trattati dai sistemi italiani di compensazione e di regolamento gestiti dalla Banca d'Italia (TARGET2-Banca d'Italia e BI-Comp) sono stati pari a circa 45.800 miliardi, in aumento del 2,7 per cento rispetto all'anno precedente, commisurandosi a 29 volte il PIL (tav. 20.1).

Tavola 20.1

Flussi trattati in Italia nei sistemi di compensazione e regolamento (miliardi di euro)						
ANNI	Sistemi di compensazione (1)			Regolamento lordo (2) (c)	Totale flussi	
	Flussi lordi (a) BI-Comp	Salda multilaterali			(d)=(a+b+c)	(d)/PIL
		BI-Comp	Liquidazione dei titoli ed Express II (b)			
2008	3.449	444	4.111	46.476	54.036	34,4
2009	3.094	426	2.858	36.256	42.208	27,8
2010	3.048	469	2.568	38.984	44.600	28,8
2011	3.098	504	2.090	40.608	45.796	29,0

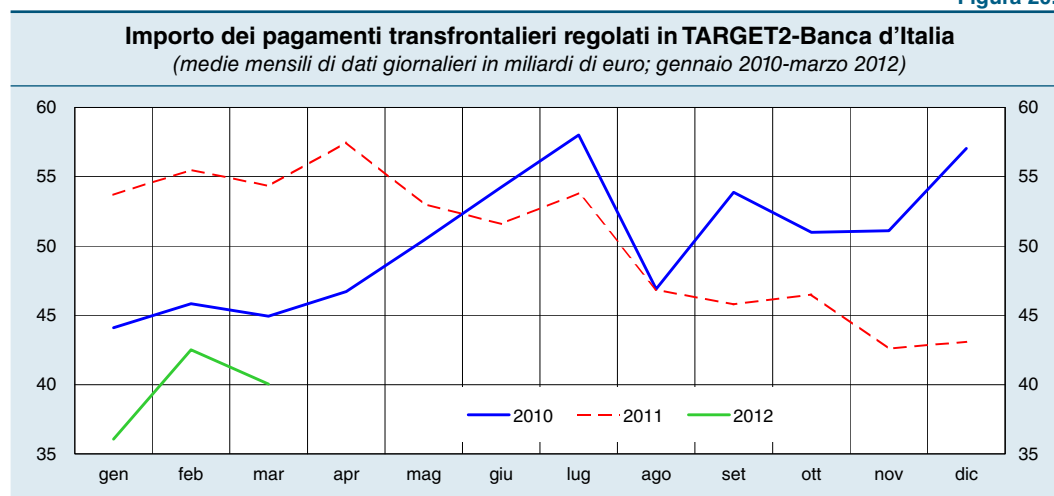
Fonte: elaborazioni su dati SIA, Istat e Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Compresa le operazioni della Banca d'Italia, delle Sezioni di tesoreria provinciale e delle Poste italiane spa. Dal 19 maggio 2008, in corrispondenza della migrazione al sistema TARGET2, i saldi delle Sezioni di tesoreria provinciale sono compresi in quelli della Banca d'Italia. Il sistema Express II è stato avviato l'8 dicembre 2003. La Liquidazione dei titoli ha cessato di operare il 23 gennaio 2004. —  
(2) Operazioni al netto dei saldi dei sistemi multilaterali ancillari. Include i pagamenti transfrontalieri sia in entrata sia in uscita al netto delle operazioni con la Banca d'Italia. Non sono incluse le operazioni regolate sui conti accentrati esterni a BI-Rel/TARGET2-Banca d'Italia.

A partire da agosto del 2011 nei flussi regolati nel sistema TARGET2-Banca d'Italia si è verificata una sensibile riduzione dei pagamenti transfrontalieri. Mentre nei primi sette mesi dell'anno tali flussi hanno superato i 54 miliardi in media giornaliera (fig. 20.2), raggiungendo il 41 per cento dei flussi totali regolati, negli ultimi cinque mesi

i flussi transfrontalieri sono stati prossimi ai 45 miliardi (il 37 per cento dei flussi totali), a seguito della marcata contrazione dell'attività sul mercato interbancario. La riduzione è stata compensata dalla crescita dei pagamenti per il regolamento delle operazioni di rifinanziamento e dei depositi overnight in contropartita con l'Eurosistema. Nel primo trimestre del 2012 si è verificata un'ulteriore diminuzione dei pagamenti transfrontalieri, inferiori ai 40 miliardi in media giornaliera, più che compensata dalla sensibile crescita dei flussi domestici derivante dalle nuove operazioni con l'Eurosistema.

Il numero dei pagamenti regolati in TARGET2-Banca d'Italia è rimasto sostanzialmente stabile nella media dell'anno, oltre 33.000 transazioni al giorno, con una contrazione dei pagamenti domestici (-2,2 per cento) a fronte di una crescita di quelli transfrontalieri (5,8 per cento).

Figura 20.2



*La stima delle transazioni del mercato monetario transfrontaliero con scadenza a un giorno regolate in TARGET2-Banca d'Italia nel 2011 evidenzia nei primi sette mesi dell'anno una prevalenza dell'attività di raccolta rispetto a quella di impiego, con valori che in alcuni mesi hanno raggiunto in media giornaliera 7 miliardi per la raccolta, quasi 5 miliardi per gli impieghi. A partire da agosto del 2011 la raccolta transfrontaliera si è contratta significativamente, raggiungendo un minimo in dicembre (attorno a un miliardo); gli impieghi, seppur in riduzione, si sono commisurati a circa 3,3 miliardi, prevalentemente per operazioni all'interno dei gruppi bancari. Nelle operazioni di impiego i tassi applicati risultano sistematicamente inferiori all'Eonia; le operazioni di raccolta invece, dopo aver registrato tassi inferiori nel primo semestre dell'anno, hanno superato l'Eonia in numerose giornate del semestre successivo.*

In linea con la riduzione delle transazioni transfrontaliere rilevata in TARGET2, a partire da agosto del 2011 l'importo medio giornaliero dei pagamenti relativi ai sistemi ancillari internazionali regolati in TARGET2-Banca d'Italia è diminuito da 4,1 a 3,7 miliardi; la riduzione è quasi interamente attribuibile ai sistemi Euro1 e STEP2.

Nel 2011 l'ammontare della liquidità infragiornaliera a disposizione delle banche, misurata dal valore delle garanzie versate al netto di quelle impegnate per operazioni di politica monetaria, si è lievemente ridotto rispetto al 2010, passando in media da 54 a circa 50 miliardi; successivamente, a marzo del 2012, tale ammontare ha raggiunto gli 80 miliardi. Il ricorso al credito infragiornaliero è invece sensibilmente diminuito rispetto al 2010, passando in media giornaliera da 7,3 a 4,9 miliardi (3 miliardi nel primo trimestre del 2012).

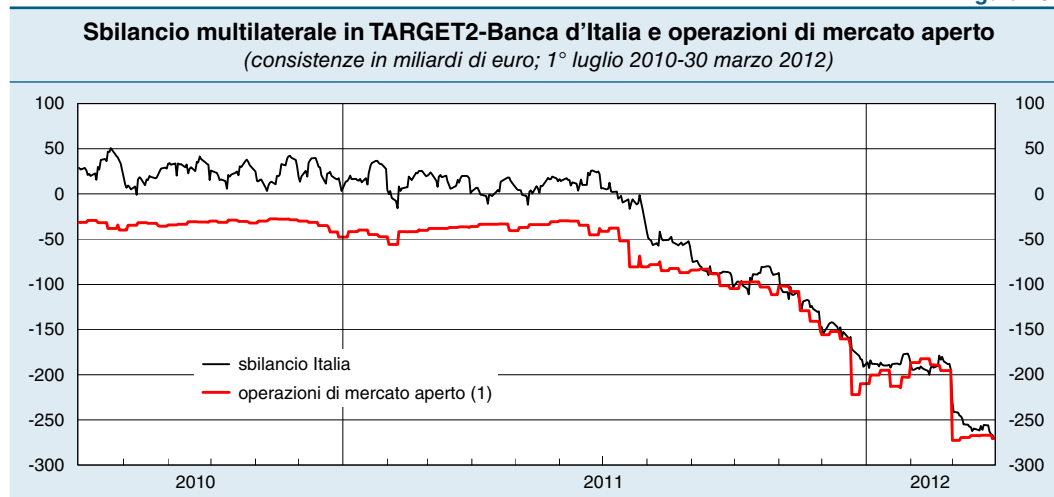
*Come negli anni precedenti, l'utilizzo massimo della liquidità infragiornaliera – pari in media a circa 11 miliardi (14 miliardi nel 2010) – è stato rilevato nelle prime ore della mattinata ed è riconducibile al*

regolamento dei saldi del ciclo notturno del sistema Express II, nonché alla provvista effettuata in Italia da alcune filiali di banche estere a favore della rispettiva casa madre. Il ricorso alla liquidità infragiornaliera continua a essere concentrato presso un numero limitato di operatori, oltre l'85 per cento dell'utilizzo, infatti, fa capo a tre intermediari.

*Le attività a garanzia.* – A livello europeo alla fine del 2011 il valore delle attività depositate a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema è stato pari a 2.440 miliardi di euro, in aumento del 12 per cento rispetto all'anno precedente. Il collaterale mobilizzato su base transfrontaliera ha rappresentato il 30 per cento del totale delle garanzie, di cui il 18 per cento tramite il canale CCBM, il 7 per cento mediante i collegamenti tra depositari centralizzati (*links*) e il 5 per cento mediante accesso diretto a depositari centralizzati esteri. L'utilizzo transfrontaliero del collaterale continua a ridursi, sia in valore assoluto sia in percentuale rispetto al totale delle garanzie.

A marzo del 2012 le banche insediate in Italia detenevano presso la Banca d'Italia attività a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema per un valore complessivo (al netto degli *haircuts*) di circa 363 miliardi di euro, più di quattro volte il valore rilevato a marzo del 2011 (86 miliardi). Le tensioni sui mercati della raccolta all'ingrosso hanno reso difficile per tali banche reperire fondi sul comparto interbancario, obbligandole a ricorrere maggiormente all'indebitamento presso la Banca d'Italia. I deflussi verso l'estero hanno portato a una crescita progressiva della posizione netta debitoria della Banca d'Italia e, in misura analoga, del livello di indebitamento delle banche insediate in Italia nei confronti della stessa (fig. 20.3); tali deflussi sono riconducibili, per circa la metà, ai disinvestimenti netti in titoli italiani da parte di operatori esteri e, per un'ulteriore quota di circa il 25 per cento, ai flussi di liquidità all'interno dei gruppi bancari operanti in Italia.

Figura 20.3

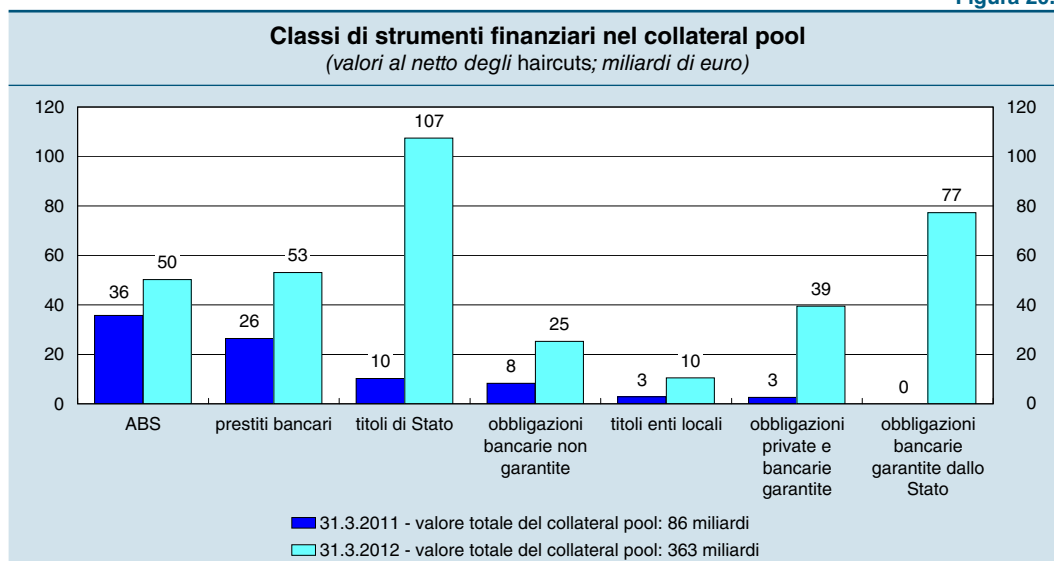


(1) Valori negativi indicano un indebitamento delle banche insediate in Italia con la Banca d'Italia.

Le banche insediate in Italia hanno incrementato il collaterale conferendo a garanzia principalmente titoli di Stato, obbligazioni bancarie garantite dallo Stato, obbligazioni private e bancarie garantite e prestiti bancari (in aumento rispettivamente di 97, 77, 36 e 27 miliardi). Di conseguenza, la composizione del valore complessivo del collateral pool si è radicalmente modificata: al 31 marzo 2011 la quota maggiore era rappresentata da *asset-backed securities* (ABS) e da prestiti bancari (rispettivamente, il 41 e il 31 per cento del totale del valore del pool); un anno dopo le classi di strumenti finanziari più rilevanti risultavano i titoli di Stato (29 per cento, rispetto al 12 di marzo del 2011) e le obbligazioni bancarie garantite

dallo Stato (21 per cento, non presenti l'anno precedente), mentre l'incidenza degli ABS e dei prestiti bancari si era ridotta, rispettivamente, al 14 e al 15 per cento (fig. 20.4).

Figura 20.4



L'utilizzo dei titoli esteri da parte delle banche insediate in Italia è rimasto costante in percentuale del totale delle garanzie (15 per cento nel 2010, 16 nel 2011), pur essendo cresciuto in valore assoluto da 15 a 23 miliardi. Le banche hanno fatto prevalentemente ricorso al canale dei links, le cui giacenze sono aumentate del 76 per cento rispetto al 2011 e hanno raggiunto circa 50 miliardi nel primo trimestre 2012. Il valore medio delle garanzie stanziato attraverso il canale CCBM rimane contenuto (1 per cento del totale delle garanzie). Alla fine del 2011 tre banche italiane hanno iniziato a utilizzare prestiti bancari governati dalle legislazioni spagnola e francese, anche se per importi contenuti.

### Il mercato monetario

Nel 2011 i volumi scambiati sul mercato interbancario dei depositi monetari non garantiti e-MID sono diminuiti per il quinto anno consecutivo, attestandosi su una media giornaliera di 4,7 miliardi di euro, in calo dell'8 per cento rispetto all'anno precedente (dell'81 per cento rispetto al 2006, ultimo anno prima delle tensioni sul mercato della liquidità). La tendenza alla riduzione si è accentuata nel secondo semestre, risentendo dell'accresciuta percezione del rischio di controparte connesso con l'esposizione delle banche verso il debito sovrano europeo, che si è riflessa anche in un innalzamento dei tassi di interesse negoziati sulla piattaforma italiana rispetto ai corrispondenti tassi europei. L'ingente immissione di liquidità attuata con le due operazioni di rifinanziamento con durata triennale, condotte dall'Eurosistema in dicembre e in febbraio, ha concorso all'ulteriore indebolimento degli scambi, scesi in marzo a un valore medio giornaliero di 1,7 miliardi di euro (fig. 20.5).

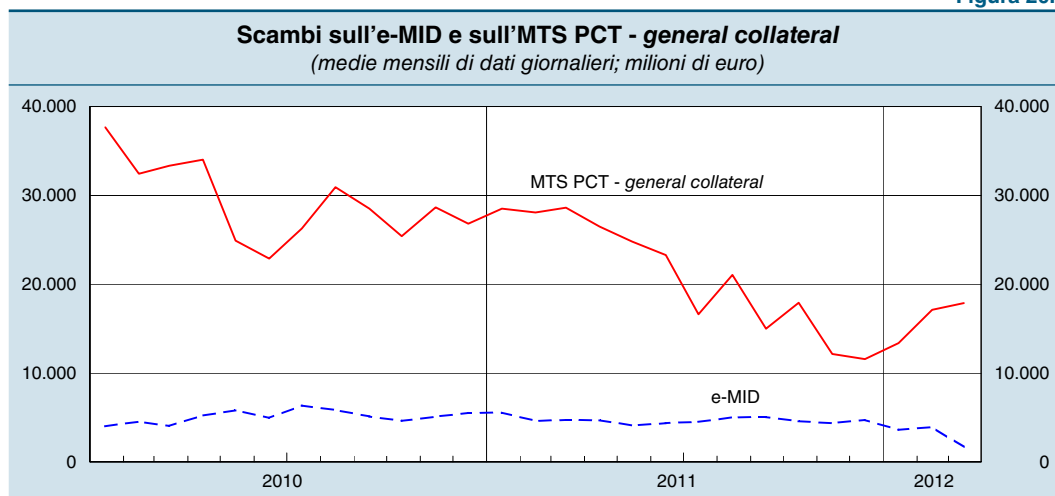
Il differenziale tra i tassi overnight dell'e-MID e il tasso Eonia si è progressivamente ampliato, attestandosi nel quarto trimestre del 2011 su una media di 49 punti base, con valori estremi pari a 117. Nel primo trimestre del 2012 l'ampia disponibilità di risorse liquide ha favorito il riallineamento dei tassi monetari italiani ai corrispondenti livelli europei.

Alla fine del 2011 aderivano all'e-MID 155 intermediari, 21 in meno rispetto al 2010. Nel primo trimestre dell'anno in corso il numero degli aderenti si è ulteriormente ridotto, a 142 unità; la diminuzione ha interessato sia gli operatori italiani sia quelli esteri, che rappresentano il 35 per cento degli aderenti al merca-



to (41 per cento nel 2010). Nei primi mesi del 2012 si è ridotta anche la quota degli operatori attivi, mentre è aumentata la concentrazione degli scambi: la quota dei contratti negoziati dai primi dieci operatori è salita al 54 per cento, dal 44 del 2010.

Figura 20.5



Fonte: e-MID SIM spa e MTS spa.

Gli scambi si sono ridotti anche sul segmento *general collateral* dell'MTS pronti contro termine, del 28 per cento rispetto al 2010, risultando pari a 21,2 miliardi di euro medi giornalieri (fig. 20.5). Alla contrazione ha contribuito, nell'ultimo trimestre del 2011, l'aumento dei margini di garanzia richiesti dalle controparti centrali che operano nel mercato (Cassa di compensazione e garanzia, CCG e LCH.Clearnet SA; cfr. il paragrafo: *I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia*). Diversamente da quanto osservato sul mercato non collateralizzato, nel primo trimestre del 2012 i volumi scambiati sul *general collateral* sono tornati a crescere lievemente, per effetto dell'abbassamento dei margini deciso dalle controparti centrali in dicembre e dei segnali di distensione registrati dal mese di gennaio sul mercato a pronti dei titoli di Stato italiani. Nello scorso marzo il volume medio giornaliero delle transazioni è stato pari a 17,9 miliardi di euro e il costo della raccolta sulla scadenza a brevissimo termine si è riallineato al benchmark europeo.

*Sulla scadenza tom next, il differenziale con il tasso Eurepo aveva raggiunto un valore medio di 60 punti base nel quarto trimestre del 2011, anche per effetto dei più elevati margini di garanzia chiesti dalle controparti centrali, che avevano ridotto la convenienza a utilizzare i titoli di Stato italiani per finanziarsi sul mercato pronti contro termine rispetto alle operazioni dell'Eurosistema. Come l'anno precedente, nel 2011 le negoziazioni di durata originaria pari a un giorno (overnight, tom next e spot next) hanno rappresentato la quasi totalità degli scambi pronti contro termine. È cresciuta la quota delle contrattazioni che vede l'interposizione delle controparti centrali, pari all'81 per cento nel segmento general collateral (69 per cento nel 2010), anche grazie al maggior numero di banche italiane di piccole e medie dimensioni che hanno deciso di avvalersi di tale modalità di negoziazione.*

È invece rimasta limitata l'attività sugli altri segmenti del mercato monetario garantito, New MIC ed e-MID Repo.

*Il New MIC è l'evoluzione del Mercato interbancario collateralizzato (MIC), avviato nel 2009 su iniziativa della Banca d'Italia per ripristinare l'ordinato funzionamento del mercato interbancario sulle scadenze a più lungo termine. Nel 2011 gli scambi si sono progressivamente rarefatti, la durata media dei contratti si è ridotta e le consistenze sono scese sotto i 300 milioni di euro (3,4 miliardi alla fine del 2010).*

*L'e-MID Repo è un nuovo mercato per le transazioni pronti contro termine, creato dalla società e-MID SIM spa con l'obiettivo di assecondare la preferenza degli intermediari verso le forme garantite di negoziazione.*



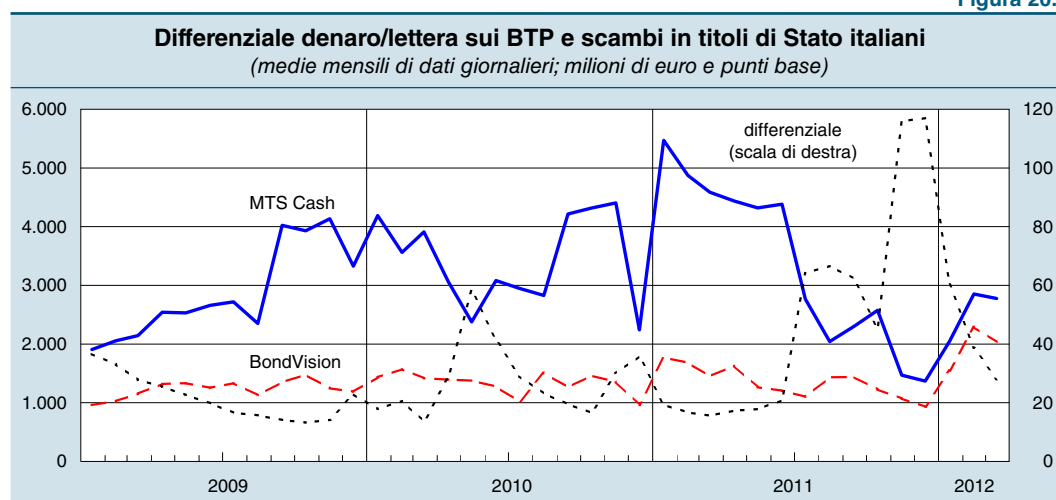
ne sul mercato monetario. Il mercato, operativo da settembre del 2011, offre due tipologie di contratti, con e senza l'intervento sostitutivo della CCG, e si articola nei due segmenti special repo e general collateral. Finora gli scambi sono stati limitati e discontinui; i volumi complessivamente trattati dall'avvio del mercato ammontano a 1,6 miliardi di euro, esclusivamente nel general collateral e concentrati sulle brevissime scadenze.

L'operatività delle banche italiane sul segmento OTC del mercato dei depositi non garantiti overnight è stata variabile, risentendo fortemente dei trasferimenti intragruppo di importo rilevante. Al netto di questa componente gli scambi si sono ridotti, collocandosi nello scorso marzo su una media giornaliera inferiore a un miliardo di euro.

### I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato

Nel mercato a pronti dei titoli di Stato italiani (MTS Cash) l'attività è stata negativamente influenzata dalle tensioni sul debito sovrano dell'area dell'euro. Dopo una temporanea ripresa rispetto al minimo raggiunto alla fine del 2010, le negoziazioni si sono progressivamente ridotte nella seconda parte dell'anno, fino a toccare in dicembre un nuovo minimo storico (1,4 miliardi di euro medi giornalieri). Si è fortemente ridotta la liquidità del mercato: il differenziale denaro-lettera nel comparto dei BTP ha superato in media i 100 punti base e si sono contratte le quantità quotate dai *market makers*. Come risultato dei diversi andamenti nelle due parti dell'anno, nel 2011 le negoziazioni sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto all'anno precedente, attestandosi sui 3,4 miliardi di euro medi giornalieri (fig. 20.6).

Figura 20.6



Fonte: MTS spa.

L'attività ha mostrato segnali di ripresa nel primo trimestre del 2012, risentendo del clima di maggior fiducia generato dalle iniziative intraprese nell'area dell'euro per il contenimento dei deficit pubblici. Le negoziazioni sono aumentate (a 2,8 miliardi di euro medi giornalieri) e il differenziale denaro-lettera sui BTP è sceso attorno ai 30 punti base, collocandosi sui livelli prevalenti all'inizio dell'estate del 2011.

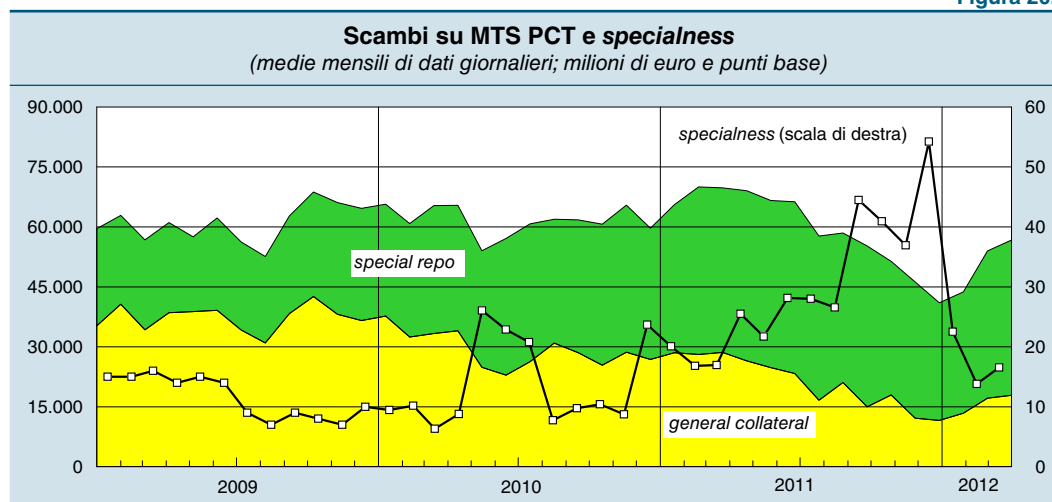
*In linea con l'aumento delle emissioni di titoli pubblici a breve e a medio termine, la composizione degli scambi è stata caratterizzata da un aumento della quota delle transazioni in BOT (dal 20 al 27 per cento) e da una diminuzione di quella relativa ai BTP (dal 54 al 47 per cento). La quota degli scambi di CCT si è ulteriormente ridotta, dal 12 all'11 per cento, per il minor interesse degli investitori per tale tipologia di strumento finanziario.*

Nell'anno il numero degli aderenti all'MTS è aumentato da 110 a 136, esclusivamente per l'ingresso di nuovi operatori esteri (passati da 43 a 73); la quota degli scambi riconducibile a questi ultimi è aumentata dall'80 all'84 per cento. Le due controparti centrali attive sul mercato, CCG e LCH.Clearnet SA, hanno gestito la quasi totalità degli scambi (il 97 per cento, contro l'86 nel 2010).

Sul mercato BondVision, rivolto agli operatori istituzionali e alle banche di minore dimensione, gli scambi sono rimasti sui livelli raggiunti nel 2010, anche grazie agli acquisti effettuati dalle banche centrali nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP). Anche le negoziazioni dei titoli di Stato italiani, che rappresentano più del 70 per cento dell'attività complessiva, sono rimaste sostanzialmente invariate (su un controvalore medio giornaliero di 1,4 miliardi di euro; fig. 20.6). Nel primo trimestre del 2012 gli scambi sono ulteriormente aumentati, nonostante la sospensione degli acquisti delle banche centrali nell'ambito dell'SMP, beneficiando del rinnovato interesse per i titoli italiani da parte di investitori istituzionali, soprattutto nazionali.

Nel segmento *special repo* dell'MTS pronti contro termine l'attività è accresciuta in misura sensibile, da 32 a oltre 38 miliardi di euro in media giornaliera; la quota di questo mercato sul comparto pronti contro termine è passata dal 52 al 65 per cento (fig. 20.7).

Figura 20.7



Fonte: MTS spa.

All'attività sullo *special repo*, fortemente correlata con quella del mercato a pronti, ha contribuito la maggior propensione degli operatori ad assumere posizioni corte sui titoli di Stato, in un contesto di crescente volatilità dei corsi. Il differenziale (*specialness*) tra i tassi medi di interesse nel *general collateral* e nello *special repo*, che misura il costo per le operazioni di prestito in titoli, si è progressivamente ampliato, raggiungendo in dicembre una media di 54 punti base. L'aumento è avvenuto in concomitanza con l'ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato italiani rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi e dei differenziali denaro-lettera quotati sull'MTS Cash, riflettendo l'importanza del rischio sovrano nel determinare il volume dell'attività di prestito di titoli di Stato. All'aumento della *specialness* negli ultimi mesi del 2011 ha inoltre contribuito la carenza relativa dei titoli in circolazione, tra l'altro sempre più utilizzati come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Nel primo trimestre del 2012 il generale miglioramento del mercato dei titoli di Stato si è riflesso sia in una crescita dell'attività sullo *special repo*, sia in una riduzione della *specialness*.

### Il sistema multivalutario Continuous Linked Settlement (CLS)

Nel 2011 il valore delle operazioni regolate nel sistema di pagamento multivalutario CLS, che assicura l'esecuzione delle transazioni in cambi su 17 valute attraverso un mecca-

nismo di payment versus payment (PVP), è aumentato del 15 per cento rispetto all'anno precedente, raggiungendo, nel dicembre scorso, un valore nell'ordine di 4.500 miliardi di dollari equivalenti. A CLS partecipano direttamente, in qualità di agenti di regolamento, 63 banche; alla fine dello scorso aprile i partecipanti erano 15.468 (di cui circa 14.944 fondi di investimento), in aumento del 33 per cento rispetto a un anno prima. Al sistema aderiscono numerose banche italiane: 2 direttamente (UniCredit e Banca Intesa) e circa 20 indirettamente.

*Caratterizzato da una forte rilevanza sistemica, CLS è sottoposto alla sorveglianza cooperativa di un comitato presieduto dalla Federal Reserve Bank di New York (primary overseer) e composto dalle banche centrali del G10 (per l'area dell'euro, oltre alla BCE, le banche centrali di Italia, Germania, Francia, Belgio e Paesi Bassi) e dalle banche centrali di emissione delle altre valute trattate. Nel dicembre scorso il sistema ha pubblicato un esercizio di autovalutazione nei confronti dei principi guida della BRI, risultando in linea con nove principi e non pienamente conforme a quello in materia di governance. CLS opera nel settore delle infrastrutture di post-trading del mercato dei cambi, in forte evoluzione anche a seguito delle modifiche regolamentari connesse con la compensazione centralizzata dei derivati OTC. Alcune controparti centrali (LCH.Clearnet Ltd, Intercontinental Exchange e Chicago Mercantile Exchange) hanno avviato o sono in procinto di intraprendere un nuovo servizio di compensazione e regolamento per i foreign exchange non-deliverable forwards.*

### ***I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia***

Le riforme legislative e regolamentari in atto nel settore delle infrastrutture di mercato sono indirizzate principalmente alle controparti centrali, in linea con l'impegno assunto dal G20 di rendere obbligatorio l'utilizzo di tali organismi per la garanzia dei derivati OTC standardizzati. L'azione delle autorità stimola i processi di integrazione e la ricerca di sinergie tra le varie controparti centrali a livello internazionale ed europeo.

*Il gruppo di borsa londinese London Stock Exchange Group (LSEG), che controlla Borsa Italiana, MTS, CCG e Monte Titoli, ha concluso lo scorso marzo un accordo con il gruppo inglese LCH.Clearnet. L'offerta di LSEG riguarda l'acquisto del 60 per cento delle azioni del gruppo LCH.Clearnet, che controlla le due clearing house inglese e francese (rispettivamente LCH.Clearnet Ltd e LCH.Clearnet SA, quest'ultima avente lo status di ente creditizio). L'operazione dovrà essere sottoposta al vaglio di diverse autorità, tra cui la Direzione generale della Concorrenza della Commissione europea. Tra le novità nel comparto OTC, la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) – che già gestisce trade repositories globali per i derivati su credito OTC (principalmente CDS) e per i derivati azionari OTC – ha annunciato nel dicembre del 2011 l'avvio di tale servizio anche su contratti derivati sui tassi di interesse (IRS), e prevede di intraprendere iniziative analoghe per contratti in valuta estera (FX) e derivati sulle materie prime OTC.*

Lo sviluppo di servizi di *collateral management* orienta le strategie di business dei depositari centrali, in risposta alle richieste degli operatori per una gestione più efficiente e flessibile dei titoli costituiti in garanzia. Sono state avviate collaborazioni tra depositari centrali e tra essi e le banche custodi.

*In marzo Euroclear Bank e BNP Paribas Securities Services hanno annunciato un'iniziativa di collaborazione finalizzata a estendere il servizio di triparty collateral management offerto da Euroclear: i titoli azionari e a reddito fisso detenuti presso BNP Paribas Securities Services potranno essere utilizzati come collaterale nell'ambito del servizio di triparty offerto da Euroclear Bank. Euroclear France ha lanciato nel novembre scorso il servizio di triparty collateral management per il mercato francese. In cooperazione con la Banque de France, il nuovo servizio consentirà la collateralizzazione delle esposizioni connesse con le operazioni condotte dalla Banca centrale francese.*

In Italia sono proseguite le attività della Monte Titoli finalizzate alla partecipazione a T2S sin dalla prima fase di migrazione. Nel mese di maggio la società ha sottoscritto il Framework Agreement con l'Eurosistema. Nell'ambito della sede cooperativa nazionale (T2S National User Group) la Monte Titoli ha contribuito all'elaborazione degli orientamenti del mercato italiano quale prossimo utente della piattaforma.

La società ha continuato ad ampliare i servizi offerti alla clientela. La Banca d'Italia, di intesa con la Consob, ha approvato nel marzo scorso il regolamento del servizio di *collateral management* (X-COM) sulla base del quale Monte Titoli intende offrire servizi *triparty* di gestione delle garanzie. Il nuovo servizio si sostanzia nelle attività di trasferimento, gestione e amministrazione degli strumenti finanziari a garanzia di operazioni di finanziamento. Nella fase di avvio l'operatività di X-COM sarà limitata alla costituzione di garanzie a favore della Banca d'Italia. La Monte Titoli ha esteso il servizio di regolamento estero stabilendo collegamenti (*links*) con altri CSD stranieri e introducendo la modalità di regolamento *delivery versus payment* in alcuni *links* preesistenti.

*I servizi di gestione accentrata.* – Nel 2011 è aumentato il valore degli strumenti finanziari gestiti dalla Monte Titoli; in valore nominale l'incremento è stato del 5,0 per cento, raggiungendo 2.840 miliardi di euro; ai prezzi di mercato l'aumento è stato pari al 2,8 per cento, portando il valore complessivo degli strumenti gestiti dalla Monte Titoli a 3.063 miliardi.

*La Monte Titoli resta al terzo posto in Europa per valore dei titoli gestiti, dopo i depositari internazionali Euroclear e Clearstream (rispettivamente 22.100 miliardi e 10.900 miliardi di euro ai valori di mercato). Il numero degli emittenti è di circa 2.200 unità, mentre il totale degli aderenti al sistema è passato, nel 2011, da 2.486 a 2.459.*

*Il regolamento delle transazioni in titoli.* – Nel 2011 il valore medio delle operazioni trattate giornalmente nel sistema di regolamento Express II è stato di 171 miliardi, con una diminuzione dell'8,2 per cento rispetto al 2010; nei primi tre mesi del 2012 si è registrata un'ulteriore contrazione, del 13,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nel 2011 si è ridotto, dell'8,0 per cento, anche il numero delle transazioni gestite, giunte a una media giornaliera di circa 88.000; esso è invece tornato ad aumentare, nei primi tre mesi del 2012, del 5 per cento rispetto alla media giornaliera dell'anno precedente, in seguito all'accresciuta operatività registrata sui mercati.

*Le operazioni immesse nella liquidazione netta, in cui confluiscono prevalentemente le transazioni stipulate sui mercati, si sono ridotte sia in numero (da 87.000 a 77.000), sia in valore (da 144 a 124 miliardi); è aumentata la quota delle operazioni garantite da controparti centrali, dal 57,7 al 64,3 per cento.*

*Nel ciclo lordo l'attività di liquidazione è ulteriormente aumentata: il valore medio giornaliero delle operazioni è passato da 42 a 46,4 miliardi, il loro numero da 9.000 a 12.000. Vi hanno contribuito la crescita dei repo overnight negoziati sull'MTS (da 16,6 a 18,1 miliardi) e degli scambi OTC (da 4.800 a 6.200 operazioni, in media giornaliera).*

*Continuano a ridursi gli aderenti alla componente netta di Express II, passati da 95 a 90 (87 alla fine del primo trimestre del 2012), a seguito di operazioni di fusione fra intermediari; restano stabili a 10 gli operatori che utilizzano la sola componente lorda.*

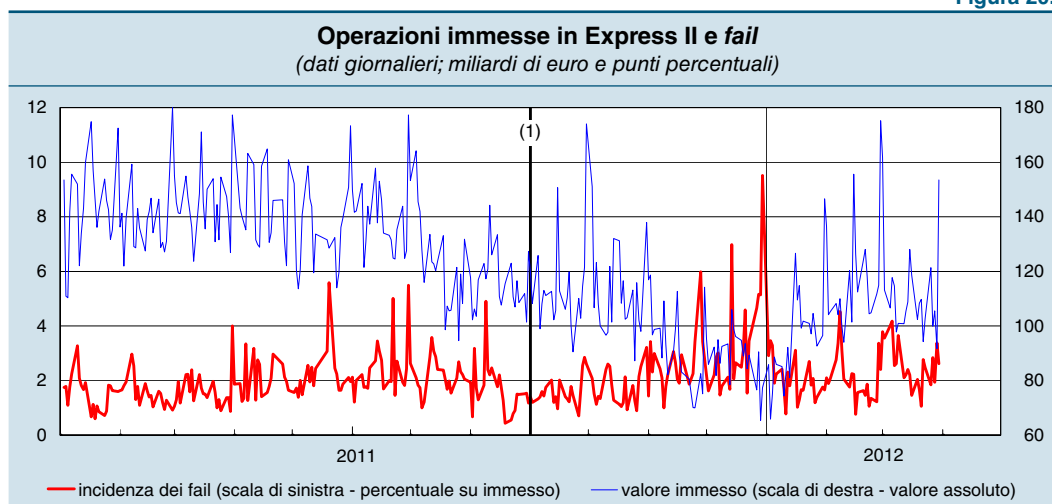
Su impulso delle autorità, in settembre la Monte Titoli ha definito un nuovo modello di penalizzazione delle transazioni non regolate (*fails*) nel sistema di regolamento Express II. Lo schema precedente non costituiva infatti un deterrente efficace alla mancata consegna dei titoli alle date stabilite da parte dei partecipanti, con conseguente aumento dei

rischi per il sistema. Il nuovo modello è basato sulla penalizzazione delle scoperture individuali ed è indipendente dall'attività complessiva del sistema di regolamento.

*Nello schema precedente i fails venivano sanzionati solo nelle giornate in cui la performance complessiva di Express II si collocava su livelli inferiori a percentuali di regolamento predefinite. Inoltre lo schema prevedeva una penale fissa (200 euro) per ogni scoperta conto/titolo, prescindendo dall'entità della medesima. Il nuovo sistema, in vigore dal 1° settembre 2011, calcola la penale sulle scoperture nette di fine giornata in base a percentuali del valore differenziate per i titoli obbligazionari e per quelli azionari; introduce una soglia di esenzione maggiore per i titoli obbligazionari; ridistribuisce fra gli aderenti in bonis l'ammontare delle penali stesse.*

Nonostante la forte instabilità che ha caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi mesi del 2011 e a marzo del 2012, il nuovo modello di penalizzazione ha contribuito a mantenere sostanzialmente invariata l'incidenza dei *fails* (pari in media al 2,27 per cento del valore giornaliero delle transazioni immesse in Express II; fig. 20.8) rispetto al periodo precedente (2,08 per cento tra gennaio e agosto del 2011). Inoltre, il valore medio mensile dello stock in essere di operazioni non regolate, comprensivo dei *fails* pregressi (*backlog*), si è ridotto a partire da settembre, a livelli compresi tra i 2,5 e i 4 miliardi di euro (tra giugno e luglio era stato in media superiore ai 5 miliardi).

Figura 20.8



Fonte: Monte Titoli spa.

(1) A decorrere dal 1° settembre 2011 è stato introdotto il nuovo sistema di penali.

Sono in corso approfondimenti tra la Monte Titoli e i partecipanti al sistema di regolamento per definire eventuali correttivi allo schema, anche in considerazione degli sviluppi della normativa a livello comunitario.

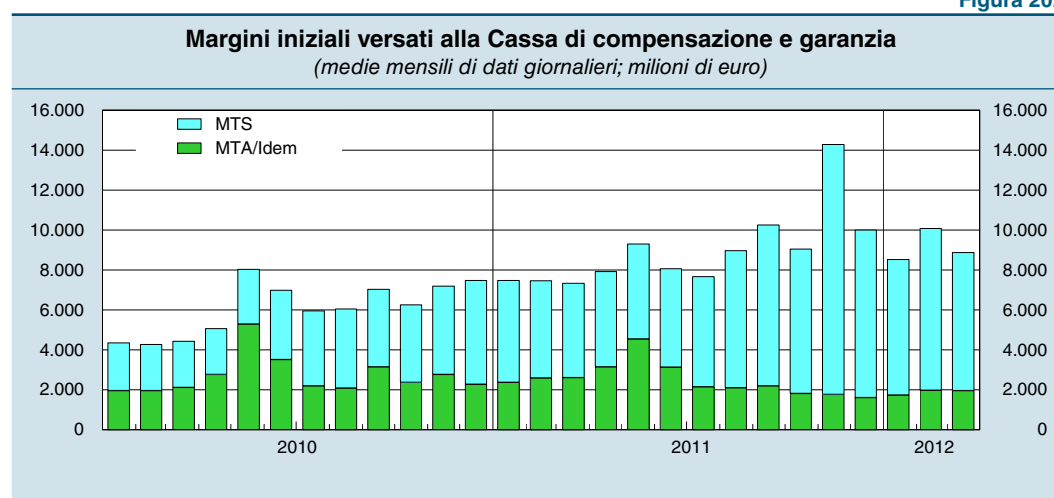
*I servizi di compensazione e garanzia.* – Nel corso del 2011 l'elevata volatilità dei mercati azionari e le tensioni sui titoli di Stato europei hanno condizionato in modo rilevante l'attività svolta dalla Cassa di compensazione e garanzia. Ne ha risentito anche l'operatività svolta attraverso il collegamento con la controparte centrale francese LCH.Clearnet SA: il controvalore delle operazioni immesse nel sistema di liquidazione e garantite dalle due controparti centrali è sceso dell'8,5 per cento.

*Nel mercato azionario a pronti, il numero dei contratti garantiti dalla Cassa è aumentato del 10,0 per cento rispetto al 2010, toccando i 72,1 milioni; la stessa tendenza si è registrata sul mercato dei derivati Idem, nel quale le transazioni garantite hanno raggiunto i 47,8 milioni, con un aumento dell'8,2 per cento.*

Nel mercato dei titoli di Stato l'incremento del controvalore garantito è stato del 13,1 per cento (35,0 nel 2010). Gli scambi garantiti sui repo si sono attestati su un valore nominale di 9.600 miliardi di euro, dagli 8.600 dell'anno precedente; i valori delle operazioni a pronti sono aumentati da 269 a 411 miliardi di euro. I primi tre mesi del 2012 hanno confermato l'andamento negativo dei mercati: il controvalore scambiato per i comparti azionari a pronti e dei derivati ha registrato una diminuzione superiore al 30 per cento rispetto al primo trimestre del 2011. Nello stesso periodo gli scambi su titoli di Stato garantiti dalla Cassa sono risultati pressoché pari a quelli dello stesso trimestre dell'anno precedente.

Le garanzie richieste sono aumentate in misura consistente, per effetto sia delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato, sia del rilevante aumento dei margini unitari nel comparto obbligazionario deciso in novembre da LCH.Clearnet SA e dalla Cassa di compensazione e garanzia. I margini iniziali hanno raggiunto una media giornaliera di circa 9 miliardi di euro (6,1 nel 2010), con un massimo di 14,3 miliardi lo scorso novembre (fig. 20.9).

Figura 20.9



Fonte: Cassa di compensazione e garanzia spa.

Nel comparto obbligazionario l'aumento medio dei margini è stato superiore del 90 per cento rispetto al 2010. Le deteriorate condizioni di liquidità si sono riflesse anche nel comportamento dei partecipanti alla Cassa: la quota di margini costituita in contanti è stata pari al 78 per cento rispetto all'85 per cento del 2010. L'aumento delle garanzie versate è proseguito nel primo trimestre del 2012 (9,2 miliardi di euro in media giornaliera; fig. 20.9).

In base a stress test che tengono conto dell'incremento dell'attività dei partecipanti e della volatilità dei mercati, nel 2011 la CCG ha rivisto più volte l'importo dei fondi di garanzia mutualistici (default funds) versati dagli aderenti come ulteriore forma di garanzia. Dal mese di luglio il loro ammontare per il comparto obbligazionario è pari a 1,9 miliardi di euro, circa il doppio rispetto al valore di inizio anno. Le garanzie complessivamente richieste dalla Cassa (margini e default funds) nel 2011 sono state superiori del 43 per cento rispetto a quelle del 2010, raggiungendo i 13,2 miliardi di euro.

Alla fine del 2011 partecipavano complessivamente alla Cassa 151 operatori: 71 al comparto dei derivati Idem, 103 al Mercato telematico azionario MTA, 45 all'MTS, 23 al mercato dei futures sull'energia Idex e 47 al Mercato obbligazionario telematico MOT.



## 21. I SERVIZI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO E IL SERVIZIO DI TESORERIA STATALE

### *I servizi e i sistemi di pagamento al dettaglio nel processo di armonizzazione europea*

Nel 2011 si è rafforzato l'impegno delle banche centrali e delle altre autorità volto ad accelerare il completamento dell'area unica dei pagamenti in euro (Single euro payments area, SEPA) al fine di accrescere l'efficienza e l'affidabilità dei servizi resi ai consumatori, alle imprese, alla Pubblica amministrazione. In tale contesto, la diffusione di strumenti di pagamento elettronici in sostituzione di quelli cartacei (contante e assegni) offre rilevanti opportunità di riduzione dei costi delle transazioni.

Dopo la lenta crescita registrata con l'avvio della migrazione dei circuiti nazionali dei bonifici e degli addebiti diretti agli standard paneuropei – SEPA Credit Transfer (SCT) e SEPA Direct Debit (SDD) – nel secondo semestre del 2011 gli SCT hanno superato il 22 per cento dei bonifici eseguiti nell'area dell'euro; in Italia, l'analoga quota è stata pari a circa l'11 per cento, quasi il doppio di quella registrata nello stesso periodo dell'anno precedente. Al contrario, l'utilizzo degli SDD, attivi dal novembre 2010, è risultato modesto sia in Europa sia in Italia (in media, rispettivamente dello 0,19 e 0,10 per cento del complesso degli addebiti diretti).

A conferma del rafforzato impegno delle autorità, il 31 marzo 2012 è entrato in vigore il regolamento UE 14 marzo 2012, n. 260 che ha fissato il 1° febbraio 2014 quale data ultima per la migrazione agli SCT e agli SDD. Esso rappresenta un passaggio fondamentale per il processo di integrazione dell'industria europea dei pagamenti al dettaglio e modifica profondamente la natura del progetto SEPA, originariamente avviato e gestito dal mercato su impulso delle autorità; il regolamento fissa i requisiti minimi che consentono di eseguire pagamenti nell'Unione europea (UE) alle medesime condizioni indipendentemente dal paese in cui sono disposti.

Il regolamento completa un'articolata cornice normativa sui servizi di pagamento (direttiva CE 13 novembre 2007, n. 64) e sulla moneta elettronica (direttiva CE 16 settembre 2009, n. 110) che mira a favorire lo sviluppo di pagamenti elettronici efficienti e affidabili attraverso un deciso incremento dei livelli di concorrenza in un contesto di regole standardizzate. Risulta in tal modo sollecitata la ricerca di soluzioni innovative e di maggior convenienza per la clientela in termini sia di prezzo sia di facilità di accesso ai servizi.

Con riferimento alle carte di pagamento, sono stati compiuti progressi nell'adeguamento allo standard di sicurezza SEPA (chip Europay, MasterCard e Visa, EMV). In Italia, alla fine del 2011, circa il 70 per cento delle carte in circolazione e il 90 degli sportelli automatici (ATM) e dei terminali point of sale (POS) risultava conforme a tale standard. Resta peraltro da colmare il divario con i paesi dell'Eurosistema, che



hanno sostanzialmente completato la sostituzione sia delle carte (90 per cento) sia dei dispositivi di accettazione (95 per cento), in linea con gli obiettivi fissati nel documento programmatico emanato dallo European Payment Council (*SEPA Cards Framework*).

A livello nazionale, l'obiettivo della diffusione degli strumenti elettronici ha trovato sostegno in recenti iniziative governative volte a garantire la tracciabilità dei flussi di pagamento, alle quali hanno fatto da complemento interventi tesi a favorire la riduzione dei costi di accesso ai servizi. Si collocano in questo contesto l'abbassamento dei limiti per l'utilizzo del contante, la definizione di un "conto di base" completamente gratuito per le categorie meno abbienti, la previsione di principi volti a ridurre le tariffe applicate dagli intermediari agli esercizi commerciali per l'accettazione di carte di pagamento. Si tratta di misure che, unitamente ai programmati interventi attuativi dell'Agenda digitale europea, possono contribuire in modo significativo ad accrescere la rapidità e l'economicità dei trasferimenti monetari, riducendo la distanza che ancora separa l'Italia dai paesi più avanzati nell'adozione di soluzioni di pagamento efficienti e innovative.

### *Gli strumenti di pagamento*

*L'evoluzione congiunturale.* – Il numero dei pagamenti effettuati con strumenti bancari e postali è aumentato del 3,9 per cento nel 2011 (contro l'1,4 nel 2010); la crescita degli importi scambiati (2,2 per cento) è rallentata rispetto all'anno precedente (4,8 per cento) quale riflesso anche della difficile fase congiunturale dell'attività economica.

Gli strumenti di pagamento al dettaglio diversi dal contante hanno nel complesso registrato un trend crescente a fronte di un'ulteriore riduzione del ricorso a strumenti cartacei, quali assegni e bonifici tradizionali allo sportello; la dinamica più sostenuta ha riguardato gli strumenti innovativi, soprattutto nella componente eseguita attraverso canali telematici.

È proseguita la riduzione del numero degli assegni addebitati in conto (-7,5 per cento) ed è tornato ad aumentare (16,1 per cento) quello delle disposizioni di incasso non preautorizzate (pagamenti mediante avviso e ricevute bancarie), soprattutto per effetto della crescita (30,7 per cento) dei pagamenti mediante avviso (Mav) utilizzati anche per il versamento di tasse e contributi previdenziali. Mentre è proseguita la crescita dei bonifici automatizzati (6,8 per cento), si è registrato un rallentamento della dinamica degli addebiti diretti (o disposizioni di incasso preautorizzate) utilizzati soprattutto per il pagamento delle utenze (1,3 per cento).

Le banche italiane regolano bonifici e addebiti diretti in formato SEPA nel sistema di pagamento al dettaglio nazionale e in quello paneuropeo STEP2. Nel 2011 sono stati regolati 38 milioni di SCT, tre quarti dei quali in STEP2; nel complesso si è registrato un aumento del 70 per cento del numero di operazioni rispetto all'anno precedente.

Relativamente alle operazioni con carte di pagamento, si registra una crescita complessiva in tutti i comparti (debito, credito, prepagate) ove si tenga conto delle modifiche organizzative che hanno interessato soggetti che operano in regime di libera prestazione di servizi. A tale aumento hanno contribuito, soprattutto, le carte di debito (7,2 per cento) e quelle prepagate (28,4 per cento).

Nel 2011 sono aumentati i prelievi di contante da sportelli ATM del 2,0 e del 2,9 per cento, rispettivamente, nel numero e nell'importo: l'importo medio prelevato tramite ATM è salito a 181 euro, valore nettamente superiore al dato medio europeo (109 euro nel 2010) a conferma di una persistente propensione per i pagamenti in contante nel nostro paese.

*Tendenze nel mercato dei servizi di pagamento al dettaglio.* – Nel 2011, in Italia, sono state regolate 68 operazioni procapite con strumenti alternativi al contante contro le 182 dei paesi dell'area dell'euro nel 2010. Il divario si amplia se si escludono i pagamenti cartacei (assegni, bonifici per cassa, bollettini di conto corrente del circuito postale): 51 operazioni elettroniche per abitante in Italia a fronte delle 168 nell'Euro-sistema. Fra gli strumenti alternativi al contante prevale l'uso delle carte di pagamento, il cui peso relativo sul totale dei pagamenti, nel 2011, è stato pari al 41 per cento, in linea con il dato medio della UE.

Analisi fondate sul confronto internazionale e sui dati italiani disaggregati su base territoriale indicano, tra le principali determinanti del basso utilizzo di strumenti di pagamento elettronici in Italia, e in alcune regioni in particolare, il basso livello del reddito pro capite e il contenuto grado di diffusione dei punti di accettazione delle carte di pagamento presso le imprese. Capacità innovativa e sicurezza sono fattori fondamentali nel ricorso ai pagamenti elettronici. Le variabili connesse con l'economia sommersa concorrono a spiegare l'uso elevato del contante, a fronte di uno scarso utilizzo di strumenti tracciabili.

*Il 31 per cento circa delle imprese di servizi italiane detiene un terminale POS, contro il 44 per cento nei paesi europei che si distinguono per l'elevato utilizzo delle carte di pagamento negli acquisti. Per alcune categorie, quali le attività professionali, immobiliari, i servizi sanitari e assistenziali, tale percentuale scende in Italia al di sotto del 10 per cento. Percentuali superiori al 50 per cento si registrano nel commercio al dettaglio, grazie soprattutto alla presenza della grande distribuzione organizzata. Se escludiamo quest'ultima, la quota di POS per impresa si attesta ad appena il 20 per cento, per esempio, nei negozi alimentari e nei pubblici esercizi (bar, ristoranti). In generale, la bassa diffusione dei terminali POS per unità produttiva è riconducibile anche alla maggiore incidenza delle microimprese nel nostro paese.*

*Per contro, l'Italia è sostanzialmente allineata alla media dei paesi dell'area dell'euro nella dotazione di POS procapite (21 punti ogni 1.000 abitanti), nonostante il numero di pagamenti per terminale resti molto inferiore (circa 1.000 operazioni pari a un terzo della media nei paesi dell'area euro).*

Segnali di crescente ricorso agli strumenti elettronici si sono comunque manifestati, con intensità differenziata fra i diversi settori di attività economica, nel corso dell'ultimo quinquennio in tutte le aree del paese.

*Presso le famiglie è cresciuto l'uso dei bonifici, dal 4 al 7 per cento dei pagamenti con strumenti diversi dal contante ed è aumentata dal 64 al 66 per cento la quota relativa alle carte di pagamento quale riflesso del maggior ricorso ai nuovi canali telematici (internet) e ai prodotti prepagati; si è registrata una riduzione nell'uso degli assegni (dal 9 al 7 per cento), più pronunciata nelle regioni meridionali.*

*Con riferimento alle imprese non finanziarie, è aumentato l'utilizzo delle disposizioni di incasso (ad es. ricevute bancarie e pagamenti ricorrenti di natura commerciale), che hanno raggiunto nel 2011 il 45 per cento del totale dei pagamenti (dal 30 nel 2006), e dei bonifici (dal 39 al 41 per cento). Questo settore si caratterizza per una maggiore velocità nella riduzione dei pagamenti con assegni (dal 30 al 14 per cento).*

*Gli assegni hanno costituito una quota ormai trascurabile dei pagamenti anche per le istituzioni finanziarie e le Pubbliche amministrazioni (7 per cento contro il 12 del 2006), mentre si sono innalzate*

*in modo significativo le disposizioni di incasso (19 per cento rispetto al 14); rimane invariata la quota dei bonifici (74 per cento) che si confermano lo strumento più utilizzato.*

Nel 2011 sono stati effettuati 280 milioni di pagamenti in internet, con una crescita del 23,9 per cento rispetto all'anno precedente; in rapporto al complesso delle operazioni con strumenti bancari e postali il loro numero è risultato pari al 7 per cento. La crescita più rapida ha riguardato le operazioni online con carte di credito e prepagate (27,6 per cento); i bonifici online sono cresciuti del 20,3 per cento.

*Le carte prepagate, oltre a rispondere all'esigenza di eseguire pagamenti in internet in modo facile e con minore esposizione a rischi, rappresentano uno strumento di inclusione finanziaria. La loro rapida diffusione è stata infatti influenzata anche dalla crescente domanda di carte prepagate con funzioni di conto (cosiddette "carte conto" con codice IBAN) che consentono, ad esempio, di ricevere accrediti o disporre pagamenti tramite bonifico. Tali carte rappresentavano alla fine del 2011 oltre la metà delle carte prepagate emesse. I risultati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane relativa all'anno 2010, condotta dalla Banca d'Italia, evidenziano come il tasso di sostituzione tra carte prepagate e conti correnti aumenti con il diminuire del reddito personale, confermando il loro ruolo di valido sostituto del conto corrente per le fasce della popolazione meno abbienti.*

La sicurezza rappresenta un elemento cruciale per la diffusione degli strumenti di pagamento elettronici. In Italia si è consolidato il trend decrescente del tasso di frode, calcolato come incidenza percentuale delle relative perdite rispetto al totale delle operazioni con carta. Il tasso di frode complessivo (POS e ATM) è sceso nel 2011 allo 0,02 per cento (0,04 per le operazioni su POS) dallo 0,03 dell'anno precedente (0,05 per le operazioni su POS). L'incidenza delle frodi cosiddette "carta non presente", perpetrate su canali online o a distanza (via telefono o posta), è invece aumentata allo 0,11 per cento delle operazioni su rete (0,09 nel 2010) evidenziando la necessità di estendere al mondo virtuale presidi di autenticazione gestiti in tempo reale e in modo centralizzato dall'emittente attraverso clausole di trasferimento delle responsabilità delle perdite da frodi verso gli operatori meno sicuri (note come *liability shift*).

*Verifiche empiriche condotte attraverso le segnalazioni degli intermediari hanno confermato gli effetti positivi della nuova tecnologia di prevenzione su ATM e POS nel mondo fisico: a fronte di un incremento di dieci punti nella percentuale di carte migrate al chip, il rapporto tra frodi e transazioni si riduce in media del 6-7 per cento. La prevenzione riguarda anche la diffusione di meccanismi di SMS alert e di nuovi standard per garantire la riservatezza dei dati sensibili presso i punti di accettazione delle carte.*

Le tariffe sui servizi di pagamento sono una leva essenziale per favorire lo sviluppo di strumenti innovativi, soprattutto dopo il recepimento della direttiva sui servizi di pagamento che elimina i margini di tariffazione implicita (ad es. i giorni valuta). Con riferimento ad alcune componenti di offerta che utilizzano canali innovativi (ad es. internet) si registra una tendenziale diminuzione delle commissioni medie applicate alla clientela, mentre aumentano quelle relative ai canali tradizionali (lo sportello).

*Tra il 2010 e il 2011 le commissioni medie alla clientela sui bonifici tradizionali sono cresciute del 12 per cento (tav. 21.1). Si sono ridotte invece quelle applicate sui bonifici via internet (-14 per cento) il cui costo per la clientela è cinque volte inferiore rispetto a quello del bonifico tradizionale. Sono cresciute del 38 per cento le commissioni di prelievo da ATM, comunque gratuite nel caso di operazioni presso la stessa banca. Rimangono pressoché stabili le commissioni all' esercente per l'accettazione della carta POS. Si sono ridotte del 15 per cento le tariffe applicate generalmente alle imprese sulle disposizioni di incasso preautorizzate (quali quelle per l'accredito di utenze o di rate ricorrenti), anche in seguito alla contrazione delle commissioni interbancarie su tali servizi registrata negli ultimi anni per effetto delle decisioni assunte dalle autorità antitrust*

e del nuovo quadro normativo europeo. Quest'ultimo, in particolare, tende a favorire meccanismi tariffari dove ciascun prestatore di servizi addebita al proprio cliente (debitore e beneficiario) le spese di rispettiva competenza (opzione share). Sono cresciute infatti del 10 per cento le commissioni di addebito diretto all'utenza pagatrice (tav. 21.1).

Tavola 21.1

Commissioni applicate alla clientela sui principali servizi di pagamento (1) (importi in euro)						
VOCI	Bonifico disposto con modalità tradizionali	Bonifico disposto via internet	Addebito diretto	Disposizione di incasso (preautoriz.)	Prelievo da ATM (incl. stessa banca)	Incasso con carta POS
2010	2,80	0,64	0,64	1,21	0,19	0,82
2011	3,15	0,55	0,70	1,03	0,27	0,82

(1) Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

L'applicazione di tariffe maggiormente in linea con i costi di offerta dei servizi di pagamento rappresenta la condizione necessaria per realizzare un processo di sostituzione volto a beneficiare appieno delle economie di scala sottostanti lo sviluppo dei pagamenti innovativi.

*Da un'indagine sul costo dei servizi di pagamento al dettaglio presso gli operatori, promossa dall'Eurosistema e realizzata dalla Banca d'Italia, si evince che i costi bancari di offerta dei servizi di pagamento in Italia superavano nel 2009 i 7 miliardi di euro, circa il 15 per cento dei costi operativi delle banche, i tre quarti dei quali connessi con la movimentazione del contante e la gestione degli altri strumenti cartacei. Dalla stessa indagine emerge che il costo per la banca di un'operazione di approvvigionamento di contante allo sportello tradizionale è 7-8 volte superiore rispetto a quella tramite sportello ATM.*

*Il basso grado di automazione dei processi rappresenta uno dei principali ostacoli al conseguimento dei guadagni di efficienza, aspetto che riguarda anche la gestione degli strumenti di pagamento tradizionali all'interno dei processi aziendali delle imprese commerciali.*

*Da un esercizio di simulazione condotto sulla base dell'indagine sul costo dei servizi di pagamento al dettaglio sopra richiamata, si può stimare un risparmio potenziale complessivo per l'economia pari a circa lo 0,3 per cento del PIL, qualora l'Italia si posizioni al livello dei paesi europei più evoluti in termini di diffusione di strumenti di pagamento elettronici in sostituzione sia del contante, sia delle tecnologie transattive tradizionali (procedure cartacee e manuali).*

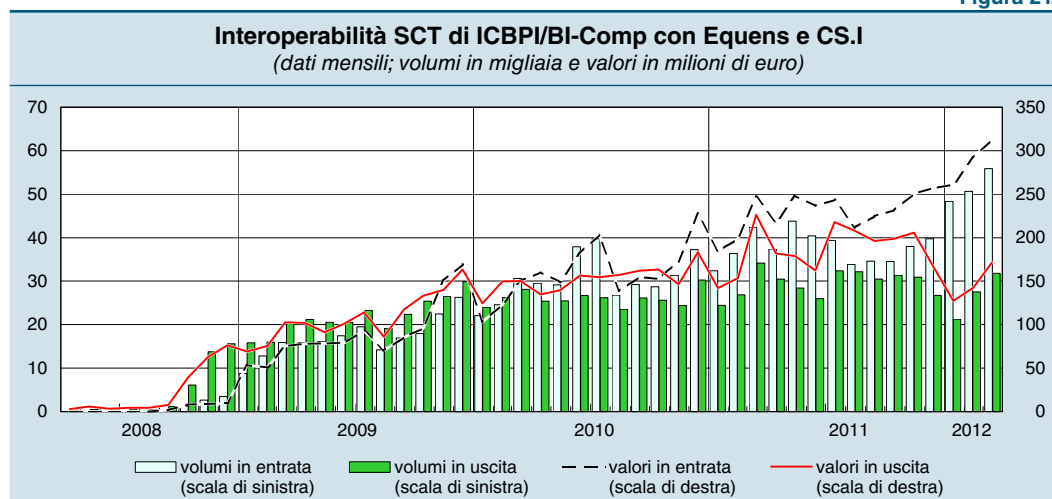
**L'evoluzione dell'operatività del sistema BI-Comp.** – Nel 2011 il valore delle operazioni regolate nel sistema di compensazione BI-Comp, pari a 3.100 miliardi di euro, è aumentato dell'1,6 per cento rispetto all'anno precedente (cfr. tav. 20.1), mentre il numero complessivo delle operazioni è aumentato del 3,2 per cento (da 2.041 milioni a 2.106 milioni). È proseguita la ricomposizione dei pagamenti immessi nel sistema a favore di quelli elettronici, la cui quota ha raggiunto in termini di numero il 98 per cento.

*Rispetto al 2010, i pagamenti "cartacei" trattati nel sottosistema Recapiti locale di BI-Comp (prevalentemente assegni) si sono ridotti in termini di numero (21,5 per cento) e di importo (16,4 per cento); la contrazione è in atto da diversi anni, in linea con la tendenza alla riduzione dell'uso dell'assegno. Nel 2011 tale diminuzione è risultata più accentuata rispetto al quinquennio 2006-2010, durante il quale il volume dei pagamenti per assegni negoziati si è ridotto in media del 9,3 per cento l'anno; alla riduzione ha contribuito anche un maggior utilizzo della procedura elettronica check truncation, che ha registrato una contrazione dei volumi trattati più contenuta (-2,1 per cento, da 201,5 milioni a circa 197 milioni). Il numero complessivo delle operazioni elettroniche trattate nel sottosistema Dettaglio di BI-Comp, è aumentato del 3,8 per cento (oltre 2 miliardi), mentre il valore è aumentato del 4,2 per cento*

(circa 2.800 miliardi di euro). Il numero complessivo dei pagamenti effettuati presso i POS è cresciuto da 681 a 731 milioni, quello dei bonifici in formato domestico da 373 a 384 milioni.

Nel 2011 il numero dei bonifici SEPA regolati nel sistema BI-Comp, che includono quelli scambiati con banche partecipanti al sistema di compensazione olandese Equens e a quello austriaco (Clearing Service International, CS.I) (fig. 21.1), è aumentato del 60 per cento superando i 10 milioni, pari al 2,5 per cento del numero complessivo dei bonifici trattati dal sistema di compensazione in formato domestico e SEPA.

Figura 21.1



Fonte: elaborazioni su dati ICBPI.

I flussi inviati e ricevuti nel 2011 con banche partecipanti ai sistemi esteri Equens e CS.I hanno mostrato un andamento crescente e hanno rappresentato l'8 per cento in volume e l'11,1 per cento in valore del totale degli SCT trattati in BI-Comp. Complessivamente sono stati regolati circa 453.000 pagamenti disposti da partecipanti ai due Clearing and Settlement Mechanism esteri e circa 354.000 pagamenti da partecipanti a BI-Comp, per un importo rispettivamente pari a 2,75 e a 2,24 miliardi di euro.

*La Centrale di allarme interbancaria (CAI).* – Alla fine del 2011 sono diminuite, rispetto allo stesso periodo del 2010, le segnalazioni presenti nell'archivio. Il numero dei nominativi iscritti nella CAI per mancanza di fondi o di autorizzazione e quello degli assegni irregolari si sono entrambi ridotti del 2,8 per cento; negli ultimi tre anni il calo del numero dei nominativi iscritti è stato pari all'11,5 per cento. L'incidenza del numero degli assegni in CAI sul totale degli assegni regolarmente addebitati si è mantenuta sostanzialmente invariata (0,21 per cento contro lo 0,20 dello scorso anno) in quanto entrambi hanno fatto registrare in percentuale una riduzione analoga. In diminuzione è risultato anche l'importo totale degli assegni iscritti alla fine del 2011, pari a 1,07 miliardi di euro (su base annua lo 0,16 per cento del PIL; tav. 21.2). Alla fine del 2011 i soggetti iscritti nella sezione della CAI relativa agli assegni rappresentavano lo 0,15 per cento della popolazione maggiorenne (0,18 per cento nel 2010). Come negli anni scorsi le segnalazioni di utilizzo irregolare degli assegni hanno riguardato principalmente il Sud e le Isole (0,23 per cento della popolazione maggiorenne, pari al 50,6 per cento del totale delle segnalazioni).

Dopo gli incrementi registrati dal 2008 al 2010 (33,5 per cento), durante lo scorso anno si è ridotto il numero dei soggetti ai quali è stato revocato l'utilizzo delle carte di pagamento in conseguenza del mancato pagamento o della mancata costituzione dei

fondi relativi alle transazioni effettuate. Alla fine del 2011 erano iscritti nello specifico segmento dell'archivio circa 252.000 soggetti, il 9,3 per cento in meno rispetto all'anno precedente; in riduzione anche il numero dei nuovi iscritti domiciliati nelle regioni del Centro, del Sud e delle Isole (dal 64 per cento del 2010 al 56 per cento nel 2011). Come l'anno precedente, alla fine del 2011 le carte iscritte nella CAI rappresentavano lo 0,15 per cento del totale delle carte circolanti in Italia.

**Tavola 21.2**

<b>Centrale di allarme interbancaria: distribuzione territoriale degli assegni revocati (1)</b>						
AREA GEOGRAFICA	Soggetti revocati		Assegni impagati			Importo impagato medio
	Numero	Numero	Composizione percentuale	Importo in milioni di euro	Composizione percentuale	Euro
Nord Ovest	13.113	36.502	14,2	166,4	15,6	4.557
Nord Est	6.316	18.830	7,3	107,6	10,1	5.712
Centro	15.254	50.838	19,7	228,0	21,4	4.485
Sud e Isole	39.615	145.141	56,3	539,1	50,6	3.714
Estero	1.863	6.495	2,5	24,4	2,3	3.757
<b>Totale</b>	<b>76.161</b>	<b>257.806</b>	<b>100,0</b>	<b>1.065,5</b>	<b>100,0</b>	<b>4.133</b>

(1) Elaborazioni sulle consistenze al 31.12.2011. Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

### *Il servizio di tesoreria statale e i pagamenti pubblici*

Il 30 novembre del 2011 è stata avviata la nuova procedura di gestione del conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria, prevista dalla legge di contabilità e finanza pubblica del 2009; la relativa convenzione tra MEF e Banca d'Italia è stata sottoscritta a marzo 2011.

Obiettivo del nuovo sistema è ridurre la variabilità e rendere maggiormente prevedibile il saldo, migliorando l'efficacia della politica monetaria dell'Eurosistema. Le disponibilità del conto sono remunerate entro una soglia limite fissata in un miliardo di euro; il MEF ha inoltre deciso di stabilizzare prudenzialmente il saldo del conto intorno a un massimale di fine giornata pari a 800 milioni.

Gli interventi sulle procedure di tesoreria, il monitoraggio infragiornaliero del conto e gli scambi informativi e previsionali con il MEF hanno consentito di stabilizzare il saldo; è stato inoltre ottenuto un contenimento significativo degli errori di previsione che dipendono dai depositi governativi presso la banca centrale. La situazione italiana è ora allineata a quella dei principali paesi dell'area euro, come anche recentemente riconosciuto dalla Banca centrale europea.

Il decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1 (convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2012, n. 27) ha sospeso fino al 31 dicembre 2014 il regime di tesoreria unica "mista" (art. 7 del decreto legislativo 7 agosto 1997, n. 279), secondo il quale le risorse proprie degli enti pubblici sono detenute presso il tesoriere bancario con il vincolo di utilizzo prioritario rispetto alle disponibilità giacenti nella tesoreria statale. È stata



quindi ripristinata la tesoreria unica “pura” di cui alla legge, n. 720/84. Le somme detenute dai tesorieri bancari, con alcune eccezioni, sono affluite in tesoreria in due rate, il 29 febbraio e il 16 aprile 2012.

Per la riforma della Pubblica amministrazione è cruciale la diffusione delle tecnologie informatiche e la realizzazione di infrastrutture che favoriscano il colloquio telematico con i cittadini e le imprese, secondo i principi espressi nel Codice dell'amministrazione digitale (decreto legislativo 30 dicembre 2010, n. 235). Con l'obiettivo di rendere più incisiva la realizzazione dell'Agenda digitale italiana, con l'art. 47 del decreto legge 9 febbraio 2012, n. 5 (convertito dalla legge 4 aprile 2012, n. 35) è stata istituita una “cabina di regia” che ha il compito di coordinare e monitorare gli interventi delle amministrazioni centrali e di quelle locali. In questa cornice, è stata avviata una revisione delle modalità e degli strumenti di riscossione delle entrate che mira all'ampliamento dei canali e degli strumenti di versamento (carte di debito, di credito e prepagate) e alla definizione di regole e standard per la riconciliazione delle operazioni e la tempestiva erogazione dei servizi all'utenza. Lo sviluppo di tali progetti interessa la Banca d'Italia sia in qualità di tesoriere dello Stato, sia nell'esercizio della funzione di supervisione sui sistemi di pagamento.

Nel 2011, nell'ambito del servizio di tesoreria statale e dei servizi di cassa per gli enti pubblici, la Banca ha eseguito circa 65 milioni di pagamenti, in massima parte (circa il 98 per cento) con procedure telematiche. Con la graduale adesione alla procedura per la gestione telematica delle spese dei funzionari delegati dell'amministrazione statale – che consente la dematerializzazione degli ordinativi su ordini di accreditamento – può dirsi concluso il progetto di “tesoreria statale telematica” con il quale la Banca d'Italia ha messo a disposizione delle amministrazioni statali le procedure di pagamento necessarie a rispettare la data del 1° gennaio 2014 per la completa attuazione di un sistema digitalizzato di dialogo tra Pubblica amministrazione, cittadini e imprese.

Il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope), che rileva gli incassi e i pagamenti giornalieri di circa 13.000 Amministrazioni pubbliche, consente al MEF la costante verifica dell'andamento dei conti pubblici. La qualità della base dati e le sue caratteristiche di ampiezza e tempestività hanno consentito agli enti locali, di non trasmettere più al MEF le informazioni su base trimestrale e di introdurre una nuova reportistica tratta dalle sue evidenze. Il sito internet Siope, curato dalla Banca, è stato riprogettato e potenziato in modo da offrire modalità di consultazione rinnovate e maggiormente flessibili, semplicità nel reperire la reportistica prevista dagli adempimenti di legge e nuovi indicatori, che saranno a breve disponibili, per consentire agli enti stessi di analizzare i propri dati rispetto a opportuni benchmark.





# **IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA**



## 22. RELAZIONE SULLA GESTIONE E BILANCIO DELL'ESERCIZIO

Il bilancio della Banca d'Italia è costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa. Gli schemi ufficiali sono redatti in unità di euro, le tavole di nota integrativa in migliaia di euro.

Nel mese di febbraio i dati di situazione patrimoniale dell'Istituto sono inviati alla Banca centrale europea (BCE) perché effettui il consolidamento dei conti delle banche centrali dell'Eurosistema.

Il progetto di bilancio è trasmesso al Ministero dell'Economia e delle finanze ai sensi dell'art. 117 del RD 28 aprile 1910, n. 204 (Testo unico delle leggi sull'Istituto di emissione).

Il bilancio di esercizio è verificato da una società di revisione esterna indipendente che ne attesta la conformità alle norme contabili per le finalità di cui all'art. 27 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). La società di revisione in carica, con mandato per gli esercizi 2010-15, è la PricewaterhouseCoopers, aggiudicataria della gara di appalto indetta nel 2009 dall'Istituto.

La relazione sulla gestione fornisce informazioni sugli eventi dell'esercizio che si riflettono sul bilancio e che influenzano la gestione dell'Istituto. Gli altri strumenti che la Banca utilizza per dar conto della propria azione sono, oltre alla *Relazione annuale*, la *Relazione al Parlamento e al Governo*, il *Bollettino di Vigilanza*, i resoconti delle audizioni rese in Parlamento dai rappresentanti dell'Istituto.

## RELAZIONE SULLA GESTIONE

L'esercizio 2011 si è chiuso con un utile netto di 1.129 milioni (852 nel 2010, cfr. il paragrafo: *Sintesi delle risultanze di bilancio*). Il risultato lordo prima dell'accantonamento al fondo rischi generali e delle imposte è stato pari a 3.630 milioni (3.127 nel 2010). Le imposte di competenza dell'esercizio sono risultate pari a 1.101 milioni.

All'aumento del risultato lordo hanno contribuito, in particolare, il miglioramento del margine di interesse, dovuto principalmente alla maggiore consistenza del portafoglio dei titoli in euro e l'incremento degli utili netti da negoziazione. Ha inoltre inciso positivamente la riduzione delle spese e degli oneri diversi.

Hanno invece agito in senso negativo le maggiori svalutazioni da prezzo, principalmente in seguito all'andamento negativo dei corsi dei titoli di Stato in euro detenuti nel comparto non immobilizzato e la diminuzione delle rendite da partecipazione al capitale della BCE.

In considerazione dell'esigenza di rafforzare i presidi patrimoniali a fronte della rischiosità connessa in particolare con le funzioni istituzionali della Banca e tenendo conto degli utilizzi resisi necessari in passati esercizi, è stato effettuato un accantonamento di 1.400 milioni al fondo rischi generali. L'obiettivo del rafforzamento patrimoniale è perseguito anche dalla BCE e da altre banche centrali dell'Eurosistema.

Il fondo rischi generali, unitamente ad altri accantonamenti e alle riserve di natura patrimoniale, concorre a fronteggiare i diversi rischi cui la Banca è esposta in relazione alle specifiche funzioni svolte.

### *L'assetto istituzionale*

Per informazioni sulle funzioni della Banca e sulla governance è possibile consultare il sito internet dell'Istituto ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)), dove sono disponibili anche informazioni sull'organizzazione, l'organigramma e l'articolazione territoriale dell'Istituto.

### *Gli sviluppi organizzativi*

L'azione di riforma organizzativa è proseguita nel 2011 secondo un disegno volto ad accrescere l'efficacia delle funzioni istituzionali, la qualità dei servizi offerti e i livelli di efficienza operativa. Per quanto riguarda gli assetti organizzativi, due riforme di rilievo, volte al rafforzamento delle rispettive funzioni, hanno interessato le Aree Bilancio e controllo e Circolazione monetaria e affari generali.

Al fine di realizzare un maggiore coordinamento delle attività della Banca nell'ambito dell'Eurosistema e di rafforzare l'unitarietà interfunzionale degli indirizzi in materia di stabilità finanziaria, sono stati costituiti due Comitati interfunzionali e una struttura autonoma, denominata Segreteria tecnica per l'Eurosistema e la stabilità finanziaria.

L'Istituto ha rivisto il sistema di pianificazione, passando da una programmazione basata sulle attività e progetti a una focalizzata sugli obiettivi strategici, sui piani di azione necessari per conseguirli e sui metodi di controllo del loro raggiungimento. Nel 2011 il Direttorio ha approvato il Piano strategico per il triennio 2011-13. L'elaborazione del preesistente piano pluriennale era stata sospesa nel 2007 in relazione alla priorità del progetto di riforma organizzativa che ha interessato l'Amministrazione centrale, le Filiali e la rete estera della Banca e le cui linee portanti hanno costituito l'impianto strategico di riferimento. Il Piano si articola su tre obiettivi: comunicazione più attenta ed efficace, sia all'esterno sia all'interno, dei risultati dell'azione della Banca e del modo in cui sono gestite le risorse; innovazione dei sistemi di gestione aziendale per aumentare l'efficienza; maggior impegno in termini di responsabilità sociale anche con la riduzione dell'impatto ambientale delle attività svolte dalla Banca.

### *Le risorse umane, informatiche e logistiche*

Al 31 dicembre 2011 il numero dei dipendenti era pari a 6.990 unità, di cui 4.321 addetti all'Amministrazione centrale e 2.669 alle Filiali. I dirigenti e i funzionari rappresentavano, rispettivamente, l'8,7 e il 20,3 per cento del personale dell'Istituto; l'età media era di 48,3 anni; il personale femminile era pari al 35,3 per cento dei dipendenti, con un peso percentuale in ciascun gruppo di gradi in crescita rispetto alla fine del 2010.

La riduzione del personale rispetto a un anno prima è stata di 172 unità. I dipendenti neoassunti nell'anno sono stati 296, di cui circa un terzo con un titolo universitario. Delle 468 cessazioni, il 12 per cento si riferisce a elementi addetti alle Filiali specializzate nel trattamento del contante, che hanno aderito alle misure di accompagnamento all'uscita.

**Tavola 22.1**

<b>Composizione del personale</b>										
CARRIERE/GRUPPI DI GRADI	Consistenze al 31.12.2011					Consistenze al 31.12.2010				
	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Amministrazione centrale (1)	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Amministrazione centrale (1)
Dirigenti	475	132	<b>607</b>	130	477	495	124	<b>619</b>	135	484
Funzionari	912	507	<b>1.419</b>	386	1.033	935	498	<b>1.433</b>	381	1.052
Coadiutori	745	511	<b>1.256</b>	495	761	767	510	<b>1.277</b>	540	737
Altro personale	2.393	1.315	<b>3.708</b>	1.658	2.050	2.504	1.329	<b>3.833</b>	1.742	2.091
<b>Totale</b>	<b>4.525</b>	<b>2.465</b>	<b>6.990</b>	<b>2.669</b>	<b>4.321</b>	<b>4.701</b>	<b>2.461</b>	<b>7.162</b>	<b>2.798</b>	<b>4.364</b>

(1) Il dato include il personale addetto all'Unità di informazione finanziaria (UIF), alle Delegazioni nonché quello distaccato presso organismi esterni.

L'azione formativa ha coinvolto nell'anno circa 6.200 persone, pari all'89 per cento della compagine; la percentuale sale al 95 per cento considerando anche la formazione di base. Sono state impiegate oltre 164.000 ore di formazione, corrispondenti a circa 26 ore per partecipante (29 se si include quella di base).

I dipendenti della Banca d'Italia si attengono, nello svolgimento delle proprie funzioni, ai principi generali enunciati in un Codice etico che tiene conto della natura pubblica dell'Istituto e della rilevanza degli interessi a esso affidati.

Nel 2011 l'impegno progettuale e realizzativo in campo informatico è stato indirizzato ad ampliare la gamma degli strumenti a sostegno delle attività istituzionali. In sede europea è proseguito l'impegno per la realizzazione della nuova piattaforma per il regolamento accentrato delle transazioni in titoli TARGET2-Securities e per il rinnovo e il potenziamento della rete di comunicazione tra le banche centrali del SEBC. In ambito domestico sono stati attuati gli interventi necessari per la gestione delle disponibilità liquide del Tesoro in seguito alla nuova disciplina che ha interessato i conti intrattenuti dallo Stato presso la Banca. In materia di trattamento dell'informazione a fini statistici e di vigilanza sono stati rinnovati, tra l'altro, i sistemi per la gestione delle operazioni sospette e delle relative rilevazioni statistiche ai fini dell'antiriciclaggio; è stata inoltre avviata l'evoluzione dell'anagrafe titoli, che prevede anche la razionalizzazione dei processi di emissione e collocamento, da effettuare con la Consob e la Monte Titoli.

Nel corso del 2012 l'impegno della funzione informatica nell'ambito dell'Euro-sistema riguarderà anche l'evoluzione del database gestito dalla BCE per finalità statistiche e di stabilità finanziaria, che costituisce l'anagrafe centralizzata delle istituzioni finanziarie e monetarie, dei fondi di investimento e delle società veicolo. In ambito nazionale, nel comparto del sistema dei pagamenti al dettaglio è previsto l'avvio della partecipazione diretta dell'Istituto ai circuiti per lo scambio e il regolamento degli strumenti paneuropei (SEPA Credit Transfer e SEPA Direct Debit).

La funzione immobiliare della Banca d'Italia si prefigge l'obiettivo di garantire la piena funzionalità degli edifici istituzionali, il miglioramento dei sistemi anticrimine, la continuità operativa degli impianti tecnologici e il rispetto delle normative di sicurezza e di prevenzione incendi. Nel 2011, con l'ultimazione degli interventi sulle Filiali specializzate per il trattamento del contante, si è conclusa l'azione di supporto logistico al processo di riconfigurazione della rete territoriale. Nell'area romana sono in corso i lavori di completa riqualificazione di due complessi edilizi del centro storico e sono state di recente avviate le opere di ristrutturazione di un edificio destinato a centro convegni. Con riferimento alle iniziative adottate in seguito al sisma che ha colpito la città de L'Aquila nel 2009 è stata ripristinata, laddove possibile, l'agibilità degli alloggi e sono stati definiti gli interventi da realizzare sugli edifici che hanno subito i maggiori danni.

È stato affidato a un advisor immobiliare, selezionato attraverso una gara di appalto, il compito di promuovere e realizzare la dismissione di alcuni immobili resisi disponibili in seguito al riassetto della rete periferica dell'Istituto.

### *L'attività di spesa*

Il controllo della spesa si avvale anche dell'utilizzo di strumenti gestionali quali il preventivo degli impegni di spesa (budget), approvato dal Consiglio superiore, e la



contabilità analitica. Quest'ultima si basa su principi concordati tra le banche centrali dell'Eurosistema con l'obiettivo di rendere comparabili i costi, favorire le valutazioni di efficienza relativa e contribuire alla definizione delle tariffe per i servizi offerti.

Nell'ambito delle iniziative volte a conseguire il contenimento dei costi e a semplificare il processo di spesa è stato, tra l'altro, realizzato il progetto di accentramento su base regionale dell'attività di gestione del budget delle Filiali.

Il consuntivo degli impegni di spesa dell'esercizio 2011 è risultato inferiore alle previsioni di budget e in flessione rispetto al consuntivo 2010. Sullo scostamento rispetto alle previsioni hanno inciso, in particolare, il rinvio di alcune iniziative nel comparto immobiliare e nella produzione di banconote. Sulla flessione rispetto al consuntivo dell'esercizio precedente, registrata pur in presenza dell'aumento del peso degli oneri per la partecipazione a progetti dell'Eurosistema, hanno influito sia gli effetti del riassetto organizzativo sia l'azione gestionale delle strutture. La riduzione delle spese non ha riguardato gli investimenti.

Il conto economico evidenzia una riduzione della voce *Spese di amministrazione* di circa il 4 per cento anche in seguito alle iniziative di razionalizzazione assunte nella gestione del budget.

In linea con l'obiettivo di contenimento dei costi operativi fissato dall'Istituto, il budget per il 2012 approvato dal Consiglio superiore ha operato, rispetto a quello per il 2011, una riduzione del 5,1 per cento degli stanziamenti di budget per l'approvvigionamento di beni di consumo e servizi sui quali le Strutture hanno più ampi margini di intervento.

### ***La circolazione monetaria***

La Banca contribuisce al soddisfacimento del fabbisogno di banconote dell'Eurosistema e concorre alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto alle contraffazioni.

L'avvio della produzione di massa del primo taglio della seconda serie dell'euro ha determinato una ripresa del trend di crescita dei volumi produttivi di banconote. Le previsioni per il 2012 sul fabbisogno complessivo dell'Eurosistema sono tornate ad assestarsi su valori elevati; è cresciuta anche la quota di competenza della Banca d'Italia. Gli alti volumi di produzione troveranno conferma anche nei prossimi anni per la stampa degli altri tagli della seconda serie di banconote in euro. Al riguardo, sono proseguiti nel 2011 gli investimenti per l'adeguamento dei processi produttivi. In particolare, sono state acquistate apparecchiature necessarie all'avvio delle lavorazioni e al controllo di qualità dei nuovi elementi di sicurezza. Sono state inoltre realizzate significative iniziative volte al potenziamento delle dotazioni tecnologiche della stamperia e alla minimizzazione delle problematiche di sicurezza sul lavoro.

Nel 2011 la Banca d'Italia ha prodotto circa 1,2 miliardi di banconote. È in via di completamento l'adeguamento dell'organico della stamperia ai livelli previsti dal nuovo assetto organizzativo in modo da raggiungere la capacità produttiva annua, pari a circa 1,5 miliardi di biglietti, necessaria a soddisfare i prossimi impegni. È stato completato il piano di rinnovo degli apparati di selezione e confezionamento delle banconote presso la rete territoriale. Le Filiali dell'Istituto hanno immesso in

circolazione 2,6 miliardi di banconote, per un valore di 94,3 miliardi di euro. Il flusso di rientro ha, invece, riguardato 2,3 miliardi di banconote, pari a 86,1 miliardi di euro.

Alla fine dell'anno il valore della circolazione effettiva delle banconote era pari a 153,6 miliardi di euro (17,3 per cento della circolazione complessiva dell'Eurosistema), con un aumento del 5,6 per cento rispetto alla consistenza della fine del 2010 (145,4 miliardi); l'importo iscritto in bilancio era pari a 146 miliardi di euro e rappresentava la quota della circolazione complessiva dell'Eurosistema convenzionalmente attribuita alla Banca d'Italia (16,4 per cento).

### *Le risorse finanziarie*

L'Istituto detiene le riserve ufficiali del Paese (oro e attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro), la cui proprietà è assegnata per legge alla Banca d'Italia. La gestione delle riserve consente di effettuare il servizio del debito in valuta della Repubblica, nonché di adempiere a impegni nei confronti di organismi internazionali, quale il Fondo monetario internazionale (FMI). Inoltre, essendo le riserve nazionali parte integrante di quelle dell'Eurosistema, il loro livello complessivo e la loro corretta gestione contribuiscono alla salvaguardia della credibilità del SEBC. Le riserve valutarie sono gestite con l'obiettivo di garantire elevati livelli di liquidità e di sicurezza, avendo anche riguardo alla massimizzazione del rendimento atteso nel lungo periodo. La Banca gestisce altresì una parte delle riserve conferite alla BCE, sulla base delle linee guida definite dal Consiglio direttivo.

Nell'aggregato *Oro e attività nette in valuta*, la cui composizione è riportata nella tavola 22.2, sono comprese le riserve ufficiali e le altre attività in valuta detenute dalla Banca verso residenti nell'area dell'euro al netto delle passività in valuta.

**Tavola 22.2**

<b>Oro e attività nette in valuta (1)</b> (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2011	31.12.2010
Oro	95.924	83.197
Dollari statunitensi	18.970 (2)	18.175
Sterline inglesi	3.506	3.682
Yen giapponesi	5.380	5.571
Franchi svizzeri	275	268
Altre valute	4	4
DSP relativi alle attività nette verso l'FMI	4.421	1.853
<b>Totale</b>	<b>128.480</b>	<b>112.750</b>

(1) Sono valutati ai cambi e ai prezzi di mercato. Non sono incluse le attività finanziarie (ETF e quote di OICR) denominate in valuta estera detenute a fronte delle riserve ordinaria e straordinaria e degli accantonamenti patrimoniali, in quanto costituiscono una posizione in valuta separata. – (2) Include operazioni temporanee in dollari per 1.546 milioni, poste in essere nell'ambito di un accordo tra la BCE e la Riserva federale finalizzato all'offerta di liquidità a breve in dollari al sistema bancario.

Al 31 dicembre 2011 il controvalore in euro dell'oro e delle attività nette in valuta era pari a 128,5 miliardi (112,8 miliardi nel 2010). La crescita è da ascrivere principal-

mente all'incremento del prezzo dell'oro (15,3 per cento, per una variazione del valore delle consistenze, immutate in quantità, di 12,7 miliardi). L'aumento riflette anche l'apprezzamento delle principali valute in portafoglio rispetto all'euro e l'andamento complessivo delle consistenze, sul quale hanno agito l'incremento della quota di partecipazione dell'Italia all'FMI – in attuazione della risoluzione n. 63-2 del 28 aprile 2008 del Consiglio dei governatori del Fondo – e i prestiti erogati al Fondo nell'ambito dei New Arrangements to Borrow (NAB). Gli investimenti in valuta hanno riguardato prevalentemente titoli di Stato, titoli di agenzie governative e della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), carta commerciale, certificati di deposito e depositi presso primarie banche internazionali; si è fatto un limitato ricorso anche ai mercati internazionali dei futures.

Le attività nette in valuta – esclusi i diritti speciali di prelievo (DSP) e gli importi riferibili alle operazioni temporanee in dollari – si riducono di 1,1 miliardi rispetto alla fine dell'esercizio precedente, per effetto di vendite di dollari, sterline e yen; la composizione per valuta è rimasta sostanzialmente invariata.

La Banca detiene anche un portafoglio finanziario che comprende attività diverse da quelle riconducibili alla gestione delle riserve valutarie. Il portafoglio include tra l'altro gli investimenti detenuti a fronte di fondi e riserve patrimoniali e a garanzia del trattamento di quiescenza del personale (TQP). La gestione degli investimenti tiene conto del divieto di finanziamento monetario agli Stati membri e alle istituzioni pubbliche dell'area dell'euro; non vengono pertanto acquistati titoli della specie all'emissione; sono esclusi investimenti in azioni bancarie.

Alla fine del 2011 il valore di bilancio del portafoglio era di 125,6 miliardi (119,1 miliardi nel 2010) ed era costituito principalmente da strumenti obbligazionari, in particolare titoli di Stato italiani e di altri paesi dell'area dell'euro. La componente azionaria del portafoglio era costituita in massima parte da titoli quotati nell'area. Nel comparto azionario è proseguita la strategia di diversificazione geografica e settoriale, con un incremento della quota di azioni dell'area dell'euro diverse da quelle di emittenti italiani.

**Tavola 22.3**

<b>Composizione del portafoglio finanziario</b> (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2011	31.12.2010
Titoli di Stato	118.775	111.410
Azioni e partecipazioni	4.349	5.078
Altre obbligazioni	267	187
ETF e quote di OICR	2.256	2.474
<b>Totale</b>	<b>125.647</b>	<b>119.149</b>

La decisione di classificare i titoli nel comparto di quelli detenuti sino alla scadenza è assunta dal Consiglio superiore. L'89 per cento del portafoglio finanziario è iscritto in questo comparto e quindi è valutato al costo ammortizzato, soggetto a *impairment*. Qualora tutti gli strumenti finanziari quotati fossero valutati ai prezzi di mercato della fine dell'anno, il valore del portafoglio sarebbe pari a 121,9 miliardi. Nei primi mesi del 2012 il valore di mercato dei titoli è tornato su livelli prossimi a quelli di libro.

La Banca gestisce anche gli investimenti del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Le componenti relative agli impieghi e al patrimonio di destinazione sono iscritte nel bilancio della Banca; il Fondo costituisce un patrimonio separato sotto il profilo amministrativo e contabile. Gli investimenti sono effettuati rispettando i benchmark di riferimento. Al 31 dicembre 2011 erano iscritte nel bilancio della Banca attività/passività del Fondo per 194 milioni. La misurazione dei rendimenti delle attività e dell'esposizione al rischio avviene quotidianamente.

### Operazioni di politica monetaria

Con quattro successive decisioni nel 2011 (marzo, giugno, agosto e ottobre) il Consiglio direttivo della BCE ha deliberato di continuare l'assegnazione della liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Per le operazioni a lungo termine è stata mantenuta l'indicizzazione alla media dei tassi delle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante la vita delle operazioni stesse.

Nel mese di agosto, per far fronte alle nuove tensioni nei mercati finanziari derivanti dall'evoluzione della crisi del debito sovrano, è stato deciso di effettuare un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine di durata pari a sei mesi. All'inizio del mese di ottobre sono state disposte due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, una a 12 e l'altra a 13 mesi. Contestualmente è stato lanciato un secondo programma di acquisto di covered bond. In dicembre infine è stato deciso di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con piena aggiudicazione degli importi richiesti e durata di tre anni con opzione di rimborso dopo un anno. È stato inoltre ridotto l'obbligo di riserva dal 2 all'1 per cento e sono state ampliate le attività stanziabili a garanzia delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

Il 2011 si è chiuso con un volume totale di rifinanziamento molto elevato a seguito della forte domanda di liquidità nella prima operazione a tre anni condotta il 21 dicembre. Per effetto della maggiore offerta di liquidità a più lungo termine è aumentata la scadenza media delle operazioni di politica monetaria; il peso delle operazioni di rifinanziamento principali sul totale delle operazioni di mercato aperto è diminuito dal 43 per cento di inizio anno al 17 per cento del 31 dicembre. La seconda operazione a tre anni è stata condotta il 29 febbraio 2012.

In Italia il ricorso delle istituzioni creditizie alle operazioni di rifinanziamento, già in crescita nel 2010, si è ulteriormente ampliato. È aumentato significativamente l'importo medio delle richieste di fondi e il numero medio dei partecipanti alle aste, sia per le operazioni di rifinanziamento principali sia per quelle a più lungo termine. Nel secondo semestre 2011, oltre agli acquisti di covered bond del nuovo programma, la Banca d'Italia, in linea con gli orientamenti dell'Eurosistema, ha intensificato gli acquisti, sul mercato secondario, di titoli di Stato del Securities Markets Programme.

Tavola 22.4

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2011	31.12.2010
Titoli di Stato	33.217	8.018
Covered bond (1° programma)	9.629	10.061
Covered bond (2° programma)	210	–
<b>Totale</b>	<b>43.056</b>	<b>18.079</b>

Conformemente alle decisioni del Consiglio direttivo della BCE i titoli connessi con i citati programmi di acquisto sono stati classificati come detenuti sino alla scadenza e quindi valutati al costo ammortizzato, soggetto a *impairment*.

Le verifiche di fine esercizio effettuate su tali titoli a livello di Eurosystema non hanno evidenziato perdite da *impairment*. La decisione del Consiglio direttivo della BCE di non svalutare i titoli di Stato greci detenuti dalle banche centrali dell'Eurosystema nell'ambito del Securities Markets Programme ha tenuto conto degli effetti dell'iniziativa Private Sector Involvement (PSI) avviata nel 2011 al fine di ristrutturare su base volontaria il debito greco. In particolare, il Consiglio direttivo ha considerato che l'iniziativa coinvolgeva il solo settore privato e che, alla data di chiusura del bilancio, non sussistevano elementi tali da presupporre il mancato buon esito dell'operazione (cfr. *Eventi successivi alla chiusura del bilancio* e, nella nota integrativa, il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Operazioni di politica monetaria*).

Analogamente a quanto previsto sul portafoglio di covered bond del primo programma è stata estesa anche sul nuovo portafoglio la possibilità di effettuare attività di prestito titoli.

### *I rischi finanziari*

La Banca d'Italia gestisce in modo integrato i rischi finanziari (di mercato, di credito, di liquidità) e pone in essere forme di valutazione e controllo anche dei rischi operativi collegati alle riserve in valuta e al portafoglio finanziario.

*I rischi connessi con la gestione delle riserve valutarie e del portafoglio finanziario* derivano in primo luogo dal rischio di cambio, dal prezzo dell'oro e dalle oscillazioni dei rendimenti nei singoli mercati. La gestione dei rischi finanziari prende a riferimento il portafoglio nel suo insieme, compresa la componente che la Banca detiene sino alla scadenza. Il rischio di cambio per le attività in valuta a investimento dei fondi propri è coperto con operazioni di vendita a termine di valuta. L'esposizione ai rischi è monitorata sulla base di vari indicatori. Per la componente obbligazionaria è considerata la durata finanziaria. Inoltre, separatamente per le varie classi di attività finanziarie e per i vari segmenti, si stima la perdita massima potenziale mediante l'indicatore di Value at risk (VaR), sia di breve sia di lungo periodo. Sono anche effettuate stime di perdite in caso di andamenti di mercato particolarmente avversi, caratterizzati da bassa probabilità, ma con alto impatto patrimoniale.

Il rischio di credito è controllato e mitigato mediante una rigorosa selezione degli strumenti di investimento e un esame preventivo della solidità degli emittenti e delle controparti; sono inoltre fissati limiti di esposizione, sia di comparto sia individuali, monitorati quotidianamente.

La liquidità degli strumenti finanziari oggetto di investimento è di norma molto elevata. Nelle riserve valutarie è presente una componente costituita da depositi bancari e da carta commerciale emessa da agenzie ed enti internazionali, in progressiva contrazione nel corso degli ultimi anni, la cui liquidità è assicurata da limiti di scadenza.

Alla fine del 2011 la rischiosità complessiva (oro, riserve valutarie e portafoglio finanziario), misurata con il VaR, risultava in aumento rispetto a quella della fine del

2010 principalmente per effetto della maggiore incidenza della posizione in oro, dovuta all'incremento del prezzo, e per la crescita della volatilità che ha interessato tutte le classi di attività finanziarie per l'intensificarsi della crisi del debito sovrano. La durata finanziaria complessiva della componente obbligazionaria del portafoglio finanziario si è ridotta nel corso del 2011.

*I rischi connessi con la gestione delle operazioni di politica monetaria* sono assunti dalla Banca d'Italia in relazione alla sua partecipazione all'Eurosistema e sulla base delle decisioni prese dai competenti organi della BCE.

Ai sensi dello Statuto del SEBC tutte le operazioni di finanziamento alle controparti bancarie devono essere effettuate dall'Eurosistema a fronte di adeguate garanzie ricevute sotto forma di trasferimento di proprietà o di pegno di attività finanziarie idonee. Le misure per il controllo dei rischi decise dal Consiglio direttivo della BCE sono finalizzate a coprire le banche centrali dell'Eurosistema dal rischio di perdite finanziarie derivanti dal realizzo di tali attività in seguito all'inadempienza delle controparti.

Le banche centrali nazionali (BCN) condividono i rischi sulle operazioni di rifinanziamento e sui titoli acquistati nell'ambito del Securities Markets Programme con l'intero Eurosistema in base alla propria quota di partecipazione al capitale della BCE (chiave capitale).

Il progressivo aumento della liquidità immessa nel sistema bancario, gli interventi volti ad accrescere le attività stanziabili nelle operazioni di credito e gli acquisti di titoli per finalità di politica monetaria hanno ampliato i rischi assunti dall'Eurosistema.

### *Il controllo interno e i rischi operativi*

La struttura di controllo interno della Banca d'Italia si fonda in primo luogo sull'approccio funzionale per cui ciascuna unità organizzativa è responsabile della gestione dei propri rischi, dei controlli, dell'efficacia ed efficienza della propria azione. Le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità.

Con l'obiettivo di rafforzare il sistema dei controlli, l'indipendenza e l'obiettività della funzione di revisione interna, è operativo un Comitato consultivo in materia di revisione interna. Il Comitato si compone di tre Consiglieri superiori, individuati, tra quelli in carica, dal Consiglio stesso, che ne designa anche il Presidente. Il mandato dei componenti ha durata triennale, rinnovabile per una volta. Il Comitato ha funzioni di consulenza e supporto al Consiglio superiore e al Governatore in materia di supervisione del sistema dei controlli interni; fornisce inoltre pareri sulla politica di audit e sul relativo piano annuale degli interventi.

Al Collegio sindacale spetta il controllo sull'amministrazione della Banca per l'osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale e il controllo contabile.

La tematica del rischio operativo è da tempo all'attenzione delle banche centrali. In linea con l'impostazione adottata a livello di Eurosistema, è stato istituito un Comitato che supporta il Direttorio nell'elaborazione delle linee strategiche di indirizzo e nella verifica dello stato di attuazione delle stesse. Una nuova unità organizzativa svolge

i compiti di Segreteria tecnica del Comitato e di assistenza e coordinamento nei confronti di tutte le altre strutture della Banca.

Per le questioni di carattere legale, la Banca d'Italia si avvale di propri avvocati iscritti nell'elenco speciale annesso all'albo professionale. Il rischio fiscale è presidiato da un'apposita struttura.

### *Informazioni attinenti all'ambiente e alla sicurezza sul lavoro*

La riduzione dell'impatto delle attività aziendali sull'ambiente costituisce uno degli obiettivi del Piano strategico 2011-13, nell'ambito di un quadro più generale di impegno sotto il profilo della responsabilità sociale.

Nel 2011 sono state realizzate diverse iniziative, tra le quali un ulteriore incremento della quota di energia acquistata proveniente da fonti rinnovabili, l'avvio delle procedure di gara per l'installazione di un impianto fotovoltaico, un progetto per l'ottimizzazione dei data center al fine di ridurre i consumi energetici e l'acquisto di quote significative di carta riciclata. Dall'analisi degli indicatori ambientali, rappresentati in forma sintetica nel *Report ambientale 2011* disponibile sul sito internet, emerge una complessiva riduzione dell'impatto ambientale della Banca, soprattutto grazie al decremento, in termini assoluti, dei consumi di energia elettrica, di acqua e di carta.

Nel corso del 2012 saranno realizzate ulteriori azioni a tutela dell'ambiente, in particolare nel campo della mobilità sostenibile. Sono anche in fase di definizione interventi per la graduale diffusione di soluzioni architettoniche e tecnologiche eco-compatibili, in grado di ridurre progressivamente il consumo di energia e promuovere l'utilizzo di fonti energetiche alternative.

Nell'ambito del sistema aziendale di sicurezza sul lavoro nel 2011 è stato realizzato presso la stamperia dell'Istituto uno specifico Sistema di gestione della sicurezza sul lavoro che ha ottenuto la certificazione ai sensi della normativa internazionale in materia.

### *Sintesi delle risultanze di bilancio*

Lo schema riclassificato riportato nella tavola 22.5 fornisce indicazioni sui principali fattori che hanno determinato i risultati dell'anno.

Il risultato lordo del 2011, prima delle imposte e della variazione del fondo rischi generali, è stato pari a 3.630 milioni (3.127 nel 2010). Il risultato non comprende il rendimento (316 milioni) degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria che, pur partecipando alla formazione della base imponibile Ires, non concorre, come previsto dallo Statuto della Banca, alla formazione dell'utile in quanto destinato a incremento diretto delle riserve stesse.

La redditività ordinaria rappresentata da interessi e dividendi è passata da 4.205 a 4.749 milioni, per l'aumento del margine di interesse (+656 milioni), riconducibile principalmente alla maggiore consistenza media dei titoli in euro, in parte compensato da una riduzione dei dividendi (-112 milioni) dovuta alla diminuzione di quelli riconosciuti dalla BCE.



Sintesi delle risultanze di bilancio - Schema riclassificato (1)				
(milioni di euro)				
VOCI	Aggregati patrimoniali	Conto economico		
		Interessi e dividendi	Risultati realizzati e svalutazioni	Altre componenti reddituali
<b>ESERCIZIO 2011</b>				
Oro	95.924			
Posizione in valuta estera	32.556	288	468	756
Portafoglio attività finanziarie	129.433	4.565	-611	3.954
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	209.995	929		929
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	43.056	1.180	1	1.181
Banconote in circolazione	-146.010			
Depositi per riserva obbligatoria	-19.762	-319		-319
Depositi della Pubblica amministrazione	-23.529	-910		-910
Posizione netta intra Eurosystema	-191.254	-461		-461
Conti di rivalutazione	-83.004			
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	-39.968			
Altre rendite nette		-31		458
Costi operativi e altre spese				-1.863
Adeguamento del fondo connesso con le operazioni di politica monetaria				226
Proventi e oneri straordinari				-5
Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)		-492	176	-316
<b>Formazione del RISULTATO LORDO</b>		<b>4.749</b>	<b>34</b>	<b>-1.153</b>
Accantonamento al fondo rischi generali				-1.400
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive				-1.101
<b>Formazione dell'UTILE NETTO</b>		<b>4.749</b>	<b>34</b>	<b>-3.654</b>
<b>ESERCIZIO 2010</b>				
Oro	83.197			
Posizione in valuta estera	29.553	372	236	608
Portafoglio attività finanziarie	123.031	4.088	-80	4.008
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	47.635	303		303
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	18.079	525		525
Posizione netta intra Eurosystema	3.805	358		358
Banconote in circolazione	-138.324			
Depositi per riserva obbligatoria	-20.226	-265		-265
Depositi della Pubblica amministrazione	-42.488	-692		-692
Conti di rivalutazione	-70.206			
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	-38.063			
Altre rendite nette		-4		376
Costi operativi e altre spese				-1.921
Adeguamento del fondo connesso con le operazioni di politica monetaria				324
Proventi e oneri straordinari				-34
Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)		-480	17	-463
<b>Formazione del RISULTATO LORDO</b>		<b>4.205</b>	<b>173</b>	<b>-1.251</b>
Accantonamento al fondo rischi generali				-1.350
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive				-925
<b>Formazione dell'UTILE NETTO</b>		<b>4.205</b>	<b>173</b>	<b>-3.526</b>

(1) I dati di bilancio sono di fine periodo. Lo schema è riclassificato come segue: la *Posizione in valuta estera* include i titoli e le altre attività in valuta (voci 2, 3 dell'attivo), al netto delle passività (6, 7, 8 del passivo). Il *Portafoglio attività finanziarie* include titoli obbligazionari, azioni e partecipazioni e altre attività in euro e in valuta, allocati nelle voci 4, 6, 7.2, 8 e 11.2 dell'attivo; comprende inoltre la partecipazione al capitale della BCE (voce 9.1 dell'attivo). La *Posizione netta intra Eurosystema* include i crediti e debiti netti verso l'Eurosystema (voci 9.2, 9.4 dell'attivo, 9.3 del passivo) esposti al netto del debito relativo alla correzione della circolazione (voce 9.2 del passivo). Con riferimento agli aggregati patrimoniali che includono azioni e partecipazioni, la colonna *Interessi e dividendi* accoglie anche i proventi relativi agli ETF e quote di OICR. Il risultato da tariffe e commissioni, la redistribuzione del reddito monetario e gli altri utilizzi dei fondi vengono inclusi nelle *Altre rendite nette*.

Il risultato derivante dalla negoziazione e dal processo di valutazione delle posizioni finanziarie, in euro e in valuta, è stato positivo ma inferiore a quello del 2010 (34 milioni rispetto ai 173 del 2010). Sul dato dell'anno hanno inciso le maggiori svalutazioni da prezzo (+257 milioni), ascrivibili al comparto dei titoli in euro, il cui effetto è stato solo in parte compensato dall'aumento degli utili da negoziazione (+118 milioni) derivanti in massima parte da vendite di attività in yen e dollari.

Le rendite nette relative alle altre componenti sono aumentate di 82 milioni essenzialmente per il maggior risultato della redistribuzione del reddito monetario; i costi operativi e le altre spese sono risultati in diminuzione (-58 milioni) anche per effetto delle iniziative volte al miglioramento dell'efficienza aziendale e delle altre misure di contenimento dei costi adottate dalla Banca.

Analogamente allo scorso esercizio, anche nel 2011 il conto economico ha beneficiato per 226 milioni (324 nel 2010) del contributo positivo derivante dal ridimensionamento del fondo per rischi di controparte sulle operazioni di politica monetaria costituito nel 2008 a livello di Eurosystema.

A valere sul risultato lordo, è stato deliberato dal Consiglio superiore un accantonamento di 1.400 milioni al fondo rischi generali, in considerazione dell'esigenza di proseguire nel rafforzamento dei presidi patrimoniali a fronte della rischiosità connessa con la complessiva attività dell'Istituto e tenendo conto degli utilizzi resisi necessari in passati esercizi.

Le imposte di competenza dell'esercizio sono state pari a 1.101 milioni (925 nel 2010). Conseguentemente l'utile netto del 2011 è risultato pari a 1.129 milioni (852 milioni nel precedente esercizio).

Con riferimento allo stato patrimoniale il totale alla fine del 2011 è risultato pari a 538.978 milioni, superiore di 206.018 milioni a quello della fine del 2010. Dal lato dell'attivo hanno concorso all'aumento la sostenuta crescita delle operazioni di rifinanziamento a istituzioni creditizie e i maggiori investimenti in titoli in euro; aumentano, inoltre, il valore dell'oro e le attività in valuta estera. Dal lato del passivo si registrano aumenti nella posizione a debito intra Eurosystema connessa essenzialmente con la partecipazione della Banca al sistema TARGET2, nei conti di rivalutazione, nei depositi delle istituzioni creditizie e nella circolazione; in diminuzione risultano, invece, i depositi della Pubblica amministrazione (cfr. anche il paragrafo nella nota integrativa *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti*).

### ***Eventi successivi alla chiusura del bilancio***

Nel mese di febbraio 2012 le banche centrali dell'area dell'euro hanno condotto un'operazione di scambio dei titoli dello Stato greco detenuti in portafoglio con nuovi titoli dello stesso emittente aventi caratteristiche identiche in termini di valore nominale, tassi di interesse e scadenze. Tali titoli sono stati esclusi dalla lista di quelli ammessi al processo di ristrutturazione su base volontaria del debito greco fondato sulla iniziativa denominata Private Sector Involvement.

Il Consiglio superiore ha approvato, nel mese di aprile, la cessione della partecipazione di controllo detenuta dalla Banca d'Italia nella società Bonifiche Ferraresi spa, rappresentata da n. 3.508.533 azioni ordinarie, pari al 62,4 per cento del capitale.

Il 30 aprile 2012 i tassi di cambio del dollaro e dello yen nei confronti dell'euro sono risultati pari, rispettivamente, a 1,3214 e a 105,85 evidenziando un deprezzamento rispetto ai valori della fine del 2011 (rispettivamente pari a 1,2939 e a 100,20). Si sono invece apprezzati la sterlina inglese e il franco svizzero, pari a 0,81295 il primo e a 1,2018 il secondo (0,83530 e 1,2156 alla fine del 2011).

**STATO PATRIMONIALE  
E CONTO ECONOMICO  
al 31 dicembre 2011**

## STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	NOTE *	Importi in unità di euro	
		31.12.2011	31.12.2010
<b>1 ORO E CREDITI IN ORO</b>	[1]	<b>95.923.923.533</b>	<b>83.197.329.389</b>
<b>2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>38.015.748.971</b>	<b>35.723.586.322</b>
2.1 crediti verso l'FMI		12.225.011.074	9.463.179.182
2.2 titoli		24.396.793.962	23.617.185.615
2.3 conti correnti e depositi		1.336.205.803	2.116.606.678
2.4 operazioni temporanee		52.771.870	523.390.279
2.5 altre attività		4.966.262	3.224.568
<b>3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>2.895.755.394</b>	<b>2.064.934.258</b>
3.1 controparti finanziarie		2.895.755.394	2.064.934.258
3.1.1 titoli		301.919.310	352.685.511
3.1.2 operazioni temporanee		1.545.714.506	-
3.1.3 altre attività		1.048.121.578	1.712.248.747
3.2 pubbliche amministrazioni		-	-
3.3 altre controparti		-	-
<b>4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>		<b>99.097.593</b>	<b>6.141.997</b>
4.1 crediti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		-	-
4.2 titoli	[4]	99.097.593	-
4.3 altri crediti		-	6.141.997
<b>5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA</b>	[2]	<b>209.994.950.000</b>	<b>47.635.200.000</b>
5.1 operazioni di rifinanziamento principali		49.389.100.000	16.557.600.000
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine		160.605.850.000	31.012.600.000
5.3 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>		-	65.000.000
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale		-	-
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale		-	-
5.6 crediti connessi a richieste di margini		-	-
<b>6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO</b>	[3]	<b>2.655.438.648</b>	<b>2.953.924.041</b>
<b>7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>		<b>114.272.718.591</b>	<b>84.404.194.819</b>
7.1 titoli detenuti per finalità di politica monetaria	[2]	43.055.674.706	18.078.655.667
7.2 altri titoli	[4]	71.217.043.885	66.325.539.152
<b>8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE</b>	[4]	<b>17.457.614.575</b>	<b>17.642.087.699</b>
<b>9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO</b>	[5]	<b>8.351.851.919</b>	<b>11.842.591.654</b>
9.1 partecipazione al capitale della BCE		1.152.995.038	944.718.371
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE		7.198.856.881	7.198.856.881
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		-	-
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		-	3.699.016.402
<b>10 PARTITE DA REGOLARE</b>		<b>14.452.944</b>	<b>6.039.592</b>
<b>11 ALTRE ATTIVITÀ</b>	[6]	<b>49.296.538.753</b>	<b>47.484.540.738</b>
11.1 cassa		30.610.909	20.565.077
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	[4]	36.873.320.329	35.214.630.881
11.3 immobilizzazioni immateriali		57.055.475	32.700.990
11.4 immobilizzazioni materiali		3.204.239.948	3.328.644.020
11.5 ratei e risconti		3.120.295.019	2.461.808.974
11.6 imposte differite attive		5.085.032.261	5.574.078.516
11.7 diverse		925.984.812	852.112.280
<b>TOTALE</b>		<b>538.978.090.921</b>	<b>332.960.570.509</b>

\* Riferimenti ai commenti della voce inclusi nella nota integrativa.

**IL RAGIONIERE GENERALE:** CLAUDIO CLEMENTE

**IL GOVERNATORE:** IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 28 marzo 2012

**IL COLLEGIO SINDACALE:** GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

## STATO PATRIMONIALE

PASSIVO	NOTE *	Importi in unità di euro	
		31.12.2011	31.12.2010
<b>1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE</b>	[7]	<b>146.010.466.680</b>	<b>138.324.110.460</b>
<b>2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA</b>	[2]	<b>33.878.095.838</b>	<b>22.740.415.968</b>
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)		19.762.153.802	20.225.850.292
2.2 depositi <i>overnight</i>		12.335.942.036	2.514.565.676
2.3 depositi a tempo determinato		1.780.000.000	-
2.4 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>		-	-
2.5 depositi relativi a richieste di margini		-	-
<b>3 ALTRE PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO</b>		-	-
<b>4 PASSIVITÀ VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[8]	<b>23.738.508.908</b>	<b>42.517.726.431</b>
4.1 Pubblica amministrazione		23.528.524.611	42.488.335.099
4.1.1 <i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>		6.291.702.387	42.331.626.712
4.1.2 <i>fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato</i>		115.016.111	9.037.705
4.1.3 <i>altre passività</i>		17.121.806.113	147.670.682
4.2 altre controparti		209.984.297	29.391.332
<b>5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[9]	<b>2.691.653.114</b>	<b>2.948.762.188</b>
5.1 debiti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		-	93.350
5.2 altre passività		2.691.653.114	2.948.668.838
<b>6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>549.064.356</b>	<b>623.221.654</b>
6.1 controparti finanziarie		-	-
6.2 pubbliche amministrazioni		549.064.356	623.221.654
6.3 altre controparti		-	-
<b>7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>2.346.074</b>	<b>2.275.816</b>
7.1 depositi e conti correnti		2.121.756	2.053.973
7.2 altre passività		224.318	221.843
<b>8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI</b>	[1]	<b>7.803.871.173</b>	<b>7.609.875.892</b>
<b>9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO</b>	[5]	<b>198.452.577.941</b>	<b>7.092.746.655</b>
9.1 passività a fronte dell'emissione di certificati di debito della BCE		-	-
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		7.553.481.615	7.092.746.655
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)		190.899.096.326	-
<b>10 PARTITE DA REGOLARE</b>		<b>41.172.091</b>	<b>31.089.617</b>
<b>11 ALTRE PASSIVITÀ</b>	[10]	<b>1.709.130.745</b>	<b>1.949.098.444</b>
11.1 vaglia cambiari		239.122.557	248.354.656
11.2 ratei e risconti		25.846.813	55.282.536
11.3 diverse		1.444.161.375	1.645.461.252
<b>12 ACCANTONAMENTI</b>	[11]	<b>7.677.679.674</b>	<b>7.767.701.469</b>
12.1 fondi rischi specifici		1.116.809.999	1.190.689.395
12.2 accantonamenti diversi per il personale		6.560.869.675	6.577.012.074
<b>13 CONTI DI RIVALUTAZIONE</b>	[12]	<b>83.004.095.501</b>	<b>70.206.178.954</b>
<b>14 FONDO RISCHI GENERALI</b>	[11]	<b>10.545.675.075</b>	<b>9.145.675.075</b>
<b>15 CAPITALE E RISERVE</b>	[13]	<b>21.744.578.174</b>	<b>21.149.384.999</b>
15.1 capitale sociale		156.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria		14.004.911.253	13.409.718.078
15.3 altre riserve		7.739.510.921	7.739.510.921
<b>16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE</b>		<b>1.129.175.577</b>	<b>852.306.887</b>
<b>TOTALE</b>		<b>538.978.090.921</b>	<b>332.960.570.509</b>

I CONTI D'ORDINE al 31 dicembre 2011 ammontano a **549.204.890.252** euro.

IL RAGIONIERE GENERALE: CLAUDIO CLEMENTE

IL GOVERNATORE: IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 28 marzo 2012

IL COLLEGIO SINDACALE: GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

## CONTO ECONOMICO

VOCI	NOTE *	Importi in unità di euro	
		2011	2010
1.1 Interessi attivi		5.670.887.600	4.246.495.233
1.2 Interessi passivi		-1.905.144.704	-1.046.659.055
<b>1 Interessi attivi netti</b>	[14]	<b>3.765.742.896</b>	<b>3.199.836.178</b>
2.1 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie		492.609.599	337.418.565
2.2 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie		-383.086.734	-196.855.279
2.3 Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito		-1.400.000.000	-1.350.000.000
<b>2 Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi</b>	[15]	<b>-1.290.477.135</b>	<b>-1.209.436.714</b>
3.1 Tariffe e commissioni attive		25.546.913	26.718.544
3.2 Tariffe e commissioni passive		-9.610.318	-8.276.351
<b>3 Risultato netto da tariffe e commissioni</b>	[16]	<b>15.936.595</b>	<b>18.442.193</b>
<b>4 Rendite da partecipazioni</b>	[17]	<b>147.034.395</b>	<b>262.501.505</b>
<b>5 Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario</b>	[18]	<b>589.957.577</b>	<b>613.140.317</b>
6.1 Interessi		1.066.284.482	951.699.657
6.2 Dividendi da azioni e partecipazioni		234.402.039	246.933.580
6.3 Utili, perdite e svalutazioni		-251.616.205	14.512.795
6.4 Altre componenti		27.949.087	24.460.021
<b>6 Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi</b>	[19]	<b>1.077.019.403</b>	<b>1.237.606.053</b>
<b>7 Altri utilizzi dei fondi</b>		<b>1.227</b>	<b>2.582</b>
<b>8 Altre rendite</b>	[20]	<b>109.315.525</b>	<b>72.581.736</b>
<b>TOTALE RENDITE NETTE</b>		<b>4.414.530.483</b>	<b>4.194.673.850</b>
<b>9 Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (1)</b>	[21]	<b>-315.965.421</b>	<b>-462.532.996</b>
10.1 Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio		-690.603.941	-693.266.035
10.2 Altre spese relative al personale		-63.291.411	-72.077.087
10.3 Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP		-83.995.951	-107.505.424
10.4 Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte		-387.153.927	-394.021.849
10.5 Compensi per organi collegiali centrali e periferici		-3.184.453	-3.666.907
10.6 Spese di amministrazione		-420.139.453	-437.530.099
10.7 Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali		-186.672.525	-185.656.165
10.8 Costi per servizi di produzione di banconote		-	-3.961.291
10.9 Altre spese		-27.471.120	-23.294.391
<b>10 Spese e oneri diversi</b>	[22]	<b>-1.862.512.781</b>	<b>-1.920.979.248</b>
<b>11 Altri accantonamenti ai fondi</b>		-	-
12.1 Proventi straordinari		26.675.437	21.556.011
12.2 Oneri straordinari		-32.313.081	-55.755.331
<b>12 Proventi e oneri straordinari</b>	[23]	<b>-5.637.644</b>	<b>-34.199.320</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>		<b>2.230.414.637</b>	<b>1.776.962.286</b>
<b>13 Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive</b>	[24]	<b>-1.101.239.060</b>	<b>-924.655.399</b>
<b>UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO</b>		<b>1.129.175.577</b>	<b>852.306.887</b>

(1) Effettuata a norma dell'art. 40 dello Statuto.

**IL RAGIONIERE GENERALE:** CLAUDIO CLEMENTE

**IL GOVERNATORE:** IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 28 marzo 2012

**IL COLLEGIO SINDACALE:** GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO



## NOTA INTEGRATIVA

### *Principi, criteri e schemi di bilancio*

*Principi di redazione del bilancio.* – Nella redazione del bilancio la Banca d'Italia è tenuta all'osservanza di norme speciali e, per quanto da queste non disciplinato, di quelle civilistiche, avendo presenti, quando del caso, i principi contabili di generale applicazione.

Le norme a cui si fa prioritario riferimento sono rappresentate:

- dal 1° comma dell'articolo 8 del decreto legislativo 10 marzo 1998, n. 43 (Adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del trattato istitutivo della Comunità europea in materia di politica monetaria e di Sistema europeo delle banche centrali). Esso stabilisce che «nella redazione del proprio bilancio la Banca d'Italia può uniformare, anche in deroga alle norme vigenti, i criteri di rilevazione e di redazione alle disposizioni adottate dalla BCE ai sensi dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC e alle raccomandazioni dalla stessa formulate in materia. I bilanci compilati in conformità del presente comma, con particolare riguardo ai criteri di redazione adottati, assumono rilevanza anche agli effetti tributari». Tale rilevanza è stata recepita nell'art. 114 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo unico delle imposte sui redditi), come modificato dal decreto legislativo 18 novembre 2005, n. 247.

Le norme emanate dalla BCE sono riportate nell'atto di indirizzo 11 novembre 2010, n. 20 (in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 35 del 9.2.2011) e successive modificazioni contenente disposizioni con prevalente riferimento alle poste di bilancio inerenti all'attività istituzionale del SEBC e raccomandazioni non vincolanti per le altre poste di bilancio.

Avvalendosi delle facoltà riconosciute dall'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, la Banca applica a tutti gli effetti le norme contabili obbligatorie e le raccomandazioni emanate dalla BCE, incluse quelle riguardanti gli schemi di conto economico in forma scalare e di stato patrimoniale. Quest'ultimo è analogo al modello della situazione mensile dei conti approvato, ai sensi del 2° comma dell'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, dal Ministro dell'Economia e delle finanze;

- dallo Statuto della Banca (approvato con decreto del Presidente della Repubblica 12 dicembre 2006), che stabilisce particolari criteri di ripartizione dell'utile netto, di formazione di riserve straordinarie e fondi speciali, di destinazione del rendimento degli investimenti delle riserve.

Ai fini della redazione del bilancio, il complesso delle norme sopra richiamate è integrato dalle seguenti disposizioni:

- decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127 (Attuazione delle direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati ai sensi dell'art. 1, 1° comma, della legge 26 marzo 1990, n. 69) e successive modificazioni e integrazioni;
- decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87 (Attuazione della direttiva n. 86/635/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e della direttiva n. 89/117/CEE, relativa agli obblighi in materia di pubblicità dei documenti contabili delle succursali, stabilite in uno Stato membro, di enti creditizi e istituti finanziari con sede sociale fuori di tale Stato membro) e successive modificazioni e integrazioni;
- articolo 65 (operazioni sui titoli di Stato) della legge 27 dicembre 2002, n. 289, come modificato dal decreto legge 30 settembre 2005, n. 203, convertito dalla legge 2 dicembre 2005, n. 248.

*Criteri contabili e di valutazione.* – I criteri contabili e di valutazione delle poste di bilancio per l'esercizio 2011 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con il Collegio sindacale.

#### ORO, ATTIVITÀ/PASSIVITÀ IN VALUTA, TITOLI E PARTECIPAZIONI

*L'oro, le attività e passività in valuta e i titoli utilizzabili in operazioni di politica monetaria sono stati valutati, all'inizio della terza fase della UEM (1° gennaio 1999), ai prezzi e ai cambi di mercato a quella data, con registrazione delle relative plusvalenze in specifici conti di rivalutazione. Tali plusvalenze vengono trasferite al conto economico, secondo criteri di proporzionalità, in caso di cessioni, di rimborsi ovvero di svalutazioni.*

*Per l'oro, le plusvalenze ancora esistenti al 30 dicembre 2002 sono state utilizzate in relazione all'operazione di concambio ex articolo 65, 3° comma, della legge 289 del 2002; il costo, valido anche a fini fiscali, è pari al valore iscritto in bilancio al netto del relativo conto di rivalutazione.*

#### *Oro e attività/passività in valuta*

- le consistenze, incluse quelle rappresentate da titoli in valuta, sono valorizzate applicando, per ciascuna valuta e per l'oro, il criterio del "costo medio netto giornaliero", determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE che a fine anno richiedono di tener conto anche degli acquisti di valuta contrattati nell'esercizio ma regolati in quello successivo;
- l'oro e le attività/passività in valuta (diverse dalla partecipazione all'FMI per la quota in valuta nazionale e dai prestiti concessi al Fondo nell'ambito dei New Arrangements to Borrow) sono valutate al prezzo del metallo e ai tassi di cambio di fine esercizio comunicati dalla BCE. Le plusvalenze non realizzate sono imputate al corrispondente conto di rivalutazione, mentre le minusvalenze vengono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico;
- la partecipazione all'FMI per la quota in valuta nazionale e i prestiti concessi dall'Istituto al Fondo nell'ambito dei New Arrangements to Borrow sono adeguati al cambio dei DSP di fine esercizio pubblicato dal Fondo.

#### *Titoli e partecipazioni*

- le consistenze sono valorizzate, per ciascuna tipologia, in base al criterio del "costo medio giornaliero", determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE. Per i titoli obbligazionari si tiene conto della quota del premium/discount che, per quelli in valuta, viene rilevata giornalmente;
- la valutazione di fine esercizio viene effettuata:
  1. nel caso di titoli detenuti sino alla scadenza, al costo ammortizzato soggetto a impairment (verifica di riduzione durevole di valore riferibile alla posizione dell'emittente);

2. nel caso di titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza:
  - a) per i titoli azionari, gli exchange-traded funds (ETF) e le obbligazioni negoziabili, al valore di mercato disponibile alla fine dell'esercizio; per le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), al valore di fine esercizio pubblicato dalla società di gestione. Le plusvalenze non realizzate vengono appostate nei conti di rivalutazione; le minusvalenze vengono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni sui medesimi titoli e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico. Gli ETF e le quote di OICR in valuta iscritti nella voce patrimoniale attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi non concorrono alla formazione della posizione netta complessiva in valuta, ma costituiscono una posizione separata;
  - b) per i titoli obbligazionari non negoziabili, al costo ammortizzato soggetto a impairment;
  - c) per i titoli azionari non negoziabili e per le quote di partecipazione non rappresentate da azioni, al costo soggetto a impairment;
3. nel caso di partecipazioni in società controllate e collegate che costituiscono investimenti permanenti al costo soggetto a impairment. La partecipazione al capitale della BCE è valutata al costo. I dividendi e gli utili sono rilevati per cassa. Non si procede al consolidamento con i bilanci degli enti partecipati, in quanto la Banca d'Italia non rientra tra gli enti previsti dall'art. 25 del D.lgs. 127 del 1991.

#### IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

##### Immobili

- sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative, maggiorato delle rivalutazioni effettuate a norma di legge. Le quote di ammortamento relative ai fabbricati strumentali per uso istituzionale e a quelli "oggettivamente strumentali" – in quanto non suscettibili di diversa utilizzazione senza radicali trasformazioni – compresi tra gli investimenti a garanzia del TQP, sono calcolate su base lineare con il coefficiente stabilito dalla BCE, pari al 4 per cento annuo. I terreni non sono ammortizzati.

##### Mobili e impianti

- sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative. Le quote di ammortamento vengono calcolate su base lineare e secondo le aliquote prefissate dalla BCE (mobili, impianti e apparecchiature: 10 per cento; computer comprensivi di hardware e software di base, nonché veicoli a motore: 25 per cento).

Sia per gli immobili sia per i mobili e gli impianti l'ammortamento ha inizio nel trimestre successivo a quello dell'acquisto del bene.

#### IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Le procedure, studi e progettazioni in corso e gli acconti sulle stesse sono iscritti al costo di acquisto o al costo di produzione direttamente imputabile. Le procedure, studi e progettazioni completati sono ammortizzati in base a coefficienti ritenuti congrui con la residua possibilità di utilizzo.

Il software in licenza d'uso è iscritto al costo di acquisto e ammortizzato con quote costanti in base al periodo di utilizzo contrattualmente stabilito ovvero, per le licenze d'uso concesse a tempo indeterminato o per periodi eccezionalmente lunghi, alla presumibile durata di utilizzo del software.

I costi per la realizzazione e l'ampliamento di reti di comunicazione nonché per contributi *tantum* previsti da contratti aventi durata pluriennale sono ammortizzati con quote costanti in base alla prevedibile durata delle reti, per i primi due, e alla durata dei contratti, per gli ultimi.

I costi per l'esecuzione di lavori di tipo incrementativo sugli immobili di terzi locati alla Banca sono ammortizzati con quote costanti in base alla residua durata del contratto di locazione.

Le spese di ammontare inferiore a 10.000 euro non vengono capitalizzate con l'eccezione di quelle sostenute per il software in licenza d'uso.

#### RATEI E RISCOINTI

I ratei attivi e passivi accolgono quote di ricavi o di costi di competenza dell'esercizio che avranno manifestazione finanziaria successivamente. I risconti attivi e passivi rappresentano quote di costi o di ricavi di competenza di futuri esercizi che hanno già avuto manifestazione finanziaria. I ratei di interesse riferiti alle attività e passività finanziarie in valuta sono calcolati e rilevati giornalmente con effetto sulla posizione netta in valuta.

## BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

*La BCE e le BCN dell'area dell'euro, che insieme compongono l'Eurosistema, emettono le banconote in euro (decisione BCE 13 dicembre 2010, n. 29 sulla emissione delle banconote in euro, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 35 del 9.2.2011).*

*Con riferimento all'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, l'ammontare complessivo delle banconote in euro in circolazione viene redistribuito nell'Eurosistema sulla base dei criteri di seguito indicati.*

*Alla BCE viene attribuita una quota pari all'8 per cento dell'ammontare totale delle banconote in circolazione, mentre il restante 92 per cento viene attribuito a ciascuna BCN in misura proporzionale alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE (quota capitale). La quota di banconote attribuita a ciascuna BCN è rappresentata nella voce di stato patrimoniale banconote in circolazione. Sulla base della quota di allocazione, la differenza tra l'ammontare delle banconote attribuito a ciascuna BCN e quello delle banconote effettivamente messe in circolazione dalla BCN considerata dà origine a saldi intra Eurosistema remunerati. Dall'anno del cash changeover di ogni Stato membro che ha adottato l'euro e per i successivi cinque anni, i saldi intra Eurosistema derivanti dalla allocazione delle banconote sono rettificati al fine di evitare un impatto eccessivo sulle situazioni reddituali delle BCN rispetto agli anni precedenti. Le correzioni sono apportate sulla base della differenza tra l'ammontare medio della circolazione di ciascuna BCN nel periodo di riferimento stabilito dalla normativa e l'ammontare medio della circolazione che sarebbe risultato nello stesso periodo, applicando il meccanismo di allocazione basato sulle quote capitale. Gli aggiustamenti sono ridotti anno per anno per cinque esercizi a partire dal cash changeover, dopodiché il reddito relativo alle banconote viene integralmente redistribuito in proporzione alla quota capitale (decisione della BCE 25 novembre 2010, n. 23, sulla distribuzione del reddito monetario delle BCN degli Stati membri partecipanti all'area dell'euro, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 35 del 9.2.2011). Gli aggiustamenti in essere nell'anno 2011 derivano dall'ingresso nell'Eurosistema delle banche centrali di Slovenia (2007), Malta e Cipro (2008), Slovacchia (2009), Estonia (2011) e termineranno, rispettivamente, alla fine del 2012, 2013, 2014 e 2016.*

*Gli interessi attivi e passivi maturati sui saldi intra Eurosistema sono regolati attraverso i conti con la BCE e inclusi nella voce di conto economico interessi attivi netti.*

*Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito che il reddito della BCE derivante dal signoraggio sulla quota dell'8 per cento delle banconote a essa attribuite e dai titoli detenuti nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP) venga riconosciuto alle BCN per intero con riferimento all'esercizio in cui è maturato e distribuito nel mese di gennaio dell'anno successivo sotto forma di distribuzione provvisoria di utili (decisione della BCE 25 novembre 2010, n. 24, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 6 dell'11.1.2011). La distribuzione provvisoria di utili della BCE è rilevata per competenza nell'esercizio cui il reddito si riferisce, in deroga al criterio di cassa previsto in generale per i dividendi e gli utili da partecipazione. Il Consiglio direttivo della BCE può decidere di ridurre l'ammontare del reddito da signoraggio da distribuire a fronte delle spese sostenute per l'emissione e la detenzione di banconote; inoltre il Consiglio può decidere di trattenere, per intero o in parte, il reddito derivante dai titoli detenuti nell'ambito dell'SMP e, se necessario, il reddito da signoraggio per evitare che l'ammontare distribuito alle BCN sia superiore al profitto netto della BCE dell'anno considerato. Il Consiglio direttivo della BCE può altresì decidere di accantonare, per intero o in parte, il reddito derivante dai titoli detenuti nell'ambito dell'SMP e, se necessario, il reddito da signoraggio a un fondo destinato a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro.*

## ATTIVITÀ E PASSIVITÀ NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA

*Per ogni BCN il saldo complessivo netto intra Eurosistema riveniente dall'allocazione delle banconote in euro è evidenziato tra le attività o le passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote all'interno dell'Eurosistema.*

## FONDI RISCHI

*Nella determinazione dei fondi rischi si tiene conto della rischiosità insita nei diversi comparti operativi secondo una complessiva valutazione di congruità.*

*In particolare, la stima della rischiosità relativa alla gestione valutaria e al portafoglio titoli è effettuata con la metodologia VaR, avendo anche presente l'entità dei conti di rivalutazione.*

*Il fondo rischi generali della Banca fronteggia anche i rischi, non singolarmente determinabili né oggettivamente ripartibili, che riguardano la complessiva attività dell'Istituto.*

*L'alimentazione e l'utilizzo dei fondi sono deliberati dal Consiglio superiore.*

#### **FONDO IMPOSTE**

*Il fondo imposte accoglie l'ammontare delle imposte da liquidare (anche differite), determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri da sostenere in applicazione della vigente normativa fiscale e di quelli derivanti da eventuali contenziosi tributari.*

#### **FONDO DI ACCANTONAMENTO CONNESSO CON LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA**

*Il fondo corrisponde alla quota di pertinenza dell'Istituto relativa agli accantonamenti effettuati dall'Eurosistema a fronte dei rischi di credito e di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria.*

#### **ACCANTONAMENTI DIVERSI PER IL PERSONALE**

- *gli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale assunto prima del 28 aprile 1993 vengono iscritti in bilancio, a norma dell'art. 3 del relativo Regolamento, per un ammontare che comprende le indennità di fine rapporto maturate alla fine dell'anno, le riserve matematiche per le erogazioni ai pensionati e quelle corrispondenti alla situazione del personale in servizio avente titolo;*
- *il fondo oneri per il personale accoglie la valutazione degli oneri maturati e non ancora erogati alla fine dell'esercizio;*
- *gli accantonamenti relativi agli oneri per le misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione della rete territoriale dell'Istituto sono iscritti per gli importi determinati sulla base degli oneri previsti;*
- *il fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati viene alimentato secondo quanto previsto dall'articolo 24 del Regolamento per il trattamento di quiescenza del personale;*
- *gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto spettante al personale a contratto, che non aderisce a fondi pensione ovvero che versa ai fondi solo una quota del trattamento di fine rapporto, sono determinati ai sensi della legge 29 maggio 1982, n. 297.*

*Per il personale assunto dal 28 aprile 1993 è istituito un apposito Fondo pensione complementare a contribuzione definita (cfr. Altre voci dell'attivo e del passivo).*

#### **ALTRE VOCI DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO**

*I crediti sono iscritti al valore nominale salvo eventuale minor valore corrispondente a situazioni particolari riferibili alla controparte.*

*I costi sostenuti per la produzione delle banconote non concorrono alla valorizzazione delle giacenze di magazzino in base alla raccomandazione 8 aprile 1999, n. NP7, emanata dal Consiglio direttivo della BCE.*

*Le imposte differite attive e quelle passive sono iscritte sulla base del presumibile effetto fiscale che si manifesterà nei futuri esercizi. Tra le imposte differite attive sono comprese quelle originate dall'applicazione dell'art. 65, 2° comma, della legge 289 del 2002, come modificato dal DL 203 del 2005, convertito dalla legge 248 del 2005.*

*Nell'ambito delle voci altre attività e altre passività sono espone le componenti relative agli investimenti e al patrimonio di destinazione del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Per gli impieghi di questo Fondo, rappresentati da strumenti finanziari, la valutazione viene effettuata al valore di mercato di fine periodo. Le conseguenti plus/minusvalenze costituiscono componenti reddituali che, alla stregua delle altre risultanze economiche della gestione, modificano direttamente il patrimonio del Fondo.*

*Le operazioni di prestito titoli sono rilevate nello stato patrimoniale solo qualora la garanzia sia fornita in forma di contante accreditato su un conto della stessa banca centrale.*

*Le altre componenti residuali sono espone al valore nominale.*

## OPERAZIONI FUORI BILANCIO E CONTI D'ORDINE

### *Operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta*

- gli acquisti e le vendite a termine vengono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi.

### *Contratti swap su valute*

- gli acquisti e le vendite a termine e a pronti sono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi. La posizione a termine viene valutata congiuntamente alla relativa posizione a pronti.

*All'atto del regolamento delle operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta e di quelle relative a contratti swap su valute, le evidenze nei conti d'ordine vengono chiuse e sono interessate le pertinenti voci patrimoniali.*

### *Contratti futures su tassi di interesse denominati in valuta*

- sono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al valore nozionale ed espressi a fine esercizio al cambio comunicato dalla BCE. I margini iniziali, se costituiti da contante, sono rilevati nello stato patrimoniale tra i crediti in valuta; se costituiti da titoli, nei conti d'ordine. I margini di variazione giornaliera, positivi o negativi, comunicati dal clearer, confluiscono nel conto economico, convertiti al cambio del giorno.

### *Altre fattispecie iscritte nei conti d'ordine*

- i titoli in euro in deposito sono esposti al valore nominale; le azioni per quantità; le altre fattispecie al valore facciale o al valore convenzionale;
- i titoli oggetto delle operazioni di scambio temporaneo a sostegno della liquidità del mercato, dati a prestito dalla Banca e ricevuti in garanzia dalle controparti, sono esposti al valore di mercato e adeguati al cambio di fine esercizio;
- gli impegni per operazioni in valuta sono esposti al cambio contrattato. L'evidenza viene chiusa al momento del regolamento;
- le altre poste in valuta sono convertite al cambio di fine esercizio comunicato dalla BCE.



## Commento alle voci dello stato patrimoniale

Le voci riferite a *Oro, attività e passività in valuta, Operazioni di politica monetaria e Portafoglio titoli* sono aggregate in funzione delle finalità ovvero della tipologia. Per le restanti voci il commento segue l'ordine dello schema di stato patrimoniale.

### [1] Oro, attività e passività in valuta (voci 1, 2 e 3 dell'attivo, voci 6, 7 e 8 del passivo)

Tavola 22.6

Oro, attività e passività in valuta (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni	
<b>Oro (voce 1)</b>	<b>95.923.924</b>	<b>83.197.329</b>	<b>12.726.595</b>	
<b>Attività nette in valuta</b>	<b>32.556.223</b>	<b>29.553.146</b>	<b>3.003.077</b>	
<b>Attività in valuta</b>	<b>40.911.504</b>	<b>37.788.520</b>	<b>3.122.984</b>	
<i>crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)</i>	<i>12.225.011</i>	<i>9.463.179</i>	<i>2.761.832</i>	
<i>titoli obbligazionari diversi da quelli detenuti sino alla scadenza (sottovoci 2.2 e 3.1.1)</i>	<i>24.698.713</i>	<i>23.969.871</i>	<i>728.842</i>	
<i>conti correnti e depositi (sottovoci 2.3 e 3.1.3)</i>	<i>2.384.328</i>	<i>3.828.856</i>	<i>-1.444.528</i>	
<i>operazioni temporanee (sottovoci 2.4 e 3.1.2)</i>	<i>1.598.486</i>	<i>523.390</i>	<i>1.075.096</i>	
<i>altre attività (sottovoce 2.5)</i>	<i>4.966</i>	<i>3.224</i>	<i>1.742</i>	
<b>Passività in valuta</b>	<b>8.355.281</b>	<b>8.235.374</b>	<b>119.907</b>	
<i>assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)</i>	<i>7.803.871</i>	<i>7.609.876</i>	<i>193.995</i>	
<i>anticipi dalle Pubbliche amministrazioni (sottovoce 6.2)</i>	<i>549.064</i>	<i>623.222</i>	<i>-74.158</i>	
<i>conti correnti e depositi (sottovoce 7.1)</i>	<i>2.122</i>	<i>2.054</i>	<i>68</i>	
<i>altre passività (sottovoce 7.2)</i>	<i>224</i>	<i>222</i>	<i>2</i>	

L'aumento del valore dell'oro è da ascrivere all'apprezzamento del metallo. La consistenza è rimasta invariata a 79 milioni di once, pari a 2.452 tonnellate.

La variazione delle attività nette in valuta riflette sia l'aumento complessivo delle consistenze sia l'apprezzamento delle principali valute in portafoglio rispetto all'euro.

*Le riserve auree sono state valutate al prezzo di mercato della fine dell'esercizio, espresso in euro per oncia di fino; tale prezzo è stato ottenuto dalla quotazione dell'oro in dollari stabilita al fixing di Londra del 30 dicembre 2011, convertita al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro del medesimo giorno. Rispetto alla fine del 2010 il prezzo dell'oro è aumentato del 15,30 per cento (da 1.055,418 a 1.216,864 euro per oncia).*

*I tassi di cambio delle principali valute estere evidenziano rispetto alla fine del precedente esercizio l'apprezzamento del dollaro statunitense (da 1,3362 a 1,2939 dollari per euro), dello yen (da 108,65 a 100,20), della sterlina inglese (da 0,86075 a 0,83530) e del franco svizzero (da 1,2504 a 1,2156). Nello stesso periodo si è verificato anche l'apprezzamento dei diritti speciali di prelievo (da 1,1572 a 1,1867 euro per DSP).*

*Alla fine dell'esercizio, rispetto al 2010, sono emerse plusvalenze non realizzate, affluite ai conti di rivalutazione, riferite all'oro per 12.727 milioni, ai dollari per 371 milioni, agli yen per 204 milioni, alle sterline inglesi per 66 milioni e ai DSP per 54 milioni; sono invece diminuiti di 10 milioni i conti di rivalutazione sui franchi svizzeri a causa dell'aumento del costo medio di acquisto. Dopo le predette variazioni, i conti di rivalutazione da cambio ammontavano alla fine del 2011 a 81.044 milioni, di cui 76.503 riferiti all'oro, 2.082 allo yen, 1.840 al dollaro, 406 alle sterline inglesi, 192 ai DSP e 21 ai franchi svizzeri (cfr. Conti di rivalutazione).*



Nel 2011 la Banca d'Italia ha provveduto, per conto del Ministero dell'Economia e delle finanze, all'aumento della quota di partecipazione dell'Italia all'FMI (da 7.055 a 7.882 milioni di DSP), in attuazione della risoluzione n. 63-2 del 28 aprile 2008 del Consiglio dei governatori del Fondo recepita dalla legge 13 ottobre 2009, n. 144. L'aumento è stato sottoscritto per il 25 per cento in DSP e per il 75 per cento in valuta nazionale (euro). La quota in valuta nazionale, pari a 694 milioni di euro, è confluita nelle *disponibilità del Fondo* depositate presso l'Istituto, cresciute alla fine del 2011 in misura minore, per effetto dei contestuali utilizzi dell'FMI a favore dei paesi destinatari dei finanziamenti. I crediti verso l'FMI sono inoltre aumentati per i prestiti erogati al Fondo nell'ambito dei New Arrangements to Borrow (NAB).

Tavola 22.7

Rapporti con il Fondo monetario internazionale (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni	
<b>Attivo</b>				
<b>Crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)</b>	<b>12.225.011</b>	<b>9.463.179</b>	<b>2.761.832</b>	
a) Posizione netta dell'Italia verso il Fondo	2.835.615	1.846.114	989.501	
<i>partecipazione</i>	9.352.954	8.169.745	1.183.209	
<i>disponibilità del Fondo</i>	-6.517.339	-6.323.631	-193.708	
b) Partecipazione al PRGT	609.676	441.654	168.022	
c) Partecipazione ai NAB	1.680.883	–	1.680.883	
d) Diritti speciali di prelievo	7.098.837	7.175.411	-76.574	
<b>Passivo</b>				
<b>Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)</b>	<b>7.803.871</b>	<b>7.609.876</b>	<b>193.995</b>	

*L'Italia ha aderito all'FMI nel 1947. La posizione del Paese nei confronti dell'FMI è rappresentata nel bilancio della Banca d'Italia conformemente agli accordi stipulati attraverso una convenzione con il Ministero dell'Economia e delle finanze. Nel dettaglio:*

- la posizione netta dell'Italia verso il Fondo (reserve tranche position, sottoscritta in oro, DSP e in valuta nazionale), pari a 2.836 milioni alla fine del 2011, è costituita dalla differenza tra la quota di partecipazione al Fondo dell'Italia (9.353 milioni, corrispondenti a 7.882 milioni di DSP) e le disponibilità del Fondo depositate nel conto intestato allo stesso organismo (6.517 milioni, corrispondenti a 5.493 milioni di DSP) alimentate dalla quota di partecipazione sottoscritta nel tempo in valuta nazionale;*
- la partecipazione al fondo per l'erogazione di prestiti a paesi a basso reddito (PRGT), pari a 610 milioni (514 milioni di DSP), è finalizzata alla concessione di prestiti a lungo termine a condizioni agevolate a Stati con squilibri strutturali di bilancia dei pagamenti;*
- i prestiti erogati al Fondo da parte dell'Istituto per conto dello Stato italiano (NAB), pari a 1.681 milioni (1.417 milioni di DSP), sono finalizzati a rafforzare la lending capacity dell'FMI per fronteggiare la crisi finanziaria;*
- i DSP della Banca sono stati assegnati dal Fondo, a partire dal 1969, in proporzione alla quota di partecipazione dell'Italia. Le ultime assegnazioni, avvenute nel 2009, avevano portato il totale assegnato all'Italia a 6.576 milioni di DSP. Tale ammontare, in relazione ai successivi utilizzi, era pari alla fine del 2011 a 5.982 milioni di DSP, per un controvalore in euro di 7.099 milioni.*

*Per il menzionato ammontare di 6.576 milioni di DSP è iscritta, nei confronti del Fondo, una passività alla voce assegnazioni di DSP da parte dell'FMI, il cui controvalore in euro ammontava alla fine dell'esercizio a 7.804 milioni.*

Il portafoglio dei titoli in valuta, composto per la quasi totalità da obbligazioni emesse in prevalenza da Amministrazioni pubbliche estere e organismi internazionali, è costituito per il 65 per cento da titoli denominati in dollari statunitensi, per il 21 per cento in yen e per il 14 per cento in sterline inglesi.

Tavola 22.8

Titoli in valuta - movimenti (migliaia di euro)			
VOCI	Titoli (1) diversi da quelli detenuti sino alla scadenza		Totale
	non residenti nell'area euro	residenti nell'area euro	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>23.617.186</b>	<b>352.685</b>	<b>23.969.871</b>
<b>Aumenti</b>	<b>37.408.933</b>	<b>103.710</b>	<b>37.512.643</b>
Acquisti	36.317.710	86.438	36.404.148
Utili netti	214.031	–	214.031
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	168.239	–	168.239
Rivalutazioni nette da cambio (2)	708.953	17.272	726.225
<b>Diminuzioni</b>	<b>-36.629.325</b>	<b>-154.476</b>	<b>-36.783.801</b>
Vendite e rimborsi	-36.444.435	-149.833	-36.594.268
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	–	-973	-973
Premi e sconti	-172.705	-3.067	-175.772
Svalutazioni da prezzo (3)	-12.185	-603	-12.788
<b>Consistenze finali</b>	<b>24.396.794</b>	<b>301.919</b>	<b>24.698.713</b>

(1) Includono quote di OICR. – (2) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (3) A carico del conto economico.

Le rimanenti attività in valuta, denominate principalmente in dollari, sono composte da depositi a termine (1.395 milioni), da conti correnti (989 milioni), da operazioni temporanee (1.598 milioni) e da banconote estere (5 milioni).

*Le operazioni temporanee riguardano acquisti o vendite a pronti con patto di rivendita o riacquisto a termine. Sono iscritte nello stato patrimoniale, rispettivamente, come crediti o debiti. Nella sottovoce 3.1.2 (Attività in valuta estera verso residenti nell'area euro – operazioni temporanee) sono presenti crediti per operazioni temporanee verso controparti dell'Eurosistema connessi con il programma di rifinanziamento in dollari a breve termine (1.546 milioni). Sulla base di tale programma la Riserva federale fornisce dollari alla BCE attraverso lo scambio di liquidità nelle rispettive valute (swap line), finalizzato all'offerta di finanziamenti in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema. Contestualmente, la BCE attiva operazioni di back-to-back swap con le BCN dell'area dell'euro, le quali utilizzano i fondi in dollari per fornire liquidità alle controparti dell'area dell'euro mediante operazioni temporanee o swap in valuta. Le transazioni riguardanti le operazioni di back-to-back swap con la BCE sono regolate in conti intra Eurosistema (cfr. Rapporti intra Eurosistema).*

*Nella sottovoce 11.2 dell'attivo (attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi) sono presenti investimenti in valuta estera che costituiscono un'autonoma posizione rispetto alle attività e passività in valuta qui illustrate (cfr. Portafoglio titoli).*

Tra le passività in valuta, denominate prevalentemente in dollari, rilevano le posizioni debitorie verso Pubbliche amministrazioni (549 milioni) a fronte di anticipi ricevuti per la gestione del servizio di incassi e pagamenti in valuta verso l'estero.

## [2] Operazioni di politica monetaria (voci 5 e 7.1 dell'attivo e voce 2 del passivo)

Nella tavola 22.9 sono illustrate le operazioni, in essere al 31 dicembre 2011, effettuate dalla Banca nel quadro della politica monetaria unica dell'Eurosistema.

L'andamento delle operazioni di politica monetaria è stato influenzato, anche nel 2011, dalle misure non convenzionali adottate dall'Eurosistema per fronteggiare gli effetti negativi della perdurante crisi finanziaria. In particolare, si sono intensificati gli acquisti nell'ambito del Securities Markets Programme ed è cresciuto il ricorso alle operazioni di rifinanziamento su cui ha inciso anche il regolamento, il 22 dicembre, della prima delle due aste di rifinanziamento a più lungo termine di durata triennale. Inoltre, nel mese di novembre è stato avviato un nuovo programma di acquisto di covered bond.

Tavola 22.9

Operazioni di politica monetaria (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni
<b>Rifinanziamento a istituzioni creditizie (voce 5)</b>			
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	49.389.100	16.557.600	32.831.500
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	160.605.850	31.012.600	129.593.250
5.3 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	–	65.000	-65.000
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	–	–	–
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	–	–	–
5.6 crediti connessi a richieste di margini	–	–	–
<b>Totale</b>	<b>209.994.950</b>	<b>47.635.200</b>	<b>162.359.750</b>
<b>Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1)</b>			
<b>Totale</b>	<b>43.055.675</b>	<b>18.078.656</b>	<b>24.977.019</b>
<b>Passività verso istituzioni creditizie (voce 2)</b>			
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	19.762.154	20.225.850	-463.696
2.2 depositi <i>overnight</i>	12.335.942	2.514.566	9.821.376
2.3 depositi a tempo determinato	1.780.000	–	1.780.000
2.4 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	–	–	–
2.5 depositi relativi a richieste di margini	–	–	–
<b>Totale</b>	<b>33.878.096</b>	<b>22.740.416</b>	<b>11.137.680</b>

Le operazioni di rifinanziamento principali e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine presentano una crescita sostenuta sia nel dato di fine esercizio sia nella consistenza media che passa rispettivamente da 4.681 a 25.252 milioni e da 25.248 a 46.654 milioni. Le operazioni temporanee di *fine-tuning* e le operazioni di rifinanziamento marginale, non presenti alla fine dell'esercizio, evidenziano parimenti un dato medio in crescita, rispettivamente da 46 a 106 milioni e da 10 a 23 milioni. Come nel 2010, nell'anno non si è fatto ricorso a operazioni temporanee di tipo strutturale.

I titoli detenuti per finalità di politica monetaria sono costituiti dai covered bond acquistati nell'ambito dei due programmi deliberati dal Consiglio direttivo della BCE rispettivamente con le decisioni di maggio 2009 e di ottobre 2011, nonché dai titoli di Stato emessi da alcuni paesi dell'area dell'euro acquistati in relazione al Securities Markets Programme, deliberato con decisione di maggio 2010. Il primo Covered Bond Purchase Programme si è concluso nel mese di giugno 2010; il secondo avrà termine entro il mese di ottobre 2012.

Tavola 22.10

<b>Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1) - movimenti</b> (migliaia di euro)				
VOCI	Titoli obbligazionari detenuti sino alla scadenza			Totale
	Covered bond (1° programma)	Covered bond (2° programma)	Titoli di Stato (Securities Markets Programme)	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>10.061.211</b>	–	<b>8.017.445</b>	<b>18.078.656</b>
<b>Aumenti</b>	–	<b>209.914</b>	<b>25.730.487</b>	<b>25.940.401</b>
Acquisti	–	209.762	25.555.408	25.765.170
Premi e sconti netti	–	152	175.079	175.231
<b>Diminuzioni</b>	<b>-431.882</b>	–	<b>-531.500</b>	<b>-963.382</b>
Vendite e rimborsi	-366.200	–	-531.500	-897.700
Premi e sconti netti	-65.682	–	–	-65.682
<b>Consistenze finali</b>	<b>9.629.329</b>	<b>209.914</b>	<b>33.216.432</b>	<b>43.055.675</b>

In conformità con l'articolo 32.4 dello Statuto del SEBC, i rischi connessi con le operazioni di rifinanziamento e con i titoli del Securities Markets Programme delle BCN dell'Eurosistema, qualora si dovessero concretizzare, possono essere ripartiti, su decisione del Consiglio direttivo della BCE, fra le BCN dell'Eurosistema in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE (per la Banca d'Italia pari al 17,8598 per cento). Alla fine del 2011 il totale delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema ammontava a 863.568 milioni (546.747 nel 2010); i titoli acquistati dalle BCN nell'ambito del Securities Markets Programme erano pari a 194.155 milioni (60.873 nel 2010).

I titoli detenuti per finalità di politica monetaria sono classificati, conformemente alla decisione del Consiglio direttivo della BCE, come titoli detenuti sino alla scadenza e sono valutati, secondo le regole contabili dell'Eurosistema, al costo ammortizzato soggetto a *impairment*.

Le verifiche di fine esercizio effettuate a livello di Eurosistema sui titoli di politica monetaria non hanno evidenziato riduzioni durevoli di valore. Con riferimento a quelli emessi dalla Grecia, acquistati nell'ambito del Securities Markets Programme, il Consiglio direttivo della BCE ha tenuto conto degli effetti dell'iniziativa Private Sector Involvement, avviata nel 2011 e diretta alla ristrutturazione di parte del debito greco per assicurarne la sostenibilità nel lungo periodo. In particolare, essendo l'iniziativa volta alla ristrutturazione su base volontaria del debito detenuto dal solo settore privato, il Consiglio non ha ritenuto che la stessa potesse modificare i flussi contrattuali attesi sui titoli della specie detenuti dall'Eurosistema. Inoltre il Consiglio direttivo ha valutato che, alla data di chiusura del bilancio, non sussistevano elementi concreti che lasciassero presupporre il mancato buon esito della stessa.

Dal lato del passivo, i conti detenuti dagli istituti di credito per assolvere agli obblighi di riserva mostrano una lieve diminuzione sia nel dato di fine anno sia nella consistenza media (da 26.116 a 25.312 milioni). I *depositi overnight* e i *depositi a tempo determinato*, seppure in aumento nel dato di fine anno, presentano una diminuzione nella consistenza media rispettivamente da 1.661 a 1.382 milioni e da 193 a 126 milioni. Non sono state attivate *operazioni temporanee di fine-tuning*.

### [3] Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro (voce 6 dell'attivo)

La voce, passata da 2.954 a 2.655 milioni, si riferisce in particolare a operazioni di pronti contro termine su titoli in euro (2.447 milioni), nonché alle disponibilità relative alla gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro all'estero per conto delle Pubbliche amministrazioni (186 milioni).

### [4] Portafoglio titoli (voci 4.2, 7.2, 8 e 11.2 dell'attivo)

Oltre ai titoli facenti parte delle riserve valutarie (24.699 milioni) commentati nell'aggregato *Oro, attività e passività in valuta* e quelli detenuti per finalità di politica monetaria (43.056 milioni) riportati nel paragrafo *Operazioni di politica monetaria*, la Banca detiene un portafoglio titoli per un valore di bilancio pari a 125.647 milioni, di cui 36.873 milioni a investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi dell'Istituto.

Tavola 22.11

Portafoglio titoli (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni
<b>A. TITOLI IN EURO (sottovoci 4.2 e 7.2 e voce 8)</b>			
<b>1. Titoli detenuti sino alla scadenza</b>	<b>80.860.434</b>	<b>76.893.166</b>	<b>3.967.268</b>
a) di Stato (sottovoce 7.2)	63.268.910	59.240.252	4.028.658
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	133.909	44.518	89.391
c) di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	17.457.615	17.608.396	-150.781
<b>2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza</b>	<b>7.913.322</b>	<b>7.040.769</b>	<b>872.553</b>
a) di Stato (sottovoce 7.2)	7.913.322	7.040.769	872.553
<b>Totale A</b>	<b>88.773.756</b>	<b>83.933.935</b>	<b>4.839.821</b>
<b>B. TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI (sottovoce 11.2)</b>			
<b>1. Titoli detenuti sino alla scadenza e altri investimenti permanenti</b>	<b>30.412.266</b>	<b>27.790.517</b>	<b>2.621.749</b>
a) di Stato	30.114.145	27.483.324	2.630.821
b) altre obbligazioni	133.214	142.500	-9.286
c) azioni e partecipazioni	164.907	164.693	214
- di società ed enti controllati	107.949	107.949	-
- di altre società ed enti	2.410	2.196	214
- di altre società ed enti in valuta	54.548	54.548	-
<b>2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza e da altri investimenti permanenti</b>	<b>6.461.054</b>	<b>7.424.114</b>	<b>-963.060</b>
a) di Stato	20.987	36.952	-15.965
b) altre obbligazioni	-	-	-
c) azioni e partecipazioni	4.184.313	4.913.502	-729.189
- di società ed enti controllati	13.422	20.146	-6.724
- di altre società ed enti	4.170.891	4.893.356	-722.465
d) ETF e quote di OICR	2.255.754	2.473.660	-217.906
- di cui: in valuta	694.720	677.990	16.730
<b>Totale B</b>	<b>36.873.320</b>	<b>35.214.631</b>	<b>1.658.689</b>
<b>Totale (A+B)</b>	<b>125.647.076</b>	<b>119.148.566</b>	<b>6.498.510</b>

Nel dettaglio:

- A) i titoli in euro sono costituiti esclusivamente da obbligazioni e sono esposti:
- nella sottovoce 4.2 (*Crediti verso non residenti nell'area euro – titoli*) che include unicamente obbligazioni emesse da organismi internazionali;
  - nella sottovoce 7.2 (*Titoli emessi da residenti nell'area euro – altri titoli*), costituita per il 49 per cento da titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano e, per il 51 per cento, da titoli emessi prevalentemente da altri Stati membri dell'area dell'euro;
  - nella voce 8 (*Crediti verso la Pubblica amministrazione*) che comprende i titoli di Stato italiani assegnati all'Istituto in seguito al concambio ex lege 289 del 2002 e quelli rivenienti dalle cessate gestioni degli ammassi obbligatori. I titoli di Stato ex lege 289 del 2002 sono rappresentati da BTP, emessi a condizioni di mercato, ricevuti nel 2002 in concambio dei titoli di Stato all'1 per cento in precedenza assegnati alla Banca in conversione del preesistente conto corrente di tesoreria (ex lege 26 novembre 1993, n. 483). La variazione complessiva di 151 milioni si riferisce per 101 milioni alla rilevazione annua del *premium/discount* sui titoli del concambio e per 50 milioni alla quota annuale di rimborso di quelli a fronte delle cessate gestioni degli ammassi obbligatori.

Tavola 22.12

<b>Titoli in euro - movimenti</b> (migliaia di euro)					
VOCI	Titoli obbligazionari				Totale
	detenuti sino alla scadenza			diversi da quelli detenuti sino alla scadenza (sottovoce 7.2)	
	(sottovoce 4.2)	(sottovoce 7.2)	(voce 8)		
<b>Consistenze iniziali</b>	–	<b>59.284.770</b>	<b>17.608.396</b>	<b>7.040.769</b>	<b>83.933.935</b>
<b>Aumenti</b>	<b>99.459</b>	<b>9.050.276</b>	–	<b>3.048.694</b>	<b>12.198.429</b>
Acquisti	99.459	9.050.276	–	3.001.605	12.151.340
Rivalutazioni nette (1)	–	–	–	47.089	47.089
<b>Diminuzioni</b>	<b>-362</b>	<b>-5.031.324</b>	<b>-150.781</b>	<b>-2.176.141</b>	<b>-7.358.608</b>
Vendite e rimborsi	–	-4.583.500	-49.878	-1.744.587	-6.377.965
Perdite nette	–	–	–	-249	-249
Premi e sconti netti	-362	-447.824	-100.903	-61.008	-610.097
Svalutazioni (2)	–	–	–	-370.297	-370.297
<b>Consistenze finali</b>	<b>99.097</b>	<b>63.303.722</b>	<b>17.457.615</b>	<b>7.913.322</b>	<b>88.773.756</b>

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico.

Alla fine del 2010 la voce 8 includeva anche crediti per ammassi obbligatori non convertiti in titoli (34 milioni) rimborsati nel 2011 dal Ministero dell'Economia e delle finanze, in applicazione dell'articolo 21 comma 11 della legge 15 luglio 2011, n. 111. È rilevato inoltre nella voce 8 anche il credito (6 milioni), acquisito dall'Ufficio italiano dei cambi, nei confronti del Tesoro per rapporti intercorsi in sede di esecuzione dell'Accordo italo-argentino del 13 ottobre 1947; nella stessa voce è iscritto, per pari importo, uno specifico fondo di svalutazione.

B) i titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.2 *attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*) sono denominati in euro e, in minima parte, in valuta. L'aggregato è composto per l'82 per cento da titoli obbligazionari e per il 18 per cento da azioni, partecipazioni, ETF e quote di OICR. Con riferimento all'emittente, i titoli sono per il 66 per cento italiani e per la restante parte, in prevalenza, di altri paesi dell'area dell'euro. Gli investimenti azionari riguardano per la quasi totalità titoli quotati. Gli acquisti dell'esercizio hanno interessato principalmente il comparto dei titoli di Stato.

*La Banca effettua investimenti in ETF e quote di OICR denominati anche in valuta estera. La relativa posizione è coperta dal rischio di cambio attraverso vendite a termine della corrispondente valuta.*

Tavola 22.13

Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.2) - movimenti (migliaia di euro)						
VOCI	Titoli obbligazionari		Azioni e partecipazioni		ETF e quote di OICR	Totale
	detenuti sino alla scadenza	diversi da quelli detenuti sino alla scadenza	investimenti permanenti	investimenti non permanenti		
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>27.625.824</b>	<b>36.952</b>	<b>164.693</b>	<b>4.913.502</b>	<b>2.473.660</b>	<b>35.214.631</b>
<b>Aumenti</b>	<b>4.860.749</b>	<b>66</b>	<b>214</b>	<b>142.567</b>	<b>87.143</b>	<b>5.090.739</b>
Acquisti	4.860.749	–	214	123.502	71.804	5.056.269
Utili netti	–	–	–	19.065	–	19.065
Adeguamenti da cambio (1)	–	–	–	–	15.339	15.339
Premi e sconti netti	–	66	–	–	–	66
<b>Diminuzioni</b>	<b>-2.239.214</b>	<b>-16.031</b>	<b>–</b>	<b>-871.756</b>	<b>-305.049</b>	<b>-3.432.050</b>
Vendite e rimborsi	-2.144.086	-14.500	–	-74.717	–	-2.233.303
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	–	-187	–	-545.811	-282.385	-828.383
Premi e sconti netti	-95.128	–	–	–	–	-95.128
Svalutazioni da prezzo (3)	–	-1.344	–	-251.228	-22.664	-275.236
<b>Consistenze finali</b>	<b>30.247.359</b>	<b>20.987</b>	<b>164.907</b>	<b>4.184.313</b>	<b>2.255.754</b>	<b>36.873.320</b>

(1) Plusvalenze o minusvalenze che, al netto della valutazione delle relative operazioni di copertura dal rischio di cambio, affluiscono ai conti di rivalutazione o tra le svalutazioni nel conto economico. – (2) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (3) A carico del conto economico.

Le partecipazioni di controllo si riferiscono alla Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa (SIDIEF) e alla Bonifiche Ferraresi spa (tavola 22.14). Tra le altre partecipazioni sono presenti, nel comparto degli investimenti permanenti, le azioni della BRI, denominate in DSP e valutate a prezzi e cambi storici; la partecipazione della Banca in tale organismo è pari al 9,4 per cento.



Tavola 22.14

Partecipazioni in società controllate e collegate (1)						
SOCIETÀ	Dati alla fine del 2011			Dati della partecipata relativi all'esercizio 2011		
	Azioni possedute	Partecipazione al capitale %	Valore di bilancio	Patrimonio netto	Utile	Dividendi distribuiti
<i>(migliaia di euro)</i>						
<b>Società Italiana Di Iniziative Edilizie e Fondiarie S.p.A. - Milano</b> (Capitale euro 107.000.000 in 107.000 azioni da euro 1.000)	107.000	100,0	105.600	129.355	2.476	2.140
<b>Bonifiche Ferraresi S.p.A. - Roma</b> (Capitale euro 5.793.750 in 5.625.000 azioni da euro 1,03)	3.508.533	62,4	15.771	115.372	2.175	1.125

(1) La colonna *Azioni possedute* comprende tutte le categorie di azioni. La colonna *Partecipazione al capitale* è data dal totale delle azioni possedute diviso il totale delle azioni costituenti il capitale sociale al 31.12.2011. Il *Patrimonio netto* alla data di riferimento non comprende l'utile dell'esercizio da distribuire agli azionisti.

Nel portafoglio titoli sono presenti titoli detenuti sino alla scadenza il cui valore di libro (65.693 milioni) risulta superiore alla valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio (59.402 milioni). I titoli in questione, non ravvisandosi riduzioni durevoli di valore riferibili alla posizione dell'emittente, sono mantenuti al costo ammortizzato conformemente ai criteri contabili dell'Eurosistema. Nei primi mesi del 2012 il valore di mercato dei titoli è tornato su livelli prossimi a quelli di libro.

#### [5] Rapporti intra Eurosistema (voce 9 dell'attivo e voce 9 del passivo)

Tavola 22.15

Rapporti con la BCE e con le altre BCN dell'area euro <i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni	
<b>Attivo</b>				
9.1 partecipazione al capitale della BCE	1.152.995	944.718	208.277	
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.198.857	7.198.857	-	
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	-	3.699.017	-3.699.017	
<b>Totale</b>	<b>8.351.852</b>	<b>11.842.592</b>	<b>-3.490.740</b>	
<b>Passivo</b>				
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	7.553.482	7.092.747	460.735	
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	190.899.096	-	190.899.096	
<b>Totale</b>	<b>198.452.578</b>	<b>7.092.747</b>	<b>191.359.831</b>	

Dal lato dell'attivo:

- la *partecipazione al capitale della BCE* aumenta di 208 milioni per effetto del versamento, da parte dell'Istituto, della seconda delle tre tranche relative all'aumento di capitale della BCE sottoscritto nel 2010.

*Sulla base dell'art. 28 dello Statuto del SEBC, le BCN sono le sole sottoscrittrici e detentrici del capitale della BCE. Le quote di partecipazione sono fissate sulla base dello schema per la sottoscrizione del capitale della BCE stabilito dall'art. 29 dello Statuto, adeguato con cadenza quinquennale oppure ogniqualvolta un nuovo paese aderisce alla UE. Dall'istituzione della BCE l'ultimo adeguamento quinquennale è avvenuto il 1° gennaio 2009; la quota di partecipazione al capitale della BCE della Banca d'Italia era pari alla fine del 2011 al 12,4966 per cento. Tale quota, considerando le sole BCN aderenti all'Eurosistema, si attestava al 17,8598 per cento.*

- i *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE* risultano invariati e ammontano a 7.199 milioni.

*I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE rappresentano il credito fruttifero, denominato in euro e iscritto all'avvio della terza fase della UEM, a fronte del conferimento alla stessa di oro, titoli esteri e valute, effettuato dalla Banca in proporzione alla propria quota di sottoscrizione al capitale della BCE, al pari delle altre BCN dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo Commento alle voci del conto economico: Interessi attivi netti).*

- gli *altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)* si azzerano, a fronte di un valore di 3.699 milioni dell'esercizio precedente (3.410 riferiti al sistema TARGET2), cfr. la sottovoce *altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*.

Dal lato del passivo:

- le *passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema* aumentano di 461 milioni (cfr. il paragrafo: *Principi, criteri e schemi di bilancio*).
- le *altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)* ammontano a 190.899 milioni (3.699 a credito nel 2010) e rappresentano la posizione netta della Banca nei confronti dell'Eurosistema connessa essenzialmente con l'operatività del sistema TARGET2. In particolare, quest'ultima ha determinato alla fine del 2011 una posizione complessiva a debito pari a 191.379 milioni (3.410 milioni a credito nel 2010). Alla fine dell'anno, a riduzione della posizione complessiva, era esposto anche: a) il credito di 116 milioni verso la BCE relativo alla parziale restituzione del reddito da signoraggio del 2011; b) il credito di 364 milioni (289 nel 2010) derivante dal risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2011 e dalla rideterminazione di quello relativo a esercizi precedenti.

## [6] Altre attività (voce 11 dell'attivo)

La voce è composta prevalentemente da titoli (cfr. *Portafoglio titoli*) e da imposte differite attive originate essenzialmente dal riporto delle perdite fiscali pregresse.

Tavola 22.16

<b>Altre attività (voce 11)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni
11.1 cassa (monete in euro)	30.611	20.565 (1)	10.046
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	36.873.320	35.214.631	1.658.689
11.3 immobilizzazioni immateriali	57.056	32.701	24.355
11.4 immobilizzazioni materiali	3.204.240	3.328.644	-124.404
11.5 ratei e risconti	3.120.295	2.461.809	658.486
11.6 imposte differite attive	5.085.032	5.574.079	-489.047
11.7 diverse	925.985	852.112	73.873
<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	95.116	94.293	823
<i>Fondo pensione complementare</i>	194.006	174.195	19.811
<i>altre partite</i>	636.863	583.624	53.239
<b>Totale</b>	<b>49.296.539</b>	<b>47.484.541</b>	<b>1.811.998</b>

(1) Nel 2010 la voce includeva anche il controvalore delle monete in lire.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni immateriali* (sottovoce 11.3) sono illustrati nella tavola 22.17.

Tavola 22.17

<b>Immobilizzazioni immateriali (sottovoce 11.3) - movimenti</b> (migliaia di euro)					
VOCI	Procedure, studi e progettazioni	Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	Altre	Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>17.746</b>	<b>4.530</b>	<b>827</b>	<b>9.598</b>	<b>32.701</b>
<b>Aumenti</b>	<b>21.707</b>	<b>4.778</b>	<b>533</b>	<b>45.893</b>	<b>72.911</b>
Acquisti e spese incrementative (1)	–	4.778	533	45.893	51.204
Trasferimenti	21.707	–	–	–	21.707
<b>Diminuzioni</b>	<b>-21.265</b>	<b>-4.868</b>	<b>-520</b>	<b>-21.903</b>	<b>-48.556</b>
Ammortamenti	-21.265	-4.868	-520	–	-26.653
Trasferimenti	–	–	–	-21.707	-21.707
Altre variazioni	–	–	–	-196	-196
<b>Consistenze finali</b>	<b>18.188</b>	<b>4.440</b>	<b>840</b>	<b>33.588</b>	<b>57.056</b>

(1) Inclusi incrementi di attività immateriali sviluppate internamente.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni materiali* (sottovoce 11.4) sono illustrati nelle tavole 22.18 e 22.20.

Tavola 22.18

<b>Immobilizzazioni materiali (immobili) - movimenti</b> (migliaia di euro)					
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP		Totale
	Fabbricati	Terreni (1)	Fabbricati	Terreni (1)	
<b>Consistenze iniziali lorde</b>	<b>3.350.527</b>	<b>1.495.546</b>	<b>382.075</b>	<b>177.088</b>	<b>5.405.236</b>
Fondi di ammortamento	-1.664.112	-474.247	-76.666	-21.188	-2.236.213
<b>Consistenze iniziali nette</b>	<b>1.686.415</b>	<b>1.021.299</b>	<b>305.409</b>	<b>155.900</b>	<b>3.169.023</b>
<b>Aumenti</b>	<b>1.844</b>	–	–	–	<b>1.844</b>
Acquisti e spese incrementative	19	–	–	–	19
Trasferimenti	1.825	–	–	–	1.825
<b>Diminuzioni</b>	<b>-125.246</b>	<b>-825</b>	<b>-7.159</b>	–	<b>-133.230</b>
Vendite e/o dismissioni (costo)	-2.679	-1.712	–	–	-4.391
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	1.780	887	–	–	2.667
Ammortamenti	-124.347	–	-7.159	–	-131.506
<b>Consistenze finali lorde</b>	<b>3.349.692</b>	<b>1.493.834</b>	<b>382.075</b>	<b>177.088</b>	<b>5.402.689</b>
Fondi di ammortamento	-1.786.679	-473.360	-83.825	-21.188	-2.365.052
<b>Consistenze finali nette</b>	<b>1.563.013</b>	<b>1.020.474</b>	<b>298.250</b>	<b>155.900</b>	<b>3.037.637</b>

(1) A partire dall'esercizio 2006 i terreni, compresi quelli su cui insistono i fabbricati, non sono soggetti ad ammortamento.

Tavola 22.19

<b>Rivalutazioni degli immobili</b>				
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP	
	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)
Rivalutazione L. 19 marzo 1983, n. 72	114	623	15	51
Rivalutazione L. 29 dicembre 1990, n. 408	146	653	60	148
Rivalutazione L. 30 dicembre 1991, n. 413	36	11	26	8
Rivalutazione L. 21 novembre 2000, n. 342	149	915	64	91
Rivalutazione L. 23 dicembre 2005, n. 266	156	1.581	69	126

Tavola 22.20

Immobilizzazioni materiali (altre) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Mobili	Impianti	Monete e collezioni	Immob.ni in corso e acconti	Totale
<b>Consistenze iniziali lorde</b>	<b>205.915</b>	<b>503.679</b>	<b>2.297</b>	<b>7.988</b>	<b>719.879</b>
Fondi di ammortamento	-134.347	-425.911	–	–	-560.258
<b>Consistenze iniziali nette</b>	<b>71.568</b>	<b>77.768</b>	<b>2.297</b>	<b>7.988</b>	<b>159.621</b>
<b>Aumenti</b>	<b>11.638</b>	<b>23.202</b>	<b>–</b>	<b>2.544</b>	<b>37.384</b>
Acquisti e spese incrementative	11.638	23.202	–	2.544	37.384
<b>Diminuzioni</b>	<b>-10.951</b>	<b>-17.626</b>	<b>–</b>	<b>-1.825</b>	<b>-30.402</b>
Vendite e/o dismissioni (costo)	-6.429	-3.387	–	–	-9.816
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	6.376	3.377	–	–	9.753
Ammortamenti	-10.898	-17.616	–	–	-28.514
Trasferimenti	–	–	–	-1.825	-1.825
<b>Consistenze finali lorde</b>	<b>211.124</b>	<b>523.494</b>	<b>2.297</b>	<b>8.707</b>	<b>745.622</b>
Fondi di ammortamento	-138.869	-440.150	–	–	-579.019
<b>Consistenze finali nette</b>	<b>72.255</b>	<b>83.344</b>	<b>2.297</b>	<b>8.707</b>	<b>166.603</b>

Il valore di mercato del patrimonio immobiliare della Banca stimato alla fine dell'anno era di 4.237 milioni per gli immobili a fini istituzionali e di 1.311 milioni per quelli a garanzia del TQP.

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.5) includono:

Tavola 22.21

Ratei e risconti (sottovoce 11.5) (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni
<b>Ratei attivi</b>	<b>3.116.889</b>	<b>2.460.766</b>	<b>656.123</b>
interessi da titoli in euro	2.830.905	2.297.835	533.070
interessi da operazioni di rifinanziamento	134.564	22.115	112.449
interessi da titoli in valuta	133.732	132.894	838
interessi da attività diverse in valuta	6.180	7.078	-898
altri	11.508	844	10.664
<b>Risconti attivi</b>	<b>3.406</b>	<b>1.043</b>	<b>2.363</b>
su spese di amministrazione	3.406	1.043	2.363
<b>Totale</b>	<b>3.120.295</b>	<b>2.461.809</b>	<b>658.486</b>

Le *imposte differite attive* (sottovoce 11.6) diminuiscono di 489 milioni per l'effetto congiunto:

- del recupero, per 416 milioni, delle imposte relative al riporto in avanti della residua perdita fiscale dell'esercizio 2002;
- della diminuzione, per 72 milioni, della fiscalità differita attiva sul fondo connesso con le operazioni di politica monetaria (cfr. *Accantonamenti e Fondo rischi generali*);
- della diminuzione netta, per un milione, delle imposte differite derivanti da altre componenti economiche.

Imposte differite attive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2011				31.12.2010			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale differite attive	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale differite attive
Perdita fiscale esercizio 2002	18.020.516	4.955.642	–	4.955.642	19.530.091	5.370.775	–	5.370.775
Accantonamento al fondo per operazioni politica monetaria	170.607	46.917	9.454	56.371	396.765	109.110	19.331	128.441
Oneri maturati per il personale e non erogati	118.377	32.553	–	32.553	135.684	37.313	–	37.313
di cui: <i>misure di sostegno</i>	36.525	10.044	–	10.044	52.510	14.440	–	14.440
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente	135.731	37.326	7.521	44.847	135.136	37.163	6.584	43.747
di cui: <i>rivalutazione L. 266/2005</i>	116.910	32.150	6.478	38.628	116.910	32.150	5.696	37.846
Altre (3)	6.593	1.813	323	2.136	1.069	294	34	328
<b>Totale</b>	<b>18.451.824</b>	<b>5.074.251</b>	<b>17.298</b>	<b>5.091.549</b>	<b>20.198.745</b>	<b>5.554.655</b>	<b>25.949</b>	<b>5.580.604</b>
Imposte differite passive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2011				31.12.2010			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale differite passive	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale differite passive
Utili da realizzo su titoli, immobili e altri beni	1.531	421	–	421	4.756	1.308	211	1.519
Ammortamenti su differenze per scorporo terreni (4)	22.168	6.096	1.228	7.324	18.972	5.217	925	6.142
<b>Totale</b>	<b>23.699</b>	<b>6.517 (5)</b>	<b>1.228</b>	<b>7.745</b>	<b>23.728</b>	<b>6.525 (5)</b>	<b>1.136</b>	<b>7.661</b>
(1) Calcolata con aliquota del 27,5 per cento. – (2) Calcolata con le aliquote in vigore. – (3) Relativamente alla voce <i>Altre</i> le differenze temporanee IRAP sono pari a 5,8 milioni (0,8 per il 2010). – (4) Ammortamenti sui maggiori valori fiscali derivanti dallo scorporo delle aree dai fabbricati istituzionali suscettibili di cambio di destinazione. – (5) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce 11.6 <i>imposte differite attive</i> (quelle ai fini IRAP vengono incluse nel fondo imposte). Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 5.085 milioni (5.574 nel 2010).								

*L'ammontare delle imposte differite viene determinato sulla base delle aliquote fiscali che si ritiene saranno in vigore al momento in cui le differenze temporanee che le hanno generate si annulleranno. Le imposte differite attive iscritte in bilancio originano, prevalentemente, dal riporto in avanti della residua perdita fiscale derivante dall'operazione di concambio ex lege 289 del 2002. Il regime di riporto è stabilito nell'art. 65 della legge 289 del 2002, come modificato dalla legge 248 del 2005, in virtù del quale la perdita è compensabile sine die nei limiti del 50 per cento dell'ammontare dell'imponibile Ires di ciascun anno. L'iscrizione delle imposte differite attive nello stato patrimoniale si basa sulla ragionevole certezza – tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto e della normativa tributaria di riferimento – di pervenire all'integrale computo delle pregresse perdite fiscali.*

*Tra le altre componenti economiche che determinano l'iscrizione di imposte differite attive si segnalano le assegnazioni al fondo oneri per il personale e gli ammortamenti non ancora dedotti in sede fiscale (di cui una parte riferibile alla rivalutazione degli immobili operata ai sensi della legge 23 dicembre 2005, n. 266).*

I movimenti dell'anno delle imposte differite attive e passive sono illustrati nelle tavole 22.41 e 22.42 del paragrafo *Commento alle voci del conto economico*.

Nell'ambito della sottovoce *diverse delle altre attività* è allocato il totale di bilancio del Fondo pensione complementare a contribuzione definita per il personale assunto dal 28 aprile 1993, che trova contropartita nella sottovoce 11.3 delle *altre passività*. Le *altre partite* sono composte prevalentemente da acconti per Ires e IRAP versati nel 2011.

#### **[7] Banconote in circolazione (voce 1 del passivo)**

La circolazione, che rappresenta la quota (16,4 per cento) di circolazione dell'Eurosistema di pertinenza della Banca d'Italia (cfr. il paragrafo: *Principi, criteri e schemi di bilancio*), aumenta di 7.686 milioni (da 138.324 a 146.010). La circolazione effettiva, senza tener conto degli aggiustamenti relativi alla sua ripartizione all'interno dell'Eurosistema, aumenta di 8.147 milioni (da 145.417 a 153.564); la consistenza media, passata da 139.318 a 142.713, è cresciuta del 2 per cento, rispetto al 5 per cento registrato nell'area dell'euro.

#### **[8] Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti (voce 4 del passivo)**

La voce, diminuita di 18.779 milioni, si riferisce, in massima parte, alle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria (6.292 milioni) e ai depositi vincolati del Dicastero (17.000 milioni), avviati alla fine del 2011 sulla base della convenzione stipulata il 22 marzo 2011 e inclusi nella sottovoce *altre passività*.

*L'art. 47 della legge 31 dicembre 2009, n. 196 (legge di contabilità e finanza pubblica) ha modificato la disciplina dei conti intrattenuti dal Tesoro presso la Banca d'Italia per la gestione delle disponibilità liquide, prevedendo, sulla base di apposita convenzione, un importo massimo remunerabile e un tasso commisurato a parametri di mercato monetario. La convenzione tra la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle finanze, approvata con decreto ministeriale del 29 luglio 2011 ed entrata in vigore il 30 novembre, dispone che la Banca d'Italia remunererà, su base giornaliera, le giacenze in essere sul conto disponibilità fino al saldo massimo di un miliardo di euro, applicando il tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La convenzione ha inoltre stabilito che il Ministero possa impiegare la liquidità eccedente in depositi vincolati a scadenza presso la Banca d'Italia, la cui remunerazione è fissata al tasso Eurepo (tasso di riferimento del mercato dei pronti contro termine europeo rilevato dalla Federazione bancaria europea).*

Rispetto al 2010 le disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria risultano in diminuzione sia nel saldo di fine esercizio sia nella consistenza media annua, che passa da 40.091 a 32.040. La consistenza media dei depositi vincolati si è attestata nel 2011 a 1.627 milioni. Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato presenta un aumento del saldo di fine esercizio e una diminuzione della consistenza media, passata da 471 a 250 milioni.



Tavola 22.23

<b>Passività verso altri residenti nell'area euro (voce 4)</b>				
<i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni	
4.1 Pubblica amministrazione	23.528.525	42.488.335	-18.959.810	
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	6.291.703	42.331.627	-36.039.924	
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	115.016	9.038	105.978	
4.1.3 altre passività	17.121.806	147.670	16.974.136	
di cui: depositi vincolati del Tesoro	17.000.000	–	17.000.000	
4.2 altre controparti	209.984	29.391	180.593	
<b>Totale</b>	<b>23.738.509</b>	<b>42.517.726</b>	<b>-18.779.217</b>	

Sono presenti inoltre, nelle *altre passività*, posizioni debitorie verso Pubbliche amministrazioni a fronte di anticipi ricevuti per la gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro verso l'estero per 122 milioni (121 nel 2010).

#### [9] Passività in euro verso non residenti nell'area euro (voce 5 del passivo)

La sottovoce 5.2 (*altre passività*), pari a 2.692 milioni (2.949 nell'esercizio 2010), è connessa principalmente con i rapporti con la clientela ERMS (Eurosystem Reserve Management Services).

*Le BCN dell'Eurosistema possono offrire, secondo un quadro di regole e di condizioni economiche armonizzate, servizi di gestione delle riserve in euro (servizi ERMS) a banche centrali e organismi governativi di paesi che non hanno adottato l'euro, nonché a organismi internazionali.*

#### [10] Altre passività (voce 11 del passivo)

La voce comprende le componenti di seguito riportate:

Tavola 22.24

<b>Altre passività (voce 11)</b>				
<i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni	
11.1 vaglia cambiari	239.123	248.355	-9.232	
11.2 ratei e risconti	25.847	55.282	-29.435	
11.3 diverse	1.444.161	1.645.461	-201.300	
banconote in lire	9.400	640.620	-631.220	
Fondo pensione complementare	194.006	174.195	19.811	
altre partite	1.240.755	830.646	410.109	
<b>Totale</b>	<b>1.709.131</b>	<b>1.949.098</b>	<b>-239.967</b>	

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.2) sono di seguito dettagliati:

Tavola 22.25

<b>Ratei e risconti (sottovoce 11.2)</b>				
<i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni	
<b>Ratei passivi</b>	<b>25.844</b>	<b>55.266</b>	<b>-29.422</b>	
interessi su depositi di riserva	17.186	21.169	-3.983	
interessi su passività in valuta	3.840	6.863	-3.023	
interessi su conto disponibilità del Tesoro	2.615	26.415	-23.800	
altri	2.203	819	1.384	
<b>Risconti passivi</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>-13</b>	
fitti attivi	3	16	-13	
<b>Totale</b>	<b>25.847</b>	<b>55.282</b>	<b>-29.435</b>	

La sottovoce *diverse* (11.3) include, tra l'altro, il controvalore delle residue banconote in lire (9 milioni di euro), per le quali sono maturati i termini di prescrizione ai sensi della legge 22 dicembre 2011, n. 214 che verranno riconosciute all'erario dopo le necessarie operazioni di verifica. Al 31 dicembre 2010 il saldo rappresentava le banconote in lire non ancora presentate per la conversione al netto degli acconti corrisposti all'erario.

L'art. 26 del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214 (Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici), ha disposto, con decorrenza immediata e in deroga a quanto previsto dalla legge 7 aprile 1997, n. 96 e dal decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213, la prescrizione a favore dell'erario delle banconote, dei biglietti e delle monete in lire ancora in circolazione. Sulla base del citato art. 26 la Banca d'Italia ha versato all'erario l'ammontare di 600 milioni, quale saldo provvisorio delle banconote in lire non ancora convertite alla data della prescrizione, considerato al netto degli acconti in precedenza versati ai sensi della legge 289 del 2002.

### [11] Accantonamenti e Fondo rischi generali (voci 12 e 14 del passivo)

Le consistenze e i movimenti degli *accantonamenti* sono riportati nella tavole 22.26 e 22.27.

Tavola 22.26

<b>Fondi rischi specifici (sottovoce 12.1) - movimenti</b>					
<i>(migliaia di euro)</i>					
VOCI	Fondo assicurazione danni	Fondo imposte (1)	Fondo per operazioni di politica monetaria Eurosystema	Fondo per oneri	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>309.874</b>	<b>480.036</b>	<b>396.765</b>	<b>4.015</b>	<b>1.190.690</b>
<b>Aumenti</b>	–	<b>612.403</b>	–	<b>18.986</b>	<b>631.389</b>
Accantonamento dell'esercizio	–	612.100	–	18.986	631.086
Altre variazioni in aumento	–	303	–	–	303
<b>Diminuzioni</b>	–	<b>-479.111</b>	<b>-226.158</b>	–	<b>-705.269</b>
Utilizzo nell'esercizio	–	-477.491	–	–	-477.491
Altre variazioni in diminuzione	–	-1.620	-226.158	–	-227.778
<b>Consistenze finali</b>	<b>309.874</b>	<b>613.328</b>	<b>170.607</b>	<b>23.001</b>	<b>1.116.810</b>

(1) Le *altre variazioni* includono la variazione della fiscalità differita passiva ai fini IRAP.

Nell'ambito dei *fondi rischi specifici* (sottovoce 12.1) diminuisce per 226 milioni il fondo connesso con le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. In base a quanto disposto dall'art. 32.4 dello Statuto del SEBC, gli accantonamenti a fronte dei rischi di controparte derivanti dalle operazioni di politica monetaria sono costituiti da tutte le BCN dell'area dell'euro in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE in essere nell'anno in cui gli eventi si manifestano. Il Consiglio direttivo della BCE ha rivisto l'ammontare del fondo complessivamente istituito dalle BCN nel 2008, quantificando in 949 milioni il livello dei rischi ancora in essere al 31 dicembre 2011 (2.207 milioni alla fine del 2010). La riduzione è iscritta nei conti economici delle BCN dell'Eurosistema secondo lo stesso criterio di proporzionalità dei rispettivi accantonamenti. La quota del fondo di pertinenza della Banca d'Italia è passata da 397 a 171 milioni (cfr. il paragrafo *Commento alle voci del conto economico: Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*).

Il fondo per oneri si riferisce a spese da sostenere per il ripristino degli immobili della città de L'Aquila danneggiati dal sisma del 6 aprile 2009; per tali spese l'Istituto ha incassato, a titolo definitivo, i relativi rimborsi assicurativi (cfr. anche il paragrafo *Commento alle voci del conto economico: Proventi e oneri straordinari*).

Tavola 22.27

Accantonamenti diversi per il personale (sottovoce 12.2) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	a garanzia del TQP	Fondo oneri per il personale	per TFR (1)	sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>6.402.480</b>	<b>169.393</b>	<b>2.983</b>	<b>2.156</b>	<b>6.577.012</b>
<b>Aumenti</b>	–	<b>83.782</b>	<b>178</b>	<b>37</b>	<b>83.997</b>
Accantonamento dell'esercizio	–	83.782	178	36	83.996
Altre variazioni in aumento	–	–	–	1	1
<b>Diminuzioni</b>	<b>-27</b>	<b>-100.062</b>	<b>-35</b>	<b>-15</b>	<b>-100.139</b>
Utilizzo nell'esercizio	-27 (2)	-100.062	-24	-15	-100.128
Altre variazioni in diminuzione	–	–	-11	–	-11
<b>Consistenze finali</b>	<b>6.402.453</b>	<b>153.113</b>	<b>3.126</b>	<b>2.178</b>	<b>6.560.870</b>

(1) Include il TFR del personale a contratto e quello dei dipendenti maturato precedentemente all'adesione al Fondo pensione complementare. – (2) Comprende il trasferimento dell'indennità di fine rapporto degli aderenti al Fondo pensione complementare.

Gli *accantonamenti diversi per il personale* (sottovoce 12.2) ammontano complessivamente a 6.561 milioni. Al loro interno:

- la voce relativa agli accantonamenti a garanzia del TQP rimane stabile a 6.402 milioni, presentando una limitata eccedenza di circa 61 milioni rispetto al complesso degli impegni per pensioni e indennità di fine rapporto al 31 dicembre 2011 che resta prudenzialmente allocata nella predetta voce;
- diminuisce di 16 milioni il fondo oneri per il personale che si attesta a 153 milioni. Di tale importo, 37 milioni sono riferibili alle misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione territoriale dell'Istituto.

Il *fondo rischi generali* (voce 14) si è attestato alla fine del 2011 a 10.546 milioni (9.146 nel 2010) in seguito all'attribuzione di 1.400 milioni deliberata dal Consiglio superiore. Con l'assegnazione del 2011 continua il reintegro del fondo, dopo gli utilizzi resisi necessari in passati esercizi.

## [12] Conti di rivalutazione (voce 13 del passivo)

Accolgono le valutazioni al mercato di oro, valute, titoli e operazioni a termine (cfr. *Oro, attività e passività in valuta e Portafoglio titoli*).

Tavola 22.28

Conti di rivalutazione (voce 13) (migliaia di euro)				
VOCI	Consistenze iniziali	Utilizzi	Rivalutazioni nette	Consistenze finali
<b>Rivalutazioni da cambio</b>	<b>67.631.786</b>		<b>13.411.948</b>	<b>81.043.733</b>
di cui: oro	63.776.437		12.726.595	76.503.032
attività nette in valuta (1)	3.855.136		685.497	4.540.632
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (1)	213		-144	69
<b>Rivalutazioni da prezzo</b>	<b>2.574.388</b>		<b>-614.029</b>	<b>1.960.359</b>
di cui: titoli in valuta	255.346		167.265	422.611
titoli in euro	39.433		47.089	86.522
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	2.279.609		-828.383	1.451.226
<b>Rivalutazioni all'1.1.1999</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>		<b>4</b>
<b>Totale</b>	<b>70.206.179</b>	<b>-1</b>	<b>12.797.919</b>	<b>83.004.096</b>

(1) Tengono conto delle rivalutazioni nette relative alle operazioni a termine.

## [13] Capitale e riserve (voce 15 del passivo)

La voce si compone come segue:

Tavola 22.29

Capitale e riserve (voce 15) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni	
<b>15.1 Capitale sociale</b>	<b>156</b>	<b>156</b>	<b>-</b>	
<b>15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto)</b>	<b>14.004.911</b>	<b>13.409.718</b>	<b>595.193</b>	
ordinaria	6.856.192	6.578.109	278.083	
straordinaria	7.148.719	6.831.609	317.110	
<b>15.3 Altre riserve</b>	<b>7.739.511</b>	<b>7.739.511</b>	<b>-</b>	
per rivalutazione monetaria L. 19.3.1983, n. 72	694.502	694.502	-	
per rivalutazione L. 29.12.1990, n. 408	683.274	683.274	-	
per rivalutazione L. 30.12.1991, n. 413	16.943	16.943	-	
per rivalutazione L. 21.11.2000, n. 342	896.577	896.577	-	
per rivalutazione L. 23.12.2005, n. 266	1.521.240	1.521.240	-	
fondo speciale rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	1.805.044	-	
avanzo di confluenza UIC D. lgs. 21.11.2007, n. 231	2.121.931	2.121.931	-	
<b>Totale</b>	<b>21.744.578</b>	<b>21.149.385</b>	<b>595.193</b>	

I movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono illustrati di seguito:

Tavola 22.30

Riserve ordinaria e straordinaria (sottovoce 15.2) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Consistenze al 31.12.2010	Attribuzione utile 2010 ex art. 39 Statuto	Distribuzione ai partecipanti ex art. 40 Statuto (1)	Fruttato 2011 ex art. 40 Statuto	Consistenze al 31.12.2011
Ordinaria	6.578.109	170.461	-30.381	138.003	6.856.192
Straordinaria	6.831.609	170.461	-31.313	177.962	7.148.719
<b>Totale</b>	<b>13.409.718</b>	<b>340.922</b>	<b>-61.694</b>	<b>315.965</b>	<b>14.004.911</b>

(1) A valere sul fruttato dell'esercizio 2010.

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca è riportata nella tavola 22.31.

Tavola 22.31

Quote di partecipazione al capitale								
DETENTORI	A fine 2011				A fine 2010			
	Enti	Quote (1)	%	Voti	Enti	Quote (1)	%	Voti
Con diritto di voto	58	299.934	100	539	58	299.934	100	539
<i>Spa esercenti attività bancaria, comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	51	253.434	84	418	51	253.434	84	418
<i>Istituti di previdenza</i>	1	15.000	5	34	1	15.000	5	34
<i>Istituti di assicurazione</i>	6	31.500	11	87	6	31.500	11	87
Senza diritto di voto	6	66	..		6	66	..	
<i>Spa esercenti attività bancaria, comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	6	66	..		6	66	..	
<b>Totale</b>	<b>64</b>	<b>300.000</b>	<b>100</b>	<b>539</b>	<b>64</b>	<b>300.000</b>	<b>100</b>	<b>539</b>

(1) Il valore nominale della singola quota è di euro 0,52.

### Conti d'ordine

Il totale dei conti d'ordine del 2011 è pari a 549.205 milioni. Il dettaglio è riportato nella tavola 22.32.

Tavola 22.32

Conti d'ordine (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2011	31.12.2010	Variazioni
<b>Ordini in corso</b>	<b>306.768</b>	<b>375.949</b>	<b>-69.181</b>
di acquisto	276.372	292.159	-15.787
di vendita	30.396	83.790	-53.394
<b>Operazioni a termine</b>	<b>2.212.387</b>	<b>653.511</b>	<b>1.558.876</b>
vendite a termine di valuta	2.113.461	653.511	1.459.950
futures in acquisto	98.926	-	98.926
<b>Prestito titoli</b>	<b>16.416.055</b>	<b>-</b>	<b>16.416.055</b>
titoli dati in prestito	6.155.166	-	6.155.166
titoli ricevuti in garanzia	10.260.889	-	10.260.889
<b>Impegni</b>	<b>15.924.177</b>	<b>1.950.185</b>	<b>13.973.992</b>
verso FMI per concessione prestiti	15.924.146	1.950.088	13.974.058
altri	31	97	-66
<b>Garanzie ricevute</b>	<b>370.691.780</b>	<b>132.482.268</b>	<b>238.209.512</b>
garanzia del rifinanziamento (1)	368.352.847	129.723.147	238.629.700
altre	2.338.933	2.759.121	-420.188
<b>Garanzie prestate</b>	<b>11.687</b>	<b>23.464</b>	<b>-11.777</b>
<b>Titoli e valori di terzi in deposito presso l'Istituto</b>	<b>143.491.822</b>	<b>145.600.601</b>	<b>-2.108.779</b>
<b>Conti d'ordine del Fondo pensione complementare</b>	<b>150.214</b>	<b>112.413</b>	<b>37.801</b>
<b>Totale</b>	<b>549.204.890</b>	<b>281.198.391</b>	<b>268.006.499</b>

(1) Comprende le garanzie in titoli e quelle costituite da prestiti bancari.

Le vendite a termine in valuta includono l'impegno:

- verso la BCE, connesso con il programma di rifinanziamento a breve termine in dollari ed effettuato nei confronti di controparti dell'Eurosistema mediante operazioni temporanee (cfr. *Oro, attività e passività in valuta*);

- per le operazioni di copertura dal rischio di cambio degli investimenti in valuta estera detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (cfr. *Portafoglio titoli*).

I futures sono indicati al valore nozionale dei contratti; tra le garanzie prestate sono incluse le relative garanzie costituite da titoli depositati presso il clearer.

I titoli dati in prestito e quelli ricevuti in garanzia si riferiscono a operazioni chiuse all'inizio del 2012.

Gli impegni verso l'FMI per la concessione di prestiti riguardano le iniziative già previste dal Fondo in capo all'Italia per finanziamenti da erogare. L'incremento dell'anno è riconducibile principalmente agli impegni assunti dalla Banca nell'ambito dei NAB (cfr. *Oro, attività e passività in valuta*) sulla base di quanto previsto dal decreto legge 29 dicembre 2010, n. 225, convertito dalla legge 26 febbraio 2011, n. 10.

La Banca aderisce ai Programmi di prestito titoli automatici gestiti da intermediari specializzati sia sui titoli inclusi nelle attività in valuta estera sia sul portafoglio dei covered bond. Il valore di mercato dei titoli prestati dalla Banca d'Italia attraverso tali programmi è pari a 1.181 milioni per i titoli in valuta e a 1.441 milioni per i covered bond.

### Commento alle voci del conto economico

L'utile netto è pari a 1.129 milioni (852 nel precedente esercizio).

#### [14] Interessi attivi netti (voce 1)

Gli *Interessi attivi netti* aumentano di 566 milioni (da 3.200 a 3.766 milioni), principalmente per la maggiore consistenza del portafoglio titoli in euro, cui è associato un rendimento più elevato rispetto alle altre attività finanziarie. L'incremento del portafoglio ha riflesso anche gli acquisti di titoli di Stato nell'ambito del Securities Markets Programme.

Tavola 22.33

Interessi attivi (sottovoce 1.1) (1) (migliaia di euro)			
VOCI	2011	2010	Variazioni
su attività in euro	5.351.774	3.852.025	1.499.749
titoli	4.243.806	3.122.390	1.121.416
operazioni di rifinanziamento	928.902	303.033	625.869
saldi intra SEBC	152.093	414.945	-262.852
diversi	26.973	11.657	15.316
su attività in valuta estera	319.114	394.470	-75.356
crediti verso l'FMI	41.695	27.494	14.201
titoli	271.168	358.015	-86.847
altre attività	6.251	8.961	-2.710
<b>Totale</b>	<b>5.670.888</b>	<b>4.246.495</b>	<b>1.424.393</b>

(1) Gli interessi sulle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi sono evidenziati in uno specifico e distinto margine reddituale (cfr. Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi).

Tra gli interessi attivi sulle attività in euro, in particolare:

- aumentano gli interessi su titoli per effetto sia della crescita della consistenza media annua dell'aggregato di riferimento sia per l'aumento dei tassi medi di rendimento. Gli interessi si riferiscono:
  - a) per 827 milioni, come nel 2010, ai titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289 del 2002;
  - b) per 299 milioni (263 nel 2010), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con i due programmi di acquisto Covered Bond Purchase Programme;
  - c) per 882 milioni (262 nel 2010), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con il Securities Markets Programme;
  - d) per 2.236 milioni (1.770 nel 2010), agli altri titoli obbligazionari;
- crescono in misura significativa gli interessi sulle operazioni di rifinanziamento principali (da 47 a 330 milioni) e a più lungo termine (da 255 a 597 milioni) entrambi per effetto del rilevante aumento della consistenza media e, in misura minore, per il maggior livello medio dei tassi di rendimento registrato nel corso dell'anno;

*Nel 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha modificato quattro volte i tassi di interesse dell'Euro-sistema. Nei mesi di aprile e di luglio il Consiglio è intervenuto con due aumenti di 25 punti base sulle operazioni di rifinanziamento principali e contestualmente sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight presso le banche centrali; nei mesi di novembre e di dicembre con due diminuzioni di pari misura, riportando i tassi agli stessi livelli del 2010. Alla fine del 2011 il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali era pertanto pari all'1,00 per cento; il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi overnight presso le banche centrali erano pari, rispettivamente, all'1,75 e allo 0,25 per cento.*

- diminuiscono gli interessi intra SEBC sui saldi TARGET2 a credito della Banca (da 353 a 74 milioni) per la riduzione della consistenza media dell'aggregato di riferimento che a partire dalla seconda metà del mese di luglio ha presentato stabilmente saldi a debito. Aumentano invece (da 62 a 78 milioni) gli interessi sui crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE per il maggior livello medio dei tassi di rendimento;

*La posizione connessa con l'operatività del sistema TARGET2, ad eccezione dei saldi non remunerati riferibili al regolamento delle operazioni con la BCE relativi ai programmi di finanziamento in valuta a controparti dell'area dell'euro, è remunerata al tasso marginale di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali. I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE sono remunerati in base allo stesso tasso applicato sui saldi TARGET2 ridotto del 15 per cento per tener conto della parte di riserve trasferite rappresentata dall'oro, componente infruttifera.*

- aumentano, nell'ambito degli interessi diversi, quelli su operazioni di pronti contro termine su titoli in euro (da 5 a 24 milioni) principalmente per effetto del maggior ricorso a tali operazioni.

Tra gli interessi su attività in valuta estera, diminuiscono quelli su titoli, principalmente a motivo del minor livello medio dei tassi di rendimento. Risultano invece in aumento gli interessi sui crediti verso l'FMI prevalentemente per il maggior tasso medio di rendimento (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Oro, attività e passività in valuta*).



Tavola 22.34

Interessi passivi (sottovoce 1.2) (migliaia di euro)			
VOCI	2011	2010	Variazioni
su passività in euro	1.874.258	1.024.260	849.998
disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	894.443	685.148	209.295
fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	7.237	5.499	1.738
depositi di riserva in conto corrente	319.301	264.252	55.049
saldi intra SEBC	612.617	57.121	555.496
diversi	40.660	12.240	28.420
su passività in valuta estera	30.887	22.399	8.488
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	29.692	21.986	7.706
diversi	1.195	413	782
<b>Totale</b>	<b>1.905.145</b>	<b>1.046.659</b>	<b>858.486</b>

Tra gli interessi su passività in euro aumentano, in particolare:

- gli interessi sulle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria, in seguito all'aumento del tasso medio di remunerazione, solo in parte compensato dalla diminuzione della consistenza media annua del conto;

*Il conto disponibilità del Tesoro è remunerato su base giornaliera – come previsto dalla nuova convenzione tra la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle finanze in vigore dal 30 novembre 2011 – nei limiti della giacenza massima di un miliardo, al tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Fino al 29 novembre il tasso applicato ai fini della remunerazione era uguale a quello medio dei BOT emessi nel periodo di riferimento. Gli interessi sul conto disponibilità del Tesoro del 2011 comprendono quelli integrativi, pari a 192 milioni (240 nell'esercizio precedente), riconosciuti al Tesoro ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 30 dicembre 2003, n. 398 (Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico), in quanto il tasso di riferimento per la remunerazione del conto è risultato inferiore al rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora giunti a scadenza (invariati a 3 miliardi). I depositi vincolati a scadenza aperti dal Ministero sono remunerati al tasso Eurepo (tasso di riferimento del mercato dei pronti contro termine europeo rilevato dalla Federazione bancaria europea). Al fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato è applicato il tasso previsto per la quota remunerabile del conto disponibilità del Tesoro.*

- gli interessi sui depositi di riserva in conto corrente, per effetto dell'aumento del tasso di remunerazione, parzialmente compensato dalla diminuzione della consistenza media dei depositi;

*La misura della remunerazione dei conti per la riserva obbligatoria è pari al valore medio, nel periodo di mantenimento, dei tassi marginali delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La riserva in eccesso rispetto a quella dovuta non è remunerata.*

- gli interessi intra SEBC, soprattutto a causa degli interessi sui saldi a debito della Banca connessi con l'operatività del sistema TARGET2 (579 milioni). Nel 2010 la partecipazione al sistema TARGET2 aveva determinato per la Banca quasi esclusivamente saldi a credito. Nell'ambito della voce risultano invece in flessione gli interessi sui saldi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (da 57 a 34 milioni), per la minore consistenza media annua dell'aggregato di riferimento (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosistema*);

*I saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema sono remunerati al tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali.*

- gli interessi diversi che comprendono quelli relativi alla clientela ERMS (da 5 a 23 milioni), ai depositi overnight (da 4 a 6 milioni) e alle altre disponibilità del Tesoro presso l'Istituto (da 2 a 9 milioni). Queste ultime includono dalla fine del mese di novembre anche i depositi vincolati aperti in seguito alla stipula della citata convenzione con il Ministero dell'Economia e delle finanze (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti*).

Tra gli interessi sulle passività in valuta, aumentano in particolare quelli sui DSP, per effetto dei maggiori tassi medi applicati.

### [15] Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2)

Il risultato del 2011 comprende in particolare:

- utili netti da negoziazione in cambi (265 milioni) derivanti in massima parte da vendite di attività in yen e dollari;
- utili netti da negoziazione su titoli in valuta (214 milioni) originati prevalentemente da vendite di titoli denominati in dollari e sterline inglesi;
- utili netti su altre operazioni finanziarie che includono i proventi delle operazioni di prestito titoli (13 milioni);
- svalutazioni da prezzo su titoli in euro (370 milioni) e su titoli in valuta (13 milioni, principalmente in dollari);
- l'attribuzione al fondo rischi generali per 1.400 milioni.

Tavola 22.35

<b>Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	2011	2010	Variazioni (1)
Utili (+) e perdite (-) realizzati su operazioni finanziarie	492.610	337.418	155.192
da negoziazione in cambi	264.527	88.822	175.705
da negoziazione in titoli in euro	-249	21.271	-21.520
da negoziazione in titoli in valuta	214.031	227.163	-13.132
su contratti derivati in valuta	1.644	69	1.575
su altre operazioni	12.657	93	12.564
Svalutazioni (-) di attività e posizioni finanziarie	-383.087	-196.855	-186.232
da cambio	-2	-	-2
da prezzo			
– titoli in euro	-370.297	-116.605	-253.692
– titoli in valuta	-12.788	-80.250	67.462
Accantonamenti (-) al fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito	-1.400.000	-1.350.000	-50.000
<b>Totale</b>	<b>-1.290.477</b>	<b>-1.209.437</b>	<b>-81.040</b>

(1) La variazione negativa evidenzia minori utili o maggiori perdite/svalutazioni; quella positiva maggiori utili o minori perdite/svalutazioni.

### [16] Risultato netto da tariffe e commissioni (voce 3)

Il risultato netto diminuisce di 2 milioni (da 18 a 16). Le *Tariffe e commissioni attive* comprendono, in particolare: le tariffe dovute dai partecipanti al sistema TARGET2 (6 milioni), le provvigioni sui servizi finanziari effettuati per conto di Amministrazioni pubbliche (5 milioni), le tariffe per le dichiarazioni sostitutive di protesto (4 milioni), quelle per i servizi di Correspondent Central Banking Model (2 milioni) e per il servizio di prima informazione della Centrale dei rischi (2 milioni). Le *Tariffe e commissioni passive* si riferiscono prevalentemente al servizio di gestione accentrata dei titoli (7 milioni).

### [17] Rendite da partecipazioni (voce 4)

La voce *Rendite da partecipazioni* diminuisce di 116 milioni (147 rispetto ai 263 dell'anno precedente) e comprende:

- la parte spettante all'Istituto degli utili conseguiti dalla BCE nell'esercizio 2010 e distribuiti nel 2011 (31 milioni);
- la quota (116 milioni) spettante alla Banca d'Italia del reddito da signoraggio della BCE sulle banconote. Nell'anno precedente la BCE aveva trattenuto l'intero reddito derivante dal signoraggio e dai titoli del Securities Markets Programme.

*Nel 2011 il reddito della BCE derivante dai titoli detenuti nell'ambito del Securities Markets Programme e parte di quello relativo al signoraggio sulla quota dell'8 per cento delle banconote a essa attribuite sono stati trattenuti dalla BCE stessa per alimentare il fondo su rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. La restante parte del reddito da signoraggio è stata distribuita alle BCN dell'Eurosistema sotto forma di acconto sul dividendo (cfr. il paragrafo: Principi, criteri e schemi di bilancio). A integrazione dell'acconto già corrisposto a titolo di dividendo, alla Banca d'Italia è stato versato nel mese di marzo 2012 un ulteriore importo di 14 milioni.*

### [18] Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario (voce 5)

Il risultato del 2011, pari a 590 milioni, riflette:

- il risultato della redistribuzione del reddito monetario, positivo per 357 milioni (303 milioni nel 2010);
- l'effetto, positivo per 7 milioni, della rideterminazione della redistribuzione del reddito monetario relativo a esercizi precedenti;
- la riduzione del fondo connesso con le operazioni di politica monetaria, pari a 226 milioni (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantonamenti e Fondo rischi generali*).

*Il risultato della redistribuzione del reddito monetario del 2011 rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato dalla Banca, 2.445 milioni, e quello alla stessa redistribuito, 2.802 milioni. Il reddito monetario (da accentrare) di ciascuna BCN è pari al reddito annuo che essa ottiene da specifiche attività (cosiddette earmarkable) detenute in contropartita delle passività di riferimento (liability base).*

*La liability base di ciascuna BCN è costituita principalmente da: banconote in circolazione; passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria denominate in euro; passività intra Eurosistema (nette) risultanti dalle transazioni TARGET2; passività intra Eurosistema (nette) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema. Gli interessi corrisposti sulle passività incluse nella liability base vengono dedotti dal reddito monetario da accentrare.*

Gli attivi earmarkable di ciascuna BCN sono costituiti principalmente da: rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro per operazioni di politica monetaria; titoli detenuti per finalità di politica monetaria; crediti intra Eurosystema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosystema (netti) risultanti dalle transazioni TARGET2; crediti intra Eurosystema (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosystema; un determinato ammontare di oro e crediti in oro proporzionato alla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'oro è considerato infruttifero; i titoli detenuti per finalità di politica monetaria, acquistati nell'ambito dei Covered Bond Purchase Programme (decisioni 2 luglio 2009, n. 16 e 3 novembre 2011, n. 17 del Consiglio direttivo della BCE), sono considerati fruttiferi in misura pari all'ultimo tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosystema. Qualora l'ammontare degli attivi earmarkable ecceda o sia inferiore alla liability base, la differenza è compensata applicando alla stessa il tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosystema.

Il reddito monetario complessivamente accentrato dall'Eurosystema viene redistribuito a ciascuna BCN in base alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE.

## [19] Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6)

Il minor risultato riflette principalmente le svalutazioni derivanti dall'adeguamento al prezzo di fine esercizio dei titoli del comparto azionario e degli investimenti in quote di OICR, solo in parte compensato dall'aumento degli interessi sui titoli obbligazionari. Risultano in diminuzione anche gli utili netti da negoziazione.

Tavola 22.36

<b>Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6)</b>				
<i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	2011	2010	Variazioni	
Interessi	1.066.284	951.700	114.584	
riserve statutarie	331.118	306.512	24.606	
altre riserve, accantonamenti e fondi	735.166	645.188	89.978	
Dividendi da azioni e partecipazioni	234.402	246.933	-12.531	
riserve statutarie	143.058	158.664	-15.606	
altre riserve, accantonamenti e fondi	91.344	88.269	3.075	
Utili e perdite da negoziazione e realizzo	29.190	88.805	-59.615	
riserve statutarie	17.025	39.436	-22.411	
altre riserve, accantonamenti e fondi	12.165	49.369	-37.204	
Svalutazioni	-280.806	-74.292	-206.514	
riserve statutarie	-193.361	-57.110	-136.251	
altre riserve, accantonamenti e fondi	-87.445	-17.182	-70.263	
Altre componenti	27.949	24.460	3.489	
riserve statutarie	18.125	15.031	3.094	
altre riserve, accantonamenti e fondi	9.824	9.429	395	
<b>Totale</b>	<b>1.077.019</b>	<b>1.237.606</b>	<b>-160.587</b>	

## [20] Altre rendite (voce 8)

Il dettaglio delle *Altre rendite* è riportato di seguito:

Tavola 22.37

Altre rendite (voce 8) (migliaia di euro)			
VOCI	2011	2010	Variazioni
Fitti attivi da locazione immobili	27.026	25.086	1.940
Procedure, studi e progettazioni completate	10.357	13.967	-3.610
Diverse	71.933	33.529	38.404
<b>Totale</b>	<b>109.316</b>	<b>72.582</b>	<b>36.734</b>

Le rendite diverse comprendono i rimborsi effettuati dalle BCN dell'Eurosistema in relazione allo sviluppo di piattaforme, applicazioni e infrastrutture informatiche realizzate dalla Banca d'Italia in collaborazione con le altre banche centrali *provider*. In particolare, nel 2011 sono inclusi rimborsi per la piattaforma TARGET2 per 22 milioni (come nel 2010) e TARGET2-Securities per 36 milioni.

## [21] Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (voce 9)

Come previsto dall'art. 40 dello Statuto, i redditi degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria confluiscono nelle riserve stesse. L'attribuzione dell'esercizio 2011 è diminuita rispetto al 2010 da 463 a 316 milioni principalmente per effetto delle maggiori svalutazioni da prezzo solo in parte compensate dalla crescita degli interessi (cfr. *Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*).

## [22] Spese e oneri diversi (voce 10)

Le *Spese e oneri diversi* comprendono:

Tavola 22.38

Spese e oneri diversi (voce 10) (migliaia di euro)			
VOCI	2011	2010	Variazioni
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio	690.604	693.266	-2.662
Altre spese relative al personale	63.291	72.077	-8.786
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	83.996	107.506	-23.510
<i>TQP</i>	–	23.913	-23.913
<i>oneri maturati e non ancora erogati</i>	83.782	83.394	388
<i>altri</i>	214	199	15
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	387.154	394.022	-6.868
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	3.185	3.667	-482
Spese di amministrazione	420.139	437.530	-17.391
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	186.673	185.656	1.017
Costi per servizi di produzione di banconote	–	3.961	-3.961
Altre spese	27.471	23.294	4.177
<b>Totale</b>	<b>1.862.513</b>	<b>1.920.979</b>	<b>-58.466</b>

Le spese e oneri diversi si riducono di 58 milioni anche per effetto dell'entrata a regime delle misure di riorganizzazione aziendale e delle altre iniziative di contenimento dei costi.

Tavola 22.39

Compagnie del personale				
CARRIERE	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2011	2010	2011	2010
Direttiva	2.036	2.066	29,0	28,7
Operativa	4.081	4.130	58,2	57,4
Servizi generali e di sicurezza	427	512	6,1	7,1
Operaia	469	486	6,7	6,8
<b>Totale</b>	<b>7.013</b>	<b>7.194</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Personale a contratto	33	32		

La spesa per il personale (compreso quello a contratto) nelle sue componenti di stipendi (inclusi gli emolumenti per prestazioni straordinarie), oneri accessori (contributi previdenziali e assistenziali), accantonamenti per oneri maturati e non ancora erogati e altre spese per il personale (comprese quelle relative a diarie per missioni e trasferimenti) si è ragguagliata a 819 milioni, in diminuzione rispetto all'anno precedente (830 milioni). La dinamica della spesa per il personale riflette, da un lato, i provvedimenti riduttivi adottati dalla Banca in coerenza con i principi stabiliti dal decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 e, dall'altro, gli adeguamenti riconosciuti a titolo di indennità di vacanza contrattuale. Il numero medio dei dipendenti, ricalcolato sulla base della metodologia del *full time equivalent* (tenendo conto in senso incrementativo delle prestazioni aggiuntive e in senso riduttivo del part-time e delle assenze non retribuite), è pari a 7.491. La relativa spesa media pro capite si attesta a 92.200 euro per stipendi lordi e oneri accessori e a 109.300 euro considerando le altre componenti di costo sopra indicate.

Nel 2011 non sono state effettuate assegnazioni annuali al TQP (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantonamenti e Fondo rischi generali*). La diminuzione della spesa per *Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte* è ascrivibile alla riduzione della componente riferita alle indennità di fine rapporto per effetto delle minori cessazioni dal servizio.

I *Compensi per organi collegiali centrali e periferici* comprendono, in particolare, gli emolumenti cumulativamente attribuiti ai tredici Consiglieri superiori, pari a 371.020 euro, ai cinque componenti il Collegio sindacale, pari a 137.430 euro e al Direttorio. Gli emolumenti spettanti nell'anno ai singoli membri del Direttorio sono:

- per il Governatore 757.714 euro;
- per il Direttore generale 593.303 euro;
- per ciascuno dei Vice direttori generali 441.057 euro.

Per i membri titolari di trattamento pensionistico a carico della Banca gli emolumenti sopra indicati, all'atto dell'erogazione, sono decurtati dell'importo corrispondente a detto trattamento pensionistico, ricompreso tra le *Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte* (sottovoce 10.4). Su quanto da corrispondere a titolo di compenso viene detratto il 10 per cento in base ai principi stabiliti nel citato decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, art. 6, 3° comma, convertito dalla legge 30 luglio 2010, n. 122.

Le *Spese di amministrazione* registrano una riduzione di 17 milioni, pari a circa il 4 per cento; al loro interno sono diminuite di 8 milioni (da 75 a 67) le spese di manutenzione degli immobili, di 6 milioni (da 75 a 69) gli oneri per i servizi di sicurezza e scorta valori e di 5 milioni (da 19 a 14) le spese per il noleggio di macchinari e (da 36 a 31) i costi per il noleggio e la manutenzione del software esterno. Si incrementano invece di un milione (da 16 a 17) gli oneri per teletrasmissioni. Sono rimasti sostanzialmente stabili gli oneri per materie prime e materiali per la produzione delle banconote (30 milioni), i costi per l'assistenza sistemistica (30 milioni), i costi delle utenze (27 milioni) e le spese di partecipazione al sistema TARGET2 (9 milioni).

La Banca d'Italia nel 2011 non ha sostenuto costi per servizi di produzione di banconote all'esterno dell'Istituto (4 milioni nel 2010).

Le *Altre spese*, pari a 27 milioni, includono oneri di natura fiscale per 17 milioni, di cui 11 per ICI.

### **[23] Proventi e oneri straordinari (voce 12)**

I *Proventi e oneri straordinari* presentano un ammontare negativo per 6 milioni. I proventi, pari a 26 milioni, includono, in particolare, i rimborsi assicurativi riconosciuti all'Istituto a titolo definitivo per gli immobili della città de L'Aquila danneggiati dal sisma del 2009 (22 milioni che si aggiungono all'acconto già percepito nel 2010 di 10 milioni) e partite attive di natura fiscale (2 milioni). Gli oneri, pari a 32 milioni, comprendono le spese di ripristino sostenute nel 2011 per immobili della città de L'Aquila (3 milioni) e l'adeguamento dell'accantonamento al *fondo per oneri* per le ulteriori spese di ripristino già programmate ma ancora da sostenere (19 milioni). Sono inoltre inclusi nella voce oneri di natura fiscale (6 milioni).

### **[24] Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive (voce 13)**

Le imposte di competenza dell'esercizio, pari a 1.101 milioni, comprendono sia le imposte correnti dovute all'erario sia la variazione delle attività e passività per imposte differite (cfr. la sottovoce *Imposte differite attive* nel paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*).

In particolare, l'Ires dell'esercizio è riferibile per 416 milioni alle imposte correnti dell'anno iscritte al fondo imposte, per 416 milioni alla diminuzione delle attività per imposte differite derivante dalla compensazione delle perdite fiscali pregresse con il 50 per cento del reddito imponibile dell'anno; la variazione netta delle restanti componenti della fiscalità differita ha determinato un ulteriore onere per complessivi 64 milioni. Nel complesso, l'Ires dell'anno, comprensiva della fiscalità differita, ammonta a 896 milioni (774 nel 2010).

L'IRAP ha comportato un onere complessivo di 205 milioni (151 nel 2010), quale risultante di 196 milioni per imposte correnti iscritte nel fondo imposte e di 9 milioni per variazioni della fiscalità differita.

Per l'analisi delle fattispecie che hanno originato la fiscalità differita, attiva e passiva, cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*.



Tavola 22.40

<b>Imposte sul reddito dell'esercizio (voce 13)</b> (migliaia di euro)		
VOCI	2011	2010
Imposte correnti (-)	-612.100	-478.900
Variazione delle imposte differite attive (+/-)	-489.047	-445.858
Variazione delle imposte differite passive (+/-)	-92	103
<b>Imposte di competenza dell'esercizio (-)</b>	<b>-1.101.239</b>	<b>-924.655</b>

Tavola 22.41

<b>Imposte differite attive - movimenti</b> (migliaia di euro)			
VOCI	Ires	IRAP	Totale
<b>Importo iniziale</b>	<b>5.554.655</b>	<b>25.949</b>	<b>5.580.604</b>
<b>Aumenti</b>	<b>24.823</b>	<b>2.394</b>	<b>27.217</b>
Imposte anticipate rilevate nell'esercizio	23.444	289	23.733
Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	-	2.047	2.047
Altri aumenti	1.379	58	1.437
<b>Diminuzioni</b>	<b>-505.227</b>	<b>-11.045</b>	<b>-516.272</b>
Imposte anticipate annullate nell'esercizio	-505.227	-11.045	-516.272
di cui: <i>relative a perdite fiscali di esercizi precedenti</i>	-416.225	-	-416.225
<b>Importo finale</b>	<b>5.074.251</b>	<b>17.298</b>	<b>5.091.549</b>

Tavola 22.42

<b>Imposte differite passive - movimenti</b> (migliaia di euro)			
VOCI	Ires (1)	IRAP	Totale
<b>Importo iniziale</b>	<b>6.525</b>	<b>1.136</b>	<b>7.661</b>
<b>Aumenti</b>	<b>1.226</b>	<b>303</b>	<b>1.529</b>
Imposte differite rilevate nell'esercizio	1.226	177	1.403
Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	-	126	126
<b>Diminuzioni</b>	<b>-1.234</b>	<b>-211</b>	<b>-1.445</b>
Imposte differite annullate nell'esercizio	-1.234	-211	-1.445
<b>Importo finale</b>	<b>6.517</b>	<b>1.228</b>	<b>7.745</b>

(1) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce 11.6 *imposte differite attive*. Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 5.085 milioni (5.574 nel 2010).

## PROPOSTE DEL CONSIGLIO SUPERIORE

In applicazione degli articoli 38 e 39 dello Statuto il Consiglio superiore, udito il favorevole riferimento del Collegio sindacale, propone che l'utile netto di euro 1.129.175.577 conseguito nell'esercizio 2011 venga così ripartito:

	euro
– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento .....	225.835.115
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale .....	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento .....	225.835.115
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo .....	6.240
– allo Stato, la restante somma di .....	<u>677.489.747</u>
TOTALE .....	<u>1.129.175.577</u>

A norma dell'art. 40 dello Statuto, il Consiglio superiore propone, inoltre, la distribuzione ai Partecipanti – a valere sul fruttato delle riserve ordinaria e straordinaria – di un ulteriore importo di 67.050.000 euro, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2010.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 67.065.600 pari a 223,552 euro per ogni quota di partecipazione.

IL GOVERNATORE  
Ignazio Visco

## 23. DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO

### RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

SUL CENTODICIOTTESIMO ESERCIZIO DELLA BANCA D'ITALIA  
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2011

*Signori Partecipanti,*

abbiamo esaminato il bilancio dell'esercizio 2011 della Banca d'Italia, redatto secondo i principi e i criteri contabili e di valutazione, deliberati dal Consiglio superiore e da noi condivisi, analiticamente illustrati nella nota integrativa.

Il nostro esame sul bilancio è stato svolto secondo i principi di comportamento del Collegio sindacale raccomandati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Tali principi sono stati anche tenuti presenti nello svolgimento delle funzioni di controllo contabile effettuate ai sensi dell'art. 19 dello Statuto della Banca d'Italia.

A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2011 è conforme ai principi e ai criteri contabili e di valutazione indicati nella nota integrativa. Gli stessi sono aderenti alle norme vigenti e riflettono, in particolare, le regole contabili armonizzate dettate dal Consiglio direttivo della BCE e recepite ai fini della rendicontazione di esercizio ai sensi dell'art. 8 del decreto legislativo 10 marzo 1998, n. 43.

La contabilità è tenuta regolarmente secondo principi e regole conformi alle norme vigenti. Le singole poste di bilancio, oggetto di verifica anche da parte della società di revisione, sono state da noi confrontate con le risultanze contabili e trovate a queste conformi.

L'iscrizione nello stato patrimoniale delle imposte differite attive, originatesi prevalentemente dal riporto in avanti della residua perdita fiscale derivante dall'operazione di concambio di cui alla legge 27 dicembre 2002, n. 289, si basa sulla ragionevole certezza – tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto – di recuperarne fiscalmente l'intero ammontare. In relazione alle risultanze dell'esercizio, le attività per imposte differite diminuiscono di 489 milioni (da 5.574 a 5.085 milioni).

Il Consiglio superiore ha deliberato di assegnare 1.400 milioni al fondo rischi generali.

Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente. In particolare, gli "accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale" presentano una limitata eccedenza di circa 61 milioni rispetto al complesso degli impegni per pensioni e indennità di fine rapporto al 31 dicembre 2011 che resta prudenzialmente allocata nella predetta voce.

Il bilancio che viene sottoposto alla Vostra approvazione chiude con le seguenti risultanze:

Attività .....	€	538.978.090.921
Passività .....	€	516.104.337.170
Capitale e riserve .....	€	<u>21.744.578.174</u>
Utile netto dell'esercizio .....	€	<u>1.129.175.577</u>

I conti d'ordine, pari a 549.204.890.252 euro, rappresentano impegni, operazioni a termine, garanzie ricevute e prestate, depositi di terzi in titoli e valori.

Abbiamo esaminato la relazione sulla gestione che corredata il bilancio di esercizio e la riteniamo coerente con il bilancio stesso.

Il Consiglio superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 39 dello Statuto, il seguente riparto dell'utile netto:

– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento .....	€	225.835.115
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale .....	€	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento .....	€	225.835.115
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo .....	€	6.240
– allo Stato, il residuo di .....	€	<u>677.489.747</u>
Totale .....	€	<u>1.129.175.577</u>

Il Consiglio superiore, a norma dell'art. 40 dello Statuto e nel rispetto dei limiti da esso previsti, propone una ulteriore assegnazione ai Partecipanti pari a 67.050.000 euro da prelevare dai frutti degli impieghi della riserva ordinaria e di quella straordinaria, corrispondente allo 0,50 per cento dell'importo delle cennate riserve al 31 dicembre 2010.

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 abbiamo assistito a tutte le riunioni del Consiglio superiore e abbiamo eseguito le verifiche e i controlli di competenza, compresi quelli relativi alle consistenze di cassa e dei valori della Banca e dei terzi, accertando sempre l'osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale della Banca. L'attività delle Unità periferiche è stata da noi seguita, ai sensi degli artt. 19 e 20 dello Statuto, con l'ausilio dei Censori delle Sedi e delle Succursali, ai quali rivolgiamo un sentito ringraziamento.

*Signori Partecipanti,*

Vi proponiamo di approvare il bilancio dell'esercizio 2011 che Vi viene sottoposto, nel suo stato patrimoniale, nel conto economico e nella nota integrativa, assieme

alla proposta di ripartizione dell'utile e a quella dell'assegnazione aggiuntiva ai Partecipanti ai sensi dell'art. 40 dello Statuto.

Roma, 26 aprile 2012

IL COLLEGIO SINDACALE

DARIO VELO (PRESIDENTE)

GIOVANNI FIORI

ELISABETTA GUALANDRI

GIAN DOMENICO MOSCO

SANDRO SANDRI

**DATI DI BILANCIO DELLE SOCIETÀ  
CONTROLLATE E COLLEGATE**

**STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2011**

ATTIVO	(importi in euro)	
	31.12.2011	31.12.2010
<b>A Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</b>	–	–
<b>B Immobilizzazioni</b>		
II <i>Materiali</i>		
1) terreni e fabbricati	81.055.434	83.022.535
2) impianti e macchinario	–	244
4) altri beni	136.881	138.508
<i>Totale</i>	<i>81.192.315</i>	<i>83.161.287</i>
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>81.192.315</b>	<b>83.161.287</b>
<b>C Attivo circolante</b>		
II <i>Crediti</i>		
1) verso clienti	382.778	5.231.409
– entro 12 mesi	382.778	5.231.409
4) verso controllanti	–	1.370
– entro 12 mesi	–	1.370
4bis) per crediti tributari	61.761	92.434
– entro 12 mesi	61.761	92.434
4ter) per imposte anticipate	1.561.170	1.416.340
– entro 12 mesi	1.561.170	1.416.340
5) verso altri	372.716	284.527
– entro 12 mesi	372.716	284.527
<i>Totale</i>	<i>2.378.425</i>	<i>7.026.080</i>
III <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
6) altri titoli	20.825.495	15.206.020
<i>Totale</i>	<i>20.825.495</i>	<i>15.206.020</i>
IV <i>Disponibilità liquide</i>		
1) depositi bancari e postali	37.881.840	36.266.250
3) denaro e valori in cassa	141	222
<i>Totale</i>	<i>37.881.981</i>	<i>36.266.472</i>
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>61.085.901</b>	<b>58.498.572</b>
<b>D Ratei e risconti</b>		
Vari	789.232	459.462
<b>Totale ratei e risconti</b>	<b>789.232</b>	<b>459.462</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>143.067.448</b>	<b>142.119.321</b>



**STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2011**

PASSIVO	(importi in euro)	
	31.12.2011	31.12.2010
<b>A Patrimonio netto</b>		
I Capitale	107.000.000	107.000.000
III Riserva di rivalutazione	16.668.304	16.668.304
IV Riserva legale	3.295.426	3.075.384
VII Altre riserve		
Riserva straordinaria o facoltativa	2.055.754	2.001.380
Totale	2.055.754	2.001.380
IX Utile d'esercizio	2.475.743	2.200.418
<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>131.495.227</b>	<b>130.945.486</b>
<b>B Fondi per rischi e oneri</b>		
2) fondi per imposte, anche differite	1.188.921	1.489.590
3) altri (manutenzione immobili)	4.450.000	4.130.000
<b>Totale fondi per rischi e oneri</b>	<b>5.638.921</b>	<b>5.619.590</b>
<b>C Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato</b>	<b>423.418</b>	<b>383.771</b>
<b>D Debiti</b>		
6) acconti	80.560	264.800
– entro 12 mesi	80.560	264.800
7) debiti verso fornitori	922.825	863.712
– entro 12 mesi	922.825	863.712
12) debiti tributari	2.451.374	2.387.618
– entro 12 mesi	2.451.374	2.387.618
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	51.608	52.958
– entro 12 mesi	51.608	52.958
14) altri debiti	1.962.010	1.522.781
– entro 12 mesi	1.962.010	1.522.781
<b>Totale debiti</b>	<b>5.468.377</b>	<b>5.091.869</b>
<b>E Ratei e risconti</b>		
Vari	41.505	78.605
<b>Totale ratei e risconti</b>	<b>41.505</b>	<b>78.605</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>143.067.448</b>	<b>142.119.321</b>
<b>CONTI D'ORDINE</b>		
4) altri conti d'ordine	2.047.726	6.585.487
<b>Totale conti d'ordine</b>	<b>2.047.726</b>	<b>6.585.487</b>

**CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 2011**

	(importi in euro)	
	2011	2010
<b>A Valore della produzione</b>		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.054.976	8.017.473
5) altri ricavi e proventi (vari)	309.486	21.822
<i>Totale</i>	<i>309.486</i>	<i>21.822</i>
<b>Totale valore della produzione</b>	<b>8.364.462</b>	<b>8.039.295</b>
<b>B Costi della produzione</b>		
7) per servizi	4.011.537	3.570.950
9) per il personale		
a salari e stipendi	378.755	350.653
b oneri sociali	128.508	120.975
c trattamento di fine rapporto	41.285	34.790
e altri costi	3.365	3.042
<i>Totale</i>	<i>551.913</i>	<i>509.460</i>
10) ammortamenti e svalutazioni		
b ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	951.096	925.381
d svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	94.000	52.000
<i>Totale</i>	<i>1.045.096</i>	<i>977.381</i>
13) altri accantonamenti	1.190.407	657.386
14) oneri diversi di gestione	1.076.596	1.115.017
<b>Totale costi della produzione</b>	<b>7.875.549</b>	<b>6.830.194</b>
<b>Differenza tra valore e costi di produzione (A-B)</b>	<b>488.913</b>	<b>1.209.101</b>
<b>C Proventi e oneri finanziari</b>		
16) altri proventi finanziari		
c da titoli iscritti nell'attivo circolante	564.139	1.238.260
d proventi diversi dai precedenti (altri)	875.354	215.387
<i>Totale</i>	<i>1.439.493</i>	<i>1.453.647</i>
17) interessi e altri oneri finanziari (altri)	10.495	572.546
<i>Totale</i>	<i>10.495</i>	<i>572.546</i>
<b>Totale proventi e oneri finanziari</b>	<b>1.428.998</b>	<b>881.101</b>
<b>D Rettifiche di valore di attività finanziarie</b>		
19) svalutazioni:		
c di titoli iscritti nell'attivo circolante	186.725	359.525
<i>Totale</i>	<i>186.725</i>	<i>359.525</i>
<b>Totale rettifiche di valore di attività finanziarie</b>	<b>(186.725)</b>	<b>(359.525)</b>
<b>E Proventi e oneri straordinari</b>		
20) proventi		
– plusvalenze da alienazioni	2.743.719	2.243.185
– varie	215.617	243.856
<i>Totale</i>	<i>2.959.336</i>	<i>2.487.041</i>
21) oneri:		
– minusvalenze da alienazioni		4.113
– varie	15.892	20.358
<i>Totale</i>	<i>15.892</i>	<i>24.471</i>
<b>Totale delle partite straordinarie</b>	<b>2.943.444</b>	<b>2.462.570</b>
<b>Risultato prima delle imposte (A-B±C±D±E)</b>	<b>4.674.630</b>	<b>4.193.247</b>
22) imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
a imposte correnti	2.644.386	2.370.484
b imposte differite	(300.669)	(335.458)
c imposte anticipate	(144.830)	(42.197)
<i>Totale</i>	<i>2.198.887</i>	<i>1.992.829</i>
<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>2.475.743</b>	<b>2.200.418</b>

**SITUAZIONE PATRIMONIALE - FINANZIARIA AL 31 DICEMBRE 2011**

ATTIVO	(importi in migliaia di euro)	
	31.12.2011	31.12.2010
<b>Attivo non corrente</b>		
Immobilizzazioni materiali	135.261	131.455
Investimenti immobiliari	12.382	12.433
Attività biologiche	2.061	2.220
Immobilizzazioni immateriali	23	19
Attività finanziarie disponibili per la vendita	3.032	3.821
Crediti	73	77
<b>Totale attivo non corrente</b>	<b>152.832</b>	<b>150.025</b>
<b>Attivo corrente</b>		
Rimanenze	4.405	2.768
Attività biologiche	1.121	1.104
Crediti verso clienti	1.913	1.653
Altre attività correnti	1.472	1.443
Disponibilità liquide	6	119
<b>Totale attivo corrente</b>	<b>8.917</b>	<b>7.087</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>161.749</b>	<b>157.112</b>
<b>PASSIVO</b>		
<b>Patrimonio netto</b>		
Capitale Sociale	5.794	5.794
Riserva di fair value	242	1.008
Altre riserve	2.936	2.936
Utili indivisi	105.350	105.109
Utile (perdita) dell'esercizio	2.175	916
<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>116.497</b>	<b>115.763</b>
<b>Passivo non corrente</b>		
Fondo Imposte e Imposte differite	34.297	34.091
Fondo TFR	315	399
Finanziamenti a lungo termine	4.134	3.200
Altri fondi	40	40
Altri debiti non correnti	1.048	1.121
<b>Totale passivo non corrente</b>	<b>39.834</b>	<b>38.851</b>
<b>Passivo corrente</b>		
Debiti verso fornitori	1.903	529
Finanziamenti a breve termine	2.034	505
Altri debiti	1.481	1.464
<b>Totale passivo corrente</b>	<b>5.418</b>	<b>2.498</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>161.749</b>	<b>157.112</b>

**CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 2011**

COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2011	2010
Ricavi delle vendite	8.437	7.905
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	1.604	(416)
Altri ricavi	2.869	3.072
di cui: <i>non ricorrenti</i>	–	262
Incrementi per lavori interni	293	192
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>13.203</b>	<b>10.753</b>
<b>COSTI OPERATIVI</b>		
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(49)	229
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.366	1.734
Costi per servizi e godimento beni di terzi	2.112	2.188
Costi per il personale	3.168	3.220
Ammortamenti e svalutazioni	1.245	982
Accantonamenti per rischi e oneri	10	9
Altri costi operativi	1.060	1.025
<b>TOTALE COSTI OPERATIVI</b>	<b>9.912</b>	<b>9.387</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>3.291</b>	<b>1.366</b>
<b>PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>	<b>(9)</b>	<b>(10)</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>3.282</b>	<b>1.356</b>
Imposte sul reddito del periodo	(1.107)	(440)
<b>RISULTATO DEL PERIODO</b>	<b>2.175</b>	<b>916</b>
<i>Utile per azione (in euro):</i>		
– base	0,38672	0,16284
– diluito	0,38672	0,16284

**CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO AL 31 DICEMBRE 2011 (come previsto dallo IAS 1)**

COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2011	2010
<b>RISULTATO DEL PERIODO</b>	<b>2.175</b>	<b>916</b>
Utili/perdite della rideterminazione di attività finanziarie disponibili per la vendita (“Riserva da fair value titoli”)		
Utili da fair value	–	–
Perdita da fair value	(763)	(520)
Effetto fiscale	10	13
<b>Totale Altri utili/perdite al netto dell’effetto fiscale</b>	<b>(753)</b>	<b>(507)</b>
<b>RISULTATO COMPLESSIVO DEL PERIODO</b>	<b>1.422</b>	<b>409</b>
<i>Utile per azione (in euro):</i>		
– base	0,25288	0,07279
– diluito	0,25288	0,07279



## RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 38 DELLO STATUTO DELLA BANCA D'ITALIA

Ai Partecipanti al capitale della  
Banca d'Italia

- 1 Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio della Banca d'Italia (di seguito, anche, "l'Istituto") chiuso al 31 dicembre 2011. La responsabilità della redazione del bilancio, in conformità ai principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nella nota integrativa, compete agli Organi Direttivi dell'Istituto. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.
- 2 Il nostro esame è stato condotto secondo i principi di revisione emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandati dalla Consob. In conformità ai predetti principi la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se i risultati, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli Organi Direttivi. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.  
  
Per il giudizio relativo al bilancio dell'esercizio precedente i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla legge, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 25 maggio 2011.
- 3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2011 è conforme ai principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nella nota integrativa; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'Istituto.
- 4 Si richiama l'attenzione sulle seguenti circostanze oggetto di informativa nella relazione sulla gestione e nei pertinenti paragrafi della nota integrativa:
  - (a) Il fondo rischi generali, interamente tassato, costituito nei precedenti esercizi con la finalità di fronteggiare anche i rischi insiti nella complessiva attività dell'Istituto, è stato incrementato in seguito all'attribuzione deliberata dal Consiglio superiore, effettuata mediante accantonamento a carico del conto economico dell'esercizio.

---

### **PricewaterhouseCoopers SpA**

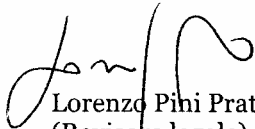
Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. 3.754.400,00 Euro i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n. 43 dell'Albo Consob - Altri Uffici: **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001



- (b) Come previsto da una specifica norma statutaria, il conto economico dell'esercizio include, tra i componenti negativi, l'attribuzione diretta alle riserve ordinaria e straordinaria del rendimento annuo degli investimenti a esse relativi.

Roma, 25 maggio 2012

PricewaterhouseCoopers SpA

  
Lorenzo Pini Prato  
(Revisore legale)

# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2011

## DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Fabrizio SACCOMANNI	- DIRETTORE GENERALE
Giovanni CAROSIO	- VICE DIRETTORE GENERALE
Anna Maria TARANTOLA	- VICE DIRETTORE GENERALE
Salvatore ROSSI*	- VICE DIRETTORE GENERALE

\* Nell'incarico dal 17.1.2012

## CONSIGLIERI SUPERIORI

Francesco ARGIOLAS	Giovanni MONTANARI
Paolo BLASI	Ignazio MUSU
Nicola CACUCCI	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Carlo CASTELLANO	Francesco PERONI
Paolo DE FEO	Stefano POSSATI
Giovanni FINAZZO	Giorgio SQUINZI
Cesare MIRABELLI	

## COLLEGIO SINDACALE

Dario VELO - PRESIDENTE	
Giovanni FIORI	Gian Domenico MOSCO
Elisabetta GUALANDRI	Sandro SANDRI

## SINDACI SUPPLEMENTI

Lorenzo DE ANGELIS	Angelo RICCABONI
--------------------	------------------

## AMMINISTRAZIONE CENTRALE

### FUNZIONARI GENERALI

Franco PASSACANTANDO <sup>1)</sup>	- DIRETTORE CENTRALE PER I RAPPORTI INTERNAZIONALI, INTRATTENUTI CON ORGANISMI E CONSESSI DI RILIEVO SOVRANAZIONALI, NONCHÉ SUPERVISORE DEI MACRO-PROGETTI T2 SECURITIES E INFRASTRUTTURALI NEL CAMPO DEI SISTEMI DI PAGAMENTO
Carlo PISANTI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA CIRCOLAZIONE MONETARIA
Claudio CLEMENTE	- RAGIONIERE GENERALE
Sandro APPETITI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RISORSE INFORMATICHE E RILEVAZIONI STATISTICHE
UMBERTO PROIA <sup>2)</sup>	- SEGRETARIO GENERALE
Daniele FRANCO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RICERCA ECONOMICA E RELAZIONI INTERNAZIONALI
FABIO PANETTA	- DIRETTORE CENTRALE PER LE ATTIVITÀ CONNESSE CON LA PARTECIPAZIONE DELLA BANCA ALL'EUROSTISTEMA
MARINO OTTAVIO PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Vieri CERIANI	- DIRETTORE CENTRALE PER LA QUALITÀ DEI SERVIZI ALL'UTENZA
Nunzio MINICHIELLO <sup>2)</sup>	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA PATRIMONIO IMMOBILIARE E ACQUISTI
Emerico Antonio ZAUTZIK <sup>1)</sup>	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA BANCA CENTRALE, MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Luigi Federico SIGNORINI <sup>1)</sup>	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
* * *	
Giovanni CASTALDI	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA

1) Nell'incarico dal 1.3.2012 – 2) Nell'incarico dal 1.2.2012